



Universidad Autónoma de Querétaro  
Facultad de Contaduría y Administración  
Doctorado en Administración

EL VALOR AGREGADO DEL CAPITALISTA DE RIESGO EN MÉXICO: UN ESTUDIO DESDE  
LA TEORÍA FUNDAMENTADA

**TESIS**

Que como parte de los requisitos par obtener el grado de Doctor en Administración

Presenta:

Enrique Gustavo Antonio Wiencke Olivares

Dirigido por:

Dr. Arturo Morales Castro

**SINODALES**

Dr. Arturo Morales Castro

Presidente

Firma

Dra. Alejandra Urbiola Solís

Secretario

Firma

Dr. Ángel Wilhelm Vázquez García

Vocal

Firma

Dra. Josefina Morgan Beltrán

Suplente

Firma

Dr. Gabriel Muro González

Suplente

Firma

Dr. Arturo Castañeda Olalde  
Director de la Facultad de Contaduría y  
Administración

Dr. Irineo Torres Pacheco  
Director de Investigación y  
Posgrado

Centro Universitario

Querétaro, Qro.

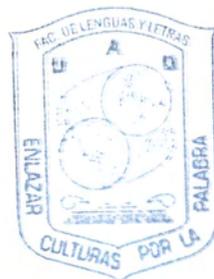
Noviembre 2014

**MÉXICO**

## Resumen

El capital de riesgo financia a empresas jóvenes de alto impacto dirigidas por emprendedores que buscan no sólo dinero para realizar sus proyectos de inversión sino también el apoyo del que se los proporciona para poder desarrollar a la empresa. Aunque se reconoce que estas contribuciones no monetarias del capitalista de riesgo, denominadas con frecuencia valor agregado, influyen en el crecimiento de la empresa, poco se sabe en México acerca de la naturaleza de estas contribuciones, del papel del capitalista de riesgo y del emprendedor, de los aspectos críticos de su relación, y de su práctica en general. La presente investigación cualitativa reporta la propuesta de una teoría sustantiva que explica las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa que financia. Esta teoría intermedia surge de las entrevistas a 18 participantes, nueve capitalistas de riesgo que representaron a los nueve fondos que habían realizado inversiones de capital de riesgo en México en el momento de las entrevistas, y a nueve emprendedores relacionados cada uno con uno de estos capitalistas de riesgo. El análisis de los datos se realizó según lo establece la metodología de la teoría fundamentada y el método de análisis de comparación constante. De los datos analizados surgieron cinco categorías o variables que explican el fenómeno del valor agregado del capitalista de riesgo: el efecto de certificación del capitalista de riesgo sobre la empresa, principalmente resultado de la reputación del capitalista de riesgo en la industria y de su red de contactos; el crecimiento de la empresa ejecutado por el emprendedor y acompañado por el capitalista de riesgo; la participación activa del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa; la salida de la inversión de la empresa conducida por el capitalista de riesgo; y la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor que regula el involucramiento del capitalista de riesgo en la empresa. La teoría sustantiva emergente sobre los temas y retos que enfrentan el capitalista de riesgo y el emprendedor en el desarrollo de la empresa es relativa a la construcción de la salida de la inversión.

(**Palabras clave:** capital de riesgo, capitalista de riesgo, valor agregado)



SECRETARÍA  
ACADÉMICA

### Summary

Venture capital provides resources to startups with high growth potential managed by entrepreneurs who seek not only money to finance their investment projects but also the support provided by the financial intermediary to develop the company. Although it is recognized that these non-monetary contributions from the venture capitalist, often named value-added, have an impact on the development of the company, little is known in Mexico about the nature of these contributions, the role of the venture capitalist and of the entrepreneur, the critical aspects of their relationship, and their practice in general. The current research proposes a substantive theory that explains how the venture capitalist contributes to the development of the financed company in Mexico. This theory arises from interviews with nine venture capitalists, representing nine funds that had made venture capital investments in Mexico at the time of the interviews, and nine entrepreneurs, each of them associated with one of the interviewed venture capitalists. The data from those interviewed were analyzed using a grounded theory methodology and the constant comparative method, allowing the construction of the substantive theory. From the analyzed data emerged five categories or variables that explain the phenomenon of the venture capitalist's value added: the certification effect of the venture capitalist upon the company, mainly as a result of the venture capitalist's reputation in the industry and his network of contacts; the growth of the company executed by the entrepreneur and accompanied by the venture capitalist; the active participation of the venture capitalist in the development of the company; the venture capitalist's investment exit; and the venture capitalist - entrepreneur relationship that modulates the involvement of the venture capitalist in the company. The emerging theory on the issues and challenges faced by the venture capitalist and the entrepreneur in the development of the company is relative to building the exit of the investment.

**(Key words:** venture capital, venture capitalist, value-added)



### **Dedicatoria**

A mi madre, por creer fervientemente en el valor de la educación.

### **Agradecimientos**

A la Universidad Autónoma de Querétaro por permitirme realizar mis estudios.

A mis profesores del programa de Doctorado en Administración de la Facultad de Contaduría y Administración por enseñarme múltiples posibilidades de llevar a cabo mi investigación.

A mi director de tesis por interesarse en mi trabajo y acompañarme durante todo el estudio.

A mis sinodales por sus análisis críticos y sus observaciones que mejoraron el producto final de mi investigación.

A los emprendedores y capitalistas de riesgo por compartir amablemente conmigo sus opiniones sobre el tema estudiado.

**Índice**

	<b>Página</b>
Resumen	i
Summary	ii
Dedicatoria	iii
Agradecimientos	iv
Índice	v
Índice de Tablas	vii
Índice de Figuras	viii
Introducción	1
1. Problemática de la Investigación	10
1.1. Nueva Forma de Financiar Empresas en el País	10
1.2. Una Decisión de Inversión Compleja	14
1.3. La Relación Personal Capitalista de Riesgo - Emprendedor	17
1.4. Mosaico de Contribuciones del Capitalista de Riesgo	19
1.5. El Control del Capitalista de Riesgo	24
1.6. Resultados del Valor Agregado	28
2. Marco Teórico Conceptual	34
2.1. Punto de Partida Teórico	34
2.2. Agencia, Asimetría de Información, y Contratación Financiera	37
2.3. Justicia Procedimental y Teoría de Juegos	44
2.4. Capital Social	46
2.5. Capital Humano	47

3. Metodología	50
3.1. Diseño de la Investigación	50
3.2. La Metodología de la Teoría Fundamentada	54
3.3. El Método de Análisis de Comparación Constante	59
3.4. Técnicas de Análisis Usadas en la Investigación	68
3.5. Recolección de Datos	76
4. Resultados y Discusión	83
4.1. Caracterización de los Participantes	83
4.2. Códigos Surgidos de los Datos de los Participantes	92
4.3. Categorías	167
4.4. La Teoría Sustantiva que Emerge del Estudio	189
Conclusiones	195
Siglario	206
Glosario de Términos	207
Referencias	210
Apéndices	225

**Índice de Tablas**

<b>Tabla</b>		<b>Página</b>
4.1	Perfil de los capitalistas de riesgo que participaron en las entrevistas.	84
4.2	Perfil de los fondos administrados por los capitalistas de riesgo participantes.	85
4.3	Perfil de los emprendedores que participaron en las entrevistas.	86
4.4	Perfil de las empresas dirigidas por los emprendedores que participaron en las entrevistas.	87

**Índice de Figuras**

<b>Figura</b>		<b>Página</b>
1.1	Financiamiento con capital para empresas según su etapa de crecimiento.	12
3.1	Diseño de la investigación.	51
3.2	El método de análisis de comparación constante y las técnicas de análisis usadas en la investigación.	61
3.3	Diagramas usados en la investigación.	72
3.4	Proceso de recolección y análisis de datos en esta investigación.	82
4.1	La categoría CERTIFICACIÓN y sus códigos.	168
4.2	La categoría CRECIMIENTO y sus códigos.	169
4.3	La categoría INVERSIÓN y sus códigos.	170
4.4	La categoría PARTICIPACIÓN y sus códigos.	172
4.5	La categoría RELACIÓN y sus códigos.	173
4.6	La categoría SALIDA y sus códigos.	174
4.7	Vista general de las categorías y sus códigos.	175
4.8	Configuración de la categoría CERTIFICACIÓN.	177
4.9	Configuración de la categoría CRECIMIENTO.	179
4.10	Configuración de la categoría PARTICIPACIÓN.	181
4.11	Configuración de la categoría RELACIÓN.	183
4.12	Configuración de la categoría SALIDA.	184
4.13	Esquema de la teoría sustantiva CONSTRUYENDO LA SALIDA.	190

## INTRODUCCIÓN

Existe un financiamiento especial con capital para empresas de reciente creación que evidencian un alto potencial de crecimiento al que se le conoce como capital de riesgo. Este financiamiento con capital es poco conocido en México, sin embargo se sabe que las empresas que atraen al capital de riesgo, a diferencia de los esfuerzos emprendedores tradicionales, son empresas jóvenes de alto impacto que transforman ideas innovadoras en productos de alto valor agregado para grandes mercados, muchas de ellas basadas en desarrollos tecnológicos, con modelos de negocio capaces de generar un alto valor económico, y que son dirigidas por emprendedores con habilidades especiales para desarrollarlas.

Muchas de las más dinámicas y exitosas compañías en el mundo como Apple, Amazon, Facebook, Microsoft, Twitter, Starbucks, Home Depot e Intel, por mencionar algunas, fueron financiadas con capital de riesgo en sus etapas tempranas de desarrollo (NVCA, 2011). Hoy día, el financiamiento con capital de riesgo es la forma más conocida de financiar esfuerzos emprendedores de alto impacto, especialmente, aunque no exclusivamente, en industrias de alta tecnología como la industria de la biotecnología, de los dispositivos médicos, del software, del Internet, de las energías alternativas, y de las telecomunicaciones.

Las empresas que son financiadas con capital de riesgo, además de ofrecer a sus inversionista el potencial de altos rendimientos por su dinero, contribuyen a fortalecer el entorno macroeconómico. Gompers y Lerner (2001), Gompers y Lerner (2006), y Lerner (2009) resaltan los beneficios de la existencia de este tipo de empresas y destacan que estas empresas impulsadas por desarrollos y cambios tecnológicos llegan a ser la principal fuente de innovación y el motor de crecimiento de un país,

además de ser una importante fuente generadora de empleos.

El gobierno mexicano convencido de las virtudes del capital de riesgo, como la de impulsar la creación de nuevas industrias, y conocedor de que los gobiernos de otros países han jugado un papel preponderante en el desarrollo de este tipo de financiamiento, busca desplegar un mercado de capital de riesgo sólido que permita promover proyectos innovadores con alto potencial de crecimiento en México.

El estudio de Kappaz, O'Hare y McNeece (2003), comisionado por Nacional Financiera, NAFIN, es considerado como el primer esfuerzo de política pública para impulsar el capital de riesgo en el país. En él se subraya que para desarrollar una industria de capital de riesgo sólida en México se requiere fortalecer la estructura existente para facilitar las inversiones, fomentar que inversionistas canalicen sus recursos a empresas innovadoras de reciente creación, aumentar las posibilidades de salida de los recursos de los inversionistas, y generar un mayor número de oportunidades de inversión de calidad.

Como resultado de lo anterior, en los últimos años, el gobierno de México le ha dado impulso al capital de riesgo principalmente a través de NAFIN, la Secretaría de Economía, SE, y el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología, CONACYT, con programas como el Fondo Emprendedores CONACYT - NAFIN, el Fideicomiso de Capital Emprendedor, el Fondo del Programa de Desarrollo del Ecosistema de Capital Emprendedor, y el Fondo INADEM, Instituto Nacional del Emprendedor - NAFIN.

A pesar de los avances de la industria, el financiamiento con capital de riesgo en México es poco conocido. El financiamiento con capital de riesgo es complejo, selectivo y aparentemente ineficiente. En la práctica son pocas las empresas que

obtienen capital de riesgo. Gompers (1994) resalta que de cada 100 oportunidades de inversión que el capitalista de riesgo revisa, sólo una termina siendo financiada. Además, sólo una de cada 10 empresas que es financiada con capital de riesgo llega a convertirse en un gran caso de éxito (NVCA, 2011). A pesar de lo selectivo del financiamiento con capital de riesgo, el dinero y la participación del financiero en el desarrollo de la empresa no son garantía de que las empresas capitalizadas vayan a convertirse en grandes compañías.

El financiamiento con capital de riesgo viene acompañado por un valor agregado que resulta de la participación activa del capitalista de riesgo en el crecimiento de la empresa que financia. El financiero se vuelve socio del emprendedor y participa en la toma de decisiones estratégicas de la empresa. El capitalista de riesgo aprovecha sus conocimientos y experiencias y su red de contactos para asegurar que las empresas jóvenes de alto impacto cumplan con sus objetivos de crecimiento. Se apunta que la relación capitalista de riesgo - emprendedor es determinante en el desarrollo de la empresa, sin embargo poco se conoce en México al respecto.

Además, ya que el financiamiento con capital de riesgo es relativamente nuevo en el país, no hay evidencias de que se estén logrando en México los altos rendimientos generalmente asociados con esta clase de inversiones. No hay resultados que proyecten lo atractivo de la industria y que animen a más inversionistas a canalizar sus recursos a este producto financiero y a un mayor número de empresas innovadoras a buscar capital de riesgo. No existen experiencias documentadas que muestren que gracias a la participación del capitalista de riesgo la empresa se haya convertido en un caso de éxito. La empresa Cinemex, que vino a

transformar la manera de proyectar películas en México, es probablemente el caso de éxito del capital de riesgo más conocido.

El valor agregado del capitalista de riesgo a la empresa que financia es lo que distingue a este financiamiento de los demás. Para procurar el desarrollo de la empresa, el capitalista de riesgo realiza una amplia gama de actividades dentro y fuera de la empresa como lo destaca la literatura extranjera. Sin embargo, poco se sabe de las contribuciones de valor del capitalista de riesgo en México. El presente trabajo de investigación indaga sobre los aspectos y retos que afectan a los capitalistas de riesgo y a los emprendedores en su práctica de crecer empresas, volverlas rentables, venderlas, y obtener una ganancia por ello. Los resultados del estudio explican cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia en México, y describen al mismo tiempo qué es el valor agregado del capitalista de riesgo, de qué manera se transfiere a la empresa, y qué factores afectan la transferencia de valor.

La investigación que se reporta es de naturaleza cualitativa por lo que trata de capitalistas de riesgo y de emprendedores. El investigador toma un papel de investigador interpretativo para entender el fenómeno estudiado a partir de las interpretaciones que hace de las respuestas de los participantes. En la investigación participan nueve capitalistas de riesgo y nueve emprendedores que en entrevistas personales individuales contribuyen al entendimiento de su relación, de sus papeles, y de las contribuciones del capitalista de riesgo a la empresa más allá del dinero. La investigación destaca la complejidad y diversidad de las aportaciones del capitalista de riesgo al crecimiento de la empresa que financia, y de su relación con el emprendedor.

El objetivo de la investigación es desarrollar una teoría sustantiva que explique las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa donde invierte. La teoría sustantiva es una teoría de rango intermedio, a diferencia de una teoría general o macro. La teoría sustantiva que se desarrolla en este estudio emerge del procesamiento sistemático de los datos proporcionados por los participantes. Para alcanzar este objetivo, al inicio de la investigación el investigador plantea una pregunta central que lo guía en su esfuerzo y que al mismo tiempo le da flexibilidad para explorar el fenómeno sin restricciones. La pregunta central ¿cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia en su relación con el emprendedor de empresas jóvenes de alto impacto?. Para darle soporte a este planteamiento central, el investigador desarrolla tres preguntas complementarias: ¿qué recursos del capitalista de riesgo se canalizan a la empresa para agregarle valor?, ¿cuáles son los mecanismos con los que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia?, y ¿qué factores inciden sobre estos mecanismos que determinan finalmente el valor agregado a la empresa?.

Ya que el investigador intenta conocer el fenómeno desde la óptica de los participantes y explicarlo con el desarrollo de una teoría sustantiva, el investigador adopta en este estudio la metodología de la teoría fundamentada para el análisis de los datos de campo, en particular la versión de Glaser y Strauss (1967) denominada glaseriana. El método de análisis de comparación constante de la teoría fundamentada asiste al investigador en la recolección y en el análisis de los datos, que ocurren de forma simultánea, y en la escritura de la teoría sustantiva.

La presente investigación desarrolla una teoría sustantiva que explica el fenómeno estudiado a partir de la información proporcionada por los participantes en

el estudio, y refleja el entendimiento del problema de investigación. El contenido de la teoría sustantiva resultante es principalmente descriptivo, centrado en la esencia o sustancia de los datos, mediante el uso de una estructura relacional sencilla. De los datos analizados surgen cinco categorías o variables que explican el fenómeno del valor agregado del capitalista de riesgo: el efecto de certificación del capitalista de riesgo sobre la empresa, principalmente resultado de la reputación del capitalista de riesgo en la industria y de su red de contactos; el crecimiento de la empresa ejecutado por el emprendedor y acompañado por el capitalista de riesgo; la participación activa del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa; la salida de la inversión de la empresa conducida por el capitalista de riesgo; y la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor que regula el involucramiento del capitalista de riesgo en la empresa.

Los códigos y categorías que surgen de los datos de los entrevistados y que permiten que se desarrolle la teoría sustantiva forman una base de conocimientos que reflejan la manera particular en la que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa donde invierte en México. Esta base de datos puede servir para motivar el avance de investigaciones sobre el capital de riesgo en el país, impulsar desarrollos educativos sobre el tema, y permitir el diseño de políticas públicas que coadyuven al desarrollo de la industria.

La teoría sustantiva emergente sobre los temas y retos que enfrentan el capitalista de riesgo y el emprendedor en el desarrollo de la empresa que se reporta en este estudio es relativa a la construcción de la salida de la inversión. La teoría registra cómo se relacionan las categorías o variables CERTIFICACIÓN, CRECIMIENTO, PARTICIPACIÓN, RELACIÓN y SALIDA, y resalta lo

complicado del trabajo conjunto del capitalista de riesgo y del emprendedor para desarrollar a la empresa.

El texto se divide en cuatro capítulos y una sección de conclusiones. El Capítulo 1 plantea la problemática de la investigación destacando que el capital de riesgo es un financiamiento nuevo para empresas jóvenes de alto impacto, que el valor agregado del capitalista de riesgo es un fenómeno prácticamente sin estudiar en el país, que el fenómeno estudiado es complejo en términos de la relación capitalista de riesgo – emprendedor y por la amplia gama de actividades que realiza el capitalista de riesgo para procurar el desarrollo de la empresa, y que los resultados del valor agregado se conocen sólo a la salida de la inversión de la empresa. El capítulo concluye señalando la necesidad de explicar las contribuciones de valor del capitalista de riesgo en México a las empresas donde invierte.

El Capítulo 2 destaca el proceso empleado para identificar en la literatura del capital de riesgo las teorías más relevantes para la presente investigación, y describe a aquellas referidas con mayor frecuencia para explicar las contribuciones de valor que realiza el capitalista de riesgo a la empresa que financia. Las teorías analizadas provienen de una variedad de disciplinas como la administración, las finanzas, y la economía, y se emplean para explicar temas de la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. El capítulo concluye resaltando que ninguna de estas teorías explica de forma integral el valor agregado del capitalista de riesgo, su naturaleza, la forma en que se transmite dicho valor a la empresa, los factores que afectan esa transferencia de valor, y los temas y retos que influyen en la relación capitalista de riesgo – emprendedor. El capítulo cierra enfatizando la necesidad de contar con una teoría descriptiva del valor agregado del capitalista de riesgo que surja

del estudio cercano del fenómeno.

El Capítulo 3 desarrolla una descripción general de la teoría fundamentada, que es la metodología seleccionada para realizar la presente investigación. La descripción de la teoría fundamentada comienza con una discusión del paradigma de la investigación y de los aspectos filosóficos alrededor de la metodología, y enseguida se formula la teoría fundamentada clásica según el trabajo original y de gran influencia de Glaser y Strauss (1967). A continuación, se procede a explicar el método usado en la investigación basado en el análisis de comparación constante, y se explican las técnicas de análisis usadas en la investigación. Por último, en este capítulo se describe la forma en que se recolectan los datos, destacándose la muestra usada en la investigación, el reclutamiento de los participantes, las guías de entrevista, el papel del investigador, y la confidencialidad de los datos proporcionados por los participantes.

El Capítulo 4 reporta los resultados del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo y de los emprendedores, comenzando con la caracterización de los entrevistados y la de sus organizaciones, nueve emprendedores y sus nueve empresas y nueve capitalistas de riesgo y sus nueve fondos de inversión, que permite conocer quiénes invierten capital de riesgo en México y en dónde lo invierten. Además, en este capítulo se describen los 70 códigos que surgieron del análisis de los datos de los entrevistados, las cinco categorías resultantes CERTIFICACIÓN, CRECIMIENTO, PARTICIPACIÓN, RELACIÓN, y SALIDA, siendo esta última la categoría central. Finalmente se reporta el proceso social básico CONSTRUYENDO LA SALIDA y la teoría sustantiva surgida en la investigación.

Finalmente, en la sección de las conclusiones se destaca que la investigación

contesta las preguntas planteadas al inicio del estudio lo que resulta en un modelo conceptual de cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa donde invierte. Además, se apunta que la investigación permite desarrollar una teoría sustantiva que explica las contribuciones de valor del capitalista de riesgo en México a las empresas donde invierte, proponer una definición de valor agregado a partir de esta teoría, y sugerir cómo proceder en investigaciones futuras sobre el capital de riesgo.

## **1. PROBLEMÁTICA DE LA INVESTIGACIÓN**

En este capítulo se plantea la problemática de la investigación destacando que el capital de riesgo es un financiamiento nuevo para empresas jóvenes de alto impacto, que el valor agregado del capitalista de riesgo es un fenómeno prácticamente sin estudiar en el país, que el fenómeno estudiado es complejo en términos de la relación capitalista de riesgo – emprendedor y de la amplia gama de actividades que realiza el capitalista de riesgo para procurar el desarrollo de la empresa, y que los resultados del valor agregado se conocen sólo a la salida de la inversión de la empresa. El capítulo concluye señalando la necesidad urgente de explicar las contribuciones de valor del capitalista de riesgo en México a las empresas que financia.

### **1.1. Nueva Forma de Financiar Empresas en el País**

El capital de riesgo nace de una manera organizada y profesional en 1946, terminada la segunda guerra mundial, en la ciudad de Boston, Massachusetts en los Estados Unidos. Georges Doriot, considerado el padre del capital de riesgo, junto con el presidente del Instituto Tecnológico de Massachusetts y el rector de la escuela de negocios de la Universidad de Harvard, crean la primera sociedad profesional dedicada a invertir en empresas jóvenes de alto impacto denominada American Research & Development, dando inicio con esto al surgimiento de una nueva industria (Ante, 1997).

Sin embargo, no fue sino hasta algunas décadas después según Gompers y Lerner (2006), gracias a la introducción de políticas públicas en el país, que las nuevas regulaciones propiciaron una mayor participación de inversionistas que dio como resultado un fuerte crecimiento de la industria. También en este sentido, Landström (2007) señala que el interés académico por el capital de riesgo surgió a

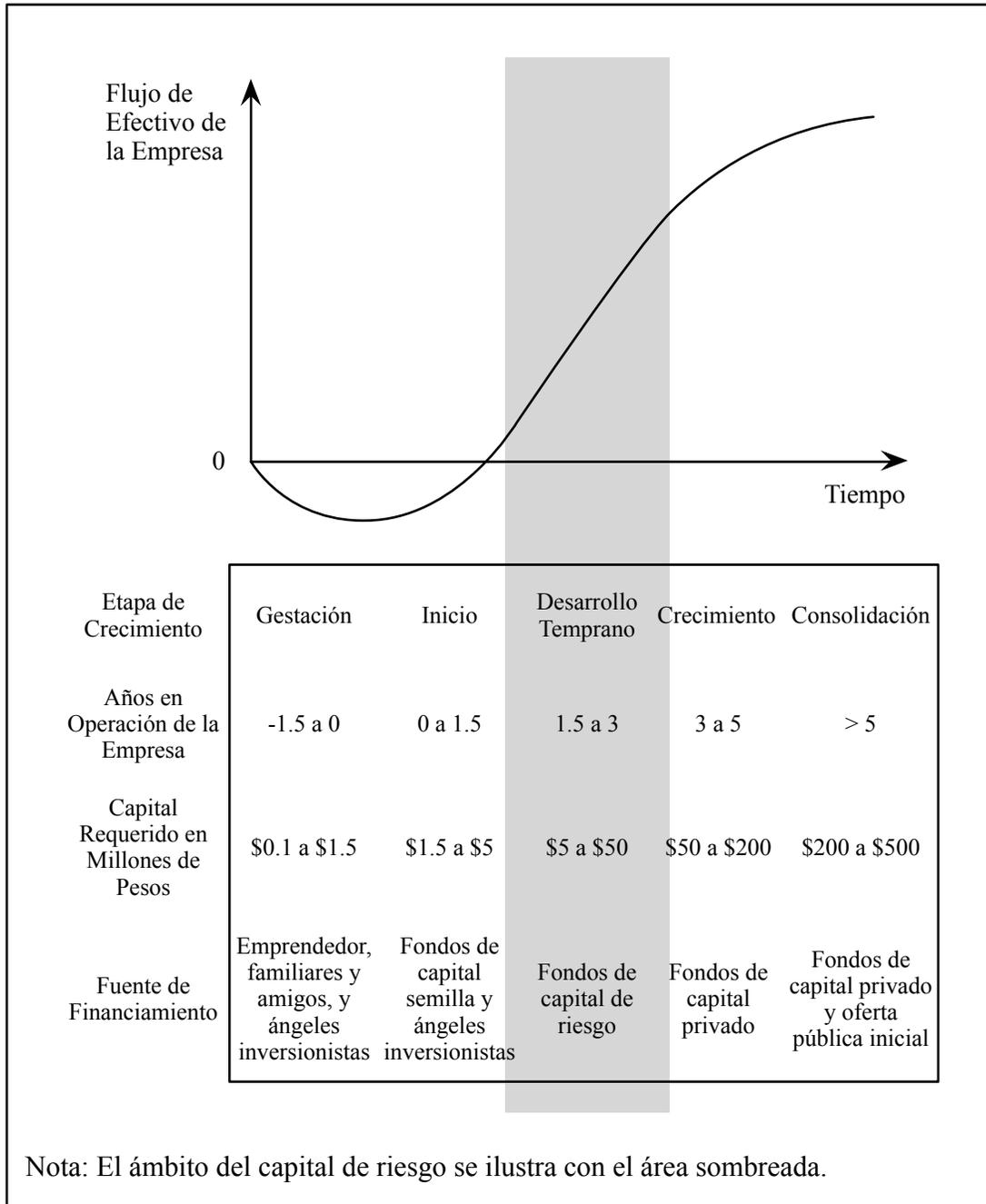
finales de los años 70s y que se extendió rápidamente según lo constata el creciente número de artículos científicos publicados año con año a partir de esa fecha. El autor recalca que el estudio del capital de riesgo es relativamente nuevo y a manera de ejemplo señala que los años dedicados al estudio sistemático del capital de riesgo a la fecha no superan la vida profesional promedio de un profesor.

En los últimos años en México, el capital de riesgo viene a ocupar un vacío que existe en el financiamiento con capital para empresas jóvenes de alto impacto. Las empresas necesitan capital en cualquiera de sus etapas de desarrollo, desde su gestación hasta su consolidación, pasando por etapas de inicio de actividades, de desarrollo temprano, y de crecimiento. En México, los fondos de capital privado están consolidados desde hace tiempo y son una opción para capitalizar a empresas en sus etapas de crecimiento y consolidación.

Por otro lado, los ángeles inversionistas han estado invirtiendo su capital desde que existen oportunidades de inversión en empresas que se están gestando o que inician actividades. De esta manera, el financiamiento con capital para empresas en su etapa de desarrollo temprano no era una opción en el país. El capital de riesgo atiende las necesidades de capital de las empresas que están en su etapa de desarrollo temprano, cerrando de esta manera la brecha de financiamiento existente.

Como se muestra en la Figura 1.1, el ámbito del capital de riesgo está entre el capital semilla, *seed capital*, y el capital privado, *private equity*. En general, el capital de riesgo es una opción para empresas que se encuentran en su etapa temprana de desarrollo, que hayan alcanzado el equilibrio operativo, que tengan entre 1.5 y 3 años de operación, y que tengan necesidades de capital de entre cinco y 50 millones de pesos.

Figura 1.1. Financiamiento con capital para empresas según su etapa de crecimiento.



Fuente: Elaboración propia con información de NAFIN.

En México, la industria de capital de riesgo está aún en una etapa temprana de desarrollo y es poco conocida. Las inversiones de capital de riesgo que se han realizado todavía no resultan en casos de éxito que pudieran servir para finalmente

detonar el crecimiento de la industria. Además, hacen falta investigaciones académicas cuyos hallazgos proporcionen una base de conocimientos que motive el avance de investigaciones sobre el capital de riesgo en el país, impulse desarrollos educativos sobre el tema, y permita el diseño de políticas públicas que coadyuven al desarrollo de la industria.

Aunque el gobierno juega un papel importante para desarrollar la industria de capital de riesgo en México, y ha diseñado programas para fortalecer el ecosistema del capital de riesgo en el país, como el del Fondo Emprendedores CONACYT - NAFIN que fue creado en el año 2004 para desarrollar y consolidar negocios innovadores de alto valor agregado basados en desarrollos científicos y tecnológicos, con claras ventajas competitivas en el mercado global, todavía no logra que la industria del capital de riesgo en el país crezca de forma acelerada.

Sin embargo, cada día con mayor frecuencia en México surgen empresas que transforman conocimientos, ciencias básicas, e ideas innovadoras en productos y servicios de alto valor que buscan satisfacer las necesidades de grandes mercados de consumidores dentro y fuera del país. En septiembre de 2012, existían 76 empresas de este tipo que habían sido financiadas con capital de riesgo: 43 de ellas capitalizadas por el Fondo Emprendedores CONACYT – NAFIN como se destaca en la página en Internet [www.fondoemprendedores.com.mx](http://www.fondoemprendedores.com.mx), y las otras 33 por fondos de capital de riesgo independientes como se reporta en esta investigación.

Los esfuerzos innovadores de estas empresas de alto impacto llaman la atención no sólo de capitalistas de riesgo que reconocen que inversiones en este tipo de empresa tienen el potencial de lograr los altos rendimientos que demandan los inversionistas por su dinero, sino también de hacedores de política pública que

reconocen que una industria de capital de riesgo sólida y dinámica es una alternativa atractiva de crecimiento económico.

El financiamiento con capital de riesgo en México está avanzando, evidenciado por el creciente número de empresas con modelos de negocio disruptivos, por el apoyo continuo al desarrollo de la industria del capital de riesgo por parte del gobierno, y por la creación de un gran número de fondos de capital de riesgo en el país, como se ilustra en el Apéndice A. De ahí que el capital de riesgo sea un tema de actualidad y de interés en México que demanda que se conozca su funcionamiento para poder contribuir a impulsar el desarrollo de una industria que, como se ha demostrado en otros países, ofrece grandes beneficios a los esfuerzos emprendedores de un país y a la innovación.

## **1.2. Una Decisión de Inversión Compleja**

El capitalista de riesgo invierte en empresas jóvenes de alto impacto que le permiten obtener altos rendimientos por su dinero. Baum y Silverman (2004) resaltan que el capitalista de riesgo tiene que hacer bien dos cosas para lograr rendimientos sobre su inversión: la primera, debe elegir una buena oportunidad de inversión; y la segunda, debe acompañar a su inversión para asegurarse de que logre su salida. Los mismos autores resaltan que el capitalista de riesgo selecciona una inversión como si fuera un cazador de talentos, y le da seguimiento y procura la salida de su inversión como si fuera un entrenador que dirige a su equipo a la victoria. Los autores destacan que el capitalista de riesgo toma ambos roles para lograr los rendimientos que demanda su inversión, y concluyen que el capitalista de riesgo no sólo escoge inversiones exitosas sino que también las construye.

Los primeros estudios sobre el capital de riesgo se centraron en analizar los

criterios que usan los capitalistas de riesgo para evaluar oportunidades de inversión en empresas jóvenes de alto impacto. Tyebjee y Bruno (1984) señalan que además del atractivo de la oportunidad de inversión, la idoneidad del emprendedor y la de su equipo de trabajo para materializar dicha oportunidad son uno de los criterios más importantes de selección.

Para MacMillan, Siegel y SubbaNarasimha (1985), Bachher y Guild (1996), y Muzyka, Birley y Leleux (1996), la calidad del emprendedor y la de su equipo de trabajo son los factores que determinan finalmente si un capitalista de riesgo invierte o no en la empresa. Se destaca que dentro de las características que se buscan en un emprendedor está el que pueda sostener de forma continua el esfuerzo de crecimiento de la empresa, el reconocer riesgos y tener la capacidad de afrontarlos, y el que sea un líder comprobado. Por otra parte, Zacharakis y Meyer (1998) señalan que los capitalistas de riesgo están más preocupados acerca de las características producto - mercado que de las habilidades del equipo gerencial. En este caso las habilidades gerenciales toman un papel secundario en la decisión de inversión del capitalista de riesgo, mientras que el producto y el potencial de mercado adquieren el papel principal.

La decisión de capitalizar una oportunidad de inversión supone que el capitalista de riesgo realice un análisis riesgo - rendimiento. El capitalista de riesgo sopesa los riesgos de realizar la inversión con los probables rendimientos que pudiera obtener. El capitalista de riesgo invierte en proyectos que ofrecen el potencial de producir altos rendimientos, aunque dichos proyectos representen un mayor riesgo que los proyectos de empresas tradicionales en mercados tradicionales.

El capitalista de riesgo distingue oportunidades de inversión ponderando y

validando la viabilidad de un proyecto, y estimando el valor actual y futuro de la inversión. Sin embargo, dado que varios de los determinantes del valor futuro del proyecto no se pueden observar de antemano, debido a que se trata de proyectos innovadores que cuentan principalmente con activos intangibles, que se basan en nuevos modelos de negocio, y que dependen del conocimiento y de las habilidades de un equipo de trabajo sin experiencia para gestionar el crecimiento de una empresa, la selección de una oportunidad de inversión se vuelve un proceso complejo.

Por otro lado, una vez que el capitalista de riesgo identifica la oportunidad de inversión y la idoneidad del emprendedor para crecer a la empresa, el capitalista de riesgo procede a formalizar la relación con el emprendedor negociando los términos y condiciones del contrato financiero. El valor de la empresa es el tema relevante de negociación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. El capitalista de riesgo busca que el valor de la empresa sea el más bajo posible para poder obtener los mayores rendimientos por su dinero, mientras que el emprendedor procura que el valor de la empresa sea el más alto posible para limitar la dilución de su participación en la empresa. El reto consiste en que se pueda establecer un valor justo para las partes, ya que la calidad de la relación capitalista de riesgo – emprendedor se ve afectada si se perciben injusticias en la determinación del valor. Sólo si hay un acuerdo en el valor de la empresa se pudiera realizar la inversión.

El contrato financiero entre el capitalista de riesgo y el emprendedor está en constante evolución (Bienz y Walz, 2006), y resulta complejo para el emprendedor por la terminología especializada que maneja. Este contrato surge de la necesidad de buscar eliminar los problemas de agencia y de asimetría de información característicos de las empresas jóvenes innovadoras de alto impacto. Según Gompers

(1995), los capitalistas de riesgo y los emprendedores han logrado minimizar los efectos de estos problemas a través de los contratos financieros.

El propósito de la contratación financiera es transferir el riesgo del capitalista de riesgo al emprendedor para motivarlo a lograr sus objetivos (Sahlman, 1990). Por ejemplo, el contrato financiero incorpora un mecanismo mediante el cual el capitalista de riesgo libera recursos a la empresa sólo si ésta consigue cumplir con ciertas metas. De esta manera el emprendedor acepta los términos del contrato sólo si cree firmemente en la oportunidad, en sus habilidades de ejecución, y si está realmente comprometido a llevar a la empresa al éxito.

Una vez negociado los términos y condiciones de la inversión, y plasmados éstos en el contrato financiero, el capitalista de riesgo procede a canalizar sus recursos a la empresa seleccionada y a desarrollar la relación con el emprendedor para poder contribuir de forma eficiente al crecimiento de la empresa.

### **1.3. La Relación Personal Capitalista de Riesgo - Emprendedor**

El financiamiento con capital de riesgo para empresas jóvenes de alto impacto destaca sobre los financiamientos tradicionales porque el que aporta el dinero, el capitalista de riesgo, participa de forma activa con el director general, el emprendedor, en la toma de decisiones de la empresa. En este esquema de financiamiento, el capitalista de riesgo se vuelve socio del emprendedor y uno de sus consejeros en el consejo de administración de la empresa. El capitalista de riesgo invierte en la empresa y unos años después retira su inversión para obtener un rendimiento, lo que le da un carácter temporal a este tipo de financiamiento.

El capitalista de riesgo busca invertir en empresas en las que pueda aprovechar sus conocimientos y experiencias para hacerlas crecer rápidamente y para minimizar

los riesgos inherentes en oportunidades de inversión que contemplan productos innovadores cuya utilidad todavía no ha sido reconocida por el mercado. El emprendedor de alto impacto, por otra parte, requiere de un financiamiento que le proporcione no sólo el dinero que necesita para comercializar su producto, sino que también aporte los conocimientos y experiencias del financiero para ayudar a crecer a su empresa.

La relación capitalista de riesgo - emprendedor comienza cuando el emprendedor le presenta la oportunidad de inversión al capitalista de riesgo y termina cuando el capitalista de riesgo vende a la empresa o su participación en ella. Durante todo este tiempo el capitalista de riesgo busca agregarle valor a la empresa. El capitalista de riesgo asesora al emprendedor para la toma de decisiones estratégicas, y el emprendedor ejecuta el proyecto como líder de la empresa. Es durante el acompañamiento de la inversión cuando el capitalista de riesgo hace las mayores contribuciones de valor a la empresa. La relación con el emprendedor determina finalmente los beneficios que recibe la empresa del capitalista de riesgo. Una buena relación facilita que el capitalista de riesgo contribuya al crecimiento de la empresa, mientras que una mala puede resultar en un cambio de liderazgo y en el fin de la empresa.

El capitalista de riesgo juega un papel fundamental en el desarrollo de la empresa que financia, y esto lo distingue de la mayoría de los inversionistas cuyos roles son pasivos y alejados de la operación de las empresas que apoyan. Una vez que se realiza la inversión se convierte en un constructor social que intenta definir los resultados finales de sus inversiones. Por ejemplo, ofrece asesorías, se involucra en decisiones críticas de la empresa, ayuda a la contratación del equipo gerencial, y de

vez en cuando promueven a la empresa ante clientes y proveedores (MacMillan, Kulow, y Khoylean, 1989; Sapienza, 1992).

El emprendedor, por otro lado, es el que transforma ideas atrevidas en productos de alto valor que buscan resolver grandes necesidades de consumidores, generalmente diseñando un modelo de negocio innovador diferente a los existentes. Es el del espíritu empresarial, el del empuje, el responsable de la operación del día a día de la empresa. El emprendedor que busca capital de riesgo es innovador. Es el que está dispuesto a enfrentar enormes incertidumbres y muy altos riesgos en prácticamente todas las áreas del negocio incluyendo el financiamiento, el desarrollo tecnológico, y la comercialización del nuevo producto.

La empresa que recibe el capital de riesgo depende del talento y de las habilidades del emprendedor, el fundador de la empresa, ya que es la persona que más sabe sobre la innovación que se pretende comercializar. Es por esto que el capitalista de riesgo decide invertir en una empresa que ofrece no sólo una oportunidad de inversión rentable, sino que esté dirigida por un emprendedor dinámico, con la disposición de recibir la ayuda del capitalista de riesgo, dispuesto a crecer la empresa, con conocimientos y habilidades para operar una empresa de reciente creación y para crecerla rápidamente, con experiencia en la industria, y con un equipo de trabajo de primer nivel o que pueda integrar uno.

Se aprecia hasta aquí que el financiamiento con capital de riesgo implica una interacción continua entre el financiero y el emprendedor que contribuye al desarrollo de la empresa, y que es indispensable que exista una buena relación entre las partes para el éxito de la inversión.

#### **1.4. Mosaico de Contribuciones del Capitalista de Riesgo**

El capitalista de riesgo realiza actividades en la empresa después de que le canaliza recursos a las que se les refiere como valor agregado. Las contribuciones no monetarias del capitalista de riesgo son servicios que le proporciona a la empresa para incrementar su valor. El valor que agrega el capitalista de riesgo a través de su relación con el emprendedor se traduce de alguna manera en ayuda para que la empresa crezca y logre sus metas. Para Smith (1998) el dinero es el principal producto que ofrece el capitalista de riesgo a la empresa que financia, y como se sabe el dinero es una mercancía. De ahí que en un esfuerzo por diferenciarse, la mayoría de los capitalistas de riesgo proporcionen servicios a las empresas de su portafolio más allá del dinero. Las actividades que realiza el capitalista de riesgo son variadas y de diferente índole. El Apéndice B resume los principales estudios analizados en esta investigación sobre el valor agregado del capitalista de riesgo, y el investigador sintetiza en el Apéndice C las principales actividades del capitalista de riesgo según lo destacan estos estudios.

A pesar de que el capital de riesgo se estudia formalmente desde hace más de 30 años, existe un debate sobre el financiamiento de esfuerzos emprendedores con capital que se caracteriza por una confusión de términos, y que deriva en que los aportes teóricos no hayan coincidido en una definición unificada de lo que es el valor agregado. La definición de valor agregado que se recoge al inicio de esta investigación es la de Maula (2001) que de forma muy general establece que el valor agregado es todo aquello que recibe el emprendedor y la empresa del capitalista de riesgo además del dinero invertido, con la intención de incrementar radicalmente el valor de la empresa.

Para Gorman y Sahlman (1989) y Sapienza, Manigart, y Vermeir (1996), las

contribuciones del capitalista de riesgo juegan un papel importante en el desarrollo de la empresa porque cubren la inexperiencia del emprendedor para gestionar el crecimiento de empresas, y porque satisfacen las necesidades de asesoría del emprendedor. Si la empresa contara con dinero, si el emprendedor gozara de experiencia creciendo empresas, si la empresa contara con el apoyo de consultores externos, y si la empresa tuviera un consejo de administración sólido, la empresa no tendría la necesidad de un capitalista de riesgo. De lo anterior se desprende la necesidad de comprender las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa donde invierte.

Las actividades del capitalista de riesgo más estudiadas son las actividades directas como su participación en el consejo de administración de la empresa y el monitoreo y control que realiza para darle seguimiento a su inversión. Además, el capitalista de riesgo realiza contribuciones indirectas al desarrollo de la empresa a través de su red de contactos y de su reputación. Para Sapienza (1992), Bygrave y Timmons (1992), y Bottazzi y Da Rin (2002), los capitalistas de riesgo poseen una red especializada de contactos que comparten con las empresas que financian para ayudarlas en su desarrollo. Campbell y Frye (2006), señalan que el capitalista de riesgo tiene contactos con analistas de primer nivel que reducen las asimetrías de información entre la empresa y el inversionista en una oferta pública inicial. Sin embargo, Keuschnigg (2003) advierte que la red de contactos de un capitalista de riesgo es un recurso escaso que no puede crearse con facilidad, por lo que puede convertirse en un obstáculo para el desarrollo de un mercado de capital de riesgo dinámico.

Por otro lado, la reputación del capitalista de riesgo está relacionada con su

habilidad para generar valor. Kaplan y Schoar (2005) encuentran que los capitalistas de riesgo que tienen éxito con su primer fondo probablemente lo seguirán teniendo en sus siguientes fondos, por lo que los capitalistas de riesgo con mejores resultados tienen en general mejores habilidades para agregarle valor a las empresas donde invierten.

Además, es más probable que gente talentosa trabaje en una empresa financiada por un capitalista de riesgo con prestigio porque lo percibe como una garantía de éxito. También la reputación del capitalista de riesgo incide sobre la credibilidad de sus empresas ante terceros. La reputación del capitalista de riesgo permite que proveedores le ofrezcan a la empresa, por ejemplo, comprometer una mayor capacidad de producción o extenderle un crédito con mejores condiciones. Por último, a la salida de la inversión de la empresa, el capitalista de riesgo con prestigio ayuda a atraer a bancos de inversión de alta calidad para que realicen una colocación de acciones en la Bolsa de Valores.

Por otro lado, Fried y Hisrich (1994) señalan que la mayor parte de las oportunidades de inversión que se financian con capital de riesgo proviene de referidos. Fiet (1995) incluye en esta red de referidos a los llamados informantes informales como serían las amistades y los compañeros de trabajo del capitalista de riesgo. Hsu (2007) encuentra que el capitalista de riesgo se inclina por financiar a emprendedores que fueron recomendados por otros emprendedores de su portafolio de empresas, por otros capitalistas de riesgo conocidos, y por amigos cercanos y familiares. Finalmente, Tyebjee y Bruno (1984) encuentran que los capitalistas de riesgo comparten referidos entre ellos, lo que les permite coincidir con otros capitalistas de riesgo en inversiones conjuntas o sindicadas.

Ahora bien, a pesar de que muchas investigaciones han sugerido que el capitalista de riesgo contribuye de forma significativa al éxito de la empresa, Timmons y Bygrave (1986) concluyen que a pesar de que el capitalista de riesgo se involucra directamente en el desarrollo de empresas jóvenes de alto impacto, su contribución es poco comprendida por el emprendedor. También, Bottazzi y Da Rin (2002), y Mason y Harrison (1999) cuestionan el valor agregado del capitalista de riesgo y destacan que la manera en que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa sigue siendo un foco de debate sin consenso en las respuestas.

Saetre (2003) sugiere que se estudie a los capitalistas de riesgo más exitosos, se identifiquen los componentes de valor, y se conozca la relevancia de cada uno de ellos para poder mejorar en general las contribuciones del capitalista de riesgo. Por otro lado, Large y Muegge (2008) señalan que el aspecto no-financiero del valor agregado es un tema que no acaba por comprenderse. Los autores analizan al valor agregado como si se tratara de un proceso, y resaltan que no existe consenso sobre las entradas y salidas de este proceso, ni sobre la relevancia de cada una de ellas, por lo que es muy difícil poder hacer más eficiente las contribuciones de valor del capitalista de riesgo en la empresa. Finalmente, Wijbenga, Postma, Van Witteloostuijn y Zwart (2003) resaltan que no se sabe a ciencia cierta cómo una cierta actividad del capitalista de riesgo mejora el desempeño de la empresa.

Por último, Boué (1995) destaca que los emprendedores señalan que no reciben contribución alguna del capitalistas de riesgo, que no reciben el suficiente valor agregado, o que reciben el valor agregado equivocado. Además, Rosenstein, Bruno, Bygrave, y Taylor (1993) resaltan que los emprendedores están insatisfechos con las contribuciones del capitalista de riesgo. Por lo anterior, existe una oportunidad para

mejorar el entendimiento de las contribuciones no monetarias que realiza el capitalista de riesgo a la empresa que financia.

### **1.5. El Control del Capitalista de Riesgo**

A diferencia de las actividades que realiza el capitalista de riesgo que buscan principalmente agregarle valor a la empresa, las actividades de monitoreo y control que lleva a cabo el capitalista de riesgo están más orientadas a proteger el valor de su inversión. A partir de la entrada del capital de riesgo a la empresa, el capitalista de riesgo comienza a darle seguimiento a su inversión con actividades de monitoreo y control que tienen la intención de generar resultados de inmediato. Lo hace de dos maneras según Maunula (2006, p.23): con el análisis de reportes frecuentes sobre la operación de la empresa, y con la participación formal e informal en la empresa. Las actividades de monitoreo incluyen observar el desempeño operativo y financiero de la empresa, el desempeño de la estrategia de negocio, y el desempeño del producto - mercado (MacMillan et al., 1989; Rosenstein et al., 1993; Ehrlich, Noble, y Weaver, 1994).

La participación formal del capitalista de riesgo en la empresa es a través del consejo de administración. Es ahí donde el capitalista de riesgo canaliza sus asesorías a la empresa y se asegura de que el emprendedor y la empresa las sigan, y donde se cerciora de que la gerencia cumpla con sus obligaciones. Rosenstein (1988) destaca que los consejos de administración de las empresas jóvenes de alto impacto con capital de riesgo ejercen poder sobre la gerencia de la empresa, y que el capitalista de riesgo es el que tiene generalmente el control de la empresa y no el emprendedor y su equipo de trabajo.

Los medios informales del capitalista de riesgo para monitorear a la empresa,

incluyen contactos frecuentes con el emprendedor y su equipo gerencial a través de correos electrónicos y por teléfono. También, dependiendo de la cercanía geográfica de las partes, los capitalistas de riesgo buscan tener contactos en persona con el emprendedor y demás gente clave de la empresa.

La necesidad de realizar el monitoreo y control de la inversión es consecuencia de la separación de la propiedad y del control que ocurre cuando una empresa joven de alto impacto es financiada con capital de riesgo, y por las asimetrías de información entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Las partes tienen informaciones diferentes sobre la empresa y sobre sus posibilidades de crecimiento, y, en general, sobre el futuro de la empresa. Esta situación provoca problemas de agencia e incrementa el riesgo del negocio, especialmente en empresas jóvenes innovadoras de alto impacto, lo que obliga al capitalista de riesgo a proteger su inversión dándole un seguimiento cercano al desarrollo de la empresa (Kaplan y Strömberg, 2001).

El monitoreo del desempeño de la empresa hace más difícil que el emprendedor se comporte de forma oportunista y destruya el valor de la empresa, por lo que el capitalista de riesgo incluye una cláusula en el contrato financiero con el emprendedor que le da derecho a monitorear su inversión. Este derecho incluye la observación de la operación desde el consejo de administración de la empresa, la obligación de la empresa de proporcionar reportes operativos y financieros con frecuencia, y la posibilidad de seleccionar al auditor externo de la empresa (Wasserman, 1999).

Lo comentado hasta aquí sugiere una participación activa del capitalista de riesgo en el seguimiento de sus inversiones. Sin embargo, Sweeting y Wong (1997)

reportan que una participación pasiva del capitalista de riesgo en el seguimiento de su inversión también puede ser efectiva. Los autores resaltan que para que un método de seguimiento pasivo funcione es necesario que la relación capitalista de riesgo – emprendedor sea una relación de confianza. Además, los autores concluyen que los capitalistas de riesgo que implementan un método de seguimiento pasivo estructuran sus inversiones de tal manera que sean compatibles con dicho método.

Ahora bien, el seguimiento de la inversión ocupa tiempo y requiere de mucho esfuerzo, lo que se traduce en dinero. El capitalista de riesgo por tanto no puede monitorear el desempeño de la empresa de forma continua, lo hace de forma intermitente y periódica para verificar el estado de la empresa y para conservar la opción de abandonar el esfuerzo de acompañamiento de su inversión (Gompers, 1995). Por otro lado, el alto costo de monitorear empresas a distancia puede explicar parcialmente la tendencia de los capitalistas de riesgo de invertir en empresas que estén cerca de ellos (Lerner, 1995).

Otro factor importante de la actividad de monitoreo y control es la frecuencia de interacción entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Por ejemplo, Sapienza y Gupta (1994) destacan que mientras mayor es la coincidencia de objetivos entre las partes menor es su interacción. Los autores también resaltan que mientras menor sea la experiencia del capitalista de riesgo, menos joven sea la empresa financiada con capital de riesgo, y mayor sea la distancia geográfica ente el capitalista de riesgo y el emprendedor, menor será la interacción entre las partes. Por otro lado, Hege, Palomino y Schwienbacher (2009) encuentran diferencias en el valor que agrega el capitalista de riesgo a la empresa según la frecuencia con la que le da seguimiento a su desempeño. Una mayor frecuencia de interacción conlleva a un mayor valor

agregado. Por último, Fenn, Liang y Prowse (1995) destacan que las inversiones con mayor riesgo requieren mayor atención y monitoreo por parte del capitalista de riesgo, y que el capitalista de riesgo se ve recompensado por el tiempo y esfuerzo que le dedica al seguimiento de su inversión.

Aunque la teoría adelanta que las empresas en su etapa temprana de crecimiento son las que mayor monitoreo requieren comparadas con las empresas en etapas de crecimiento posteriores, los resultados de las investigaciones no han sido concluyentes. Por ejemplo, Gorman y Sahlman (1989) y Sapienza (1992) resaltan que el monitoreo más intenso ocurre en empresas en su etapa temprana de crecimiento, mientras que MacMillan et al. (1989) y Elango, Fried, Hisrich y Polonchek (1995) encuentran que no existe una relación directa entre la etapa de desarrollo de la empresa y la intensidad de la participación del capitalista de riesgo en ella. En cualquier caso, se destaca que el propósito del monitoreo es reducir el riesgo de agencia y el del negocio.

El monitoreo del desempeño de la empresa permite identificar variaciones de acuerdo al plan, y los controles permiten corregir dichas variaciones. Son varios los controles con los que cuenta el capitalista de riesgo para corregir el desempeño de la empresa. En un caso extremo, el capitalista de riesgo puede reemplazar al emprendedor como director general de la empresa. La decisión de cambiar al director general, que en la mayoría de los casos significa quitarle al emprendedor su papel de líder en la empresa, es considerada como una de las últimas decisiones que toma el capitalista de riesgo para tratar de corregir el desempeño de la empresa, y sin embargo esta decisión se toma con relativa frecuencia.

Gorman y Sahlman (1989) destacan que el capitalista de riesgo despide a tres

de los directores generales de las empresas de su portafolio en promedio, lo que representa cerca de la mitad de los directores generales con los que trabaja. Para Lerner (1995), un aumento en la participación del capitalista de riesgo en el consejo de administración de la empresa significa que se acerca un cambio de director general. El despido del emprendedor como director general de la empresa afecta la relación capitalista de riesgo – emprendedor, ya que en vez de que el capitalista de riesgo canalice sus contribuciones a la empresa a través del emprendedor ahora lo hace a través de un nuevo director general.

Finalmente, otro control con el que cuenta el capitalista de riesgo para corregir el desempeño de la empresa es la realización escalonada de sus inversiones. El capitalista de riesgo le va canalizando recursos a la empresa conforme la empresa va alcanzando sus metas. Mientras la empresa logre sus metas, el capitalista de riesgo le continúa canalizando recursos hasta otorgarle la totalidad de la inversión acordada. Sahlman (1990) destaca que el financiamiento por etapas es el mecanismo de control más poderoso que puede emplear el capitalista de riesgo. Este financiamiento parcial le da la opción al capitalista de riesgo de abandonar su esfuerzo si no puede despejar las incertidumbres asociadas al crecimiento de la empresa, y al emprendedor le ofrece la opción de levantar capital a una mayor valuación de la empresa. El autor resalta que mientras más corto sea el tiempo entre las infusiones de capital más riguroso es el monitoreo del progreso del trabajo del emprendedor.

### **1.6. Resultados del Valor Agregado**

El resultado último del capital de riesgo es de naturaleza financiera, ya que el capitalista de riesgo busca obtener un rendimiento por el dinero de sus inversionistas. Este rendimiento financiero sobre la inversión se da cuando se materializa la salida de

la inversión de la empresa. Sólo si el capitalista de riesgo logra vender su participación accionaria en la empresa, podrá aspirar a lograr un rendimiento por su inversión. El capitalista de riesgo habrá conseguido un rendimiento después de la desinversión de sus empresas del portafolio, si el monto obtenido por la venta de sus acciones excede la inversión inicial más los gastos de administración del fondo.

Black y Gilson (1998, p.136) destacan cinco maneras que tiene el capitalista de riesgo para retirar su inversión de la empresa: colocando a la empresa en Bolsa, vendiendo la empresa a un tercero, vendiendo su participación accionaria a un tercero, que los accionistas existentes compren su participación accionaria, o mediante la liquidación de la empresa. De estas cinco posibilidades de salida, la más estudiada por la disponibilidad de información es la colocación de la empresa en Bolsa como se analiza en Busenitz, Fiet y Moesel (2005), Dimov y Shepherd (2005), Dolvin y Pyles (2006), Campbell y Frye (2006), y Hamdouni (2011). En México, para los capitalistas de riesgo entrevistados, la venta de la empresa a un tercero es la forma de salida más usada.

El desempeño financiero del capital de riesgo se mide considerando a la industria del capital de riesgo como un todo, analizando un fondo de capital de riesgo en particular, o analizando cada una de las inversiones de capital de riesgo en las empresas. A nivel industria, Kaplan y Schoar (2005) concluyen que el desempeño agregado de los fondos de capital de riesgo no es distinto al del mercado accionario, aunque resaltan que existen grandes diferencias de desempeño entre los fondos de la muestra. Los autores también encuentran que el desempeño del capitalista de riesgo es más o menos el mismo en cada uno de los fondos que crea, que el desempeño de los fondos a nivel industria es cíclico, y que los capitalistas de riesgo con experiencia

son menos sensibles a estos ciclos que los nuevos capitalistas de riesgo.

Lantz y Sahut (2009) resaltan que el capitalista de riesgo que participa de forma activa en la empresa es mejor valuado a la salida de la inversión en una oferta pública inicial que el capitalista de riesgo que no se involucra en el desarrollo del negocio. Además, Brophy y Gunther (1988) concluyen que el capitalista de riesgo cuyo fondo cotiza sus acciones en Bolsa obtiene rendimientos superiores a los del mercado accionario, y destacan que a pesar de que la inversión de capital de riesgo en una empresa es riesgosa, el capitalista de riesgo disminuye dichos riesgos invirtiendo en varias empresas al mismo tiempo. Se infiere con esto que el capitalista de riesgo proporciona un valor agregado a la empresa que financia al reducir el riesgo asociado a la oportunidad de inversión.

También, para evaluar el desempeño financiero del capital de riesgo, se contrastan los resultados de empresas financiadas con capital de riesgo con los de empresas que no recibieron este tipo de financiamiento. Barry, Muscarella, Peavy y Vetsuypens (1990), Lerner (1994), Brav y Gompers (1997), y Wang y Zhou (2004) muestran que en general las empresas financiadas con capital de riesgo tienen mejor desempeño que las que no son financiadas con este recurso. Campbell y Frye (2006) llegan a conclusiones similares, sin embargo encuentran diferencias de desempeño en el largo plazo cuando toman en cuenta el tamaño de sus consejos de administración, la proporción de socios institucionales, y el número de analistas que siguen el desarrollo de la empresa.

En lo que respecta al desempeño financiero del capital de riesgo a nivel empresa, Manigart, Waele, Wright, Robbie y Desbrie (2002) encuentran que el capitalista de riesgo que invierte en empresas que se encuentran en sus etapas

tempranas de crecimiento, demandan rendimientos por su inversión significativamente superiores a los que se requieren para etapas de desarrollo posteriores. Los autores también destacan que el capitalista de riesgo independiente es el que requiere un mayor rendimiento por su inversión. En general, una mayor participación del capitalista de riesgo en la empresa, un menor periodo de permanencia de la inversión en la empresa, y una cercanía del capitalista de riesgo a sus inversiones, resultan en mayores rendimientos. Por último, el capitalista de riesgo que realiza inversiones diversificadas demanda un mayor rendimiento que el capitalista de riesgo que se especializa en un solo tipo de inversión (Gompers, Kovner y Lerner, 2009).

Por otro lado, para conocer las diferencias del desempeño financiero del capital de riesgo en diferentes países, el estudio de Hege, Palomino, y Schwienbacher (2003) reporta que los capitalistas de riesgo en Estados Unidos generan significativamente más valor que sus contrapartes en Europa, y lo atribuyen a diferencias en las cláusulas contractuales y a una mayor capacidad de los capitalistas de riesgo para seleccionar oportunidades de inversión. Años más tarde, Hege et al. (2009) confirman lo anterior y agregan que las diferencias de desempeño del capital de riesgo entre Estados Unidos y en Europa se deben también a diferencias asociadas al financiamiento por etapas y a la sindicación de las inversiones.

Además de analizar el desempeño del capitalista de riesgo desde la óptica financiera, se estudia desde otras dimensiones. La participación activa del capitalista de riesgo en la empresa está directamente relacionada con el desempeño del negocio. Por ejemplo, Sapienza (1992) y Sapienza y Gupta (1994) demuestran que existe una alta correlación entre el valor agregado percibido por el emprendedor y el desempeño

de la empresa. De ahí que, en general, los beneficios del capital de riesgo para la empresa estén relacionados, en una primera instancia, con la participación activa del capitalista de riesgo en el crecimiento de la empresa. Sin embargo, a estos beneficios se les considera como resultados intermedios del capital de riesgo, ya que los resultados últimos son de naturaleza financiera porque el capitalista de riesgo busca obtener un rendimiento por el dinero de sus inversionistas.

También, las contribuciones del capitalista de riesgo se relacionan con desarrollos innovadores. Una forma diferente de medir el impacto del valor agregado del capitalista de riesgo en las empresas que financia es desde la perspectiva de la innovación que produce el capital de riesgo. Kortum y Lerner (2000) examinan la influencia del capital de riesgo en el número de patentes generadas en los Estados Unidos, y encuentran que un incremento del capital de riesgo en una industria dada ocasiona un aumento considerable en la tasa de registros de patentes en dicha industria.

Hasta aquí se destacan aspectos de las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a las empresas que financia. Se trata de un nuevo tipo de financiamiento con capital poco conocido en México que se usa para apoyar el desarrollo de un tipo particular de empresa. El éxito del financiamiento depende de la participación activa del financiero en el desarrollo de la empresa. La decisión de inversión por parte del capitalista de riesgo es compleja ya que no sólo analiza el atractivo de la oportunidad de inversión sino la idoneidad del emprendedor y de su equipo de trabajo. Además, el capitalista de riesgo desarrolla una relación personal con el emprendedor que regula el valor agregado del capitalista de riesgo a la empresa. El capitalista de riesgo interviene en el crecimiento de la empresa de muchas maneras y ejerce control sobre

ella según lo estipulado en el contrato financiero que firma con el emprendedor. Por último, los resultados del capital de riesgo se reconocen finalmente a la salida de la inversión de la empresa.

Por lo anterior es importante estudiar los aspectos y retos que afectan a los capitalistas de riesgo y a los emprendedores en su práctica de crecer empresas, volverlas rentables, venderlas, y obtener una ganancia por ello. ¿Cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia en su relación con el emprendedor de empresas jóvenes de alto impacto?, ¿qué recursos del capitalista de riesgo se canalizan a la empresa para agregarle valor?, cuáles son los mecanismos con los que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia?, ¿qué factores inciden sobre estos mecanismos que determinan finalmente el valor agregado a la empresa?. Se hace indispensable obtener un entendimiento de la contribución del capitalista de riesgo a la empresa que financia en México, y de la relación del capitalista de riesgo con el emprendedor para el desarrollo de la empresa.

## **2. MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL**

En este capítulo se destaca primero el proceso empleado para identificar en la literatura del capital de riesgo las teorías más relevantes para la presente investigación, y describe a continuación aquellas referidas con mayor frecuencia para explicar las contribuciones de valor que realiza el capitalista de riesgo a la empresa donde invierte. Las teorías analizadas provienen de una variedad de disciplinas como la administración, las finanzas, y la economía, y se emplean para explicar temas de la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. El capítulo concluye destacando que ninguna de estas teorías explica de forma integral el valor agregado del capitalista de riesgo, su naturaleza, la forma en que se transmite dicho valor a la empresa, los factores que afectan a la transferencia de valor, y los temas y retos que influyen en la relación capitalista de riesgo – emprendedor. Por último, en el capítulo se enfatiza la necesidad de contar con una teoría descriptiva del valor agregado del capitalista de riesgo que surja del estudio cercano del fenómeno.

### **2.1. Punto de Partida Teórico**

El desarrollo del marco teórico en una investigación supone que el investigador realiza una revisión literaria sobre el tema de estudio para proponer la teoría desde la cual pretende interpretar la realidad. En contraste, en la teoría fundamentada el investigador realiza una revisión literaria para recolectar datos que le permitan sustentar la teoría sustantiva que emane del análisis de los datos de los participantes en la investigación.

En las investigaciones que se realizan con la metodología de la teoría fundamentada existe un debate relativo al momento y a la profundidad con la que el investigador debe enterarse sobre el fenómeno a estudiar. Por un lado, Glaser y

Strauss (1967, p.37) señalan que no se realice revisión literaria alguna en el área sustantiva ni en las áreas relacionadas con el estudio, mientras que por el otro lado, Glaser (1992) insta a que se realice un repaso literario desde el comienzo de la investigación, aunque sugiere que se haga fuera del tópico a estudiar. Además, Charmaz (2006, p.165) sugiere que se retrase la revisión literaria en una investigación para evitar importar ideas preconcebidas al estudio que puedan imponerse en la investigación.

En la discusión moderna sobre la revisión literaria en la teoría fundamentada no se plantea que ésta deba realizarse o no sino que cuándo es el momento apropiado para tener contacto con el conocimiento existente sobre la materia de estudio. En esta investigación, el investigador realiza una revisión literaria temprana que le permite desarrollar una base conceptual convincente para realizar el estudio, conocer cómo se ha estudiado el fenómeno en cuestión, y contextualizar la investigación. El investigador conserva el contacto con la literatura durante toda la investigación.

La revisión literaria que se realiza en esta investigación toma en cuenta el marco propuesto por Landström (2007, p.70). El autor propone el uso de tres niveles de análisis para clasificar las investigaciones que se han realizado sobre el capital de riesgo a la fecha: la etapa del ciclo de financiamiento, el tipo de capitalista de riesgo, y la perspectiva del análisis, si es una apreciación del capitalista de riesgo o del emprendedor. La postura que toma el investigador para realizar la revisión literaria es considerar todas las etapas del ciclo de financiamiento con capital de riesgo, con excepción de la primera en la que el emprendedor no está relacionado todavía con el capitalista de riesgo, adoptar la perspectiva del capitalista de riesgo y la del emprendedor al mismo tiempo, y considerar al capital de riesgo independiente.

La revisión literaria toma en cuenta principalmente referencias en inglés, ya que los estudios sobre el capital de riesgo en México son escasos, la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor no ha sido estudiada en el país, y la industria de capital de riesgo más grande y más estudiada en el mundo es la de los Estados Unidos. Existen infinidad de artículos en inglés que tratan sobre el capital de riesgo, *venture capital*, por lo que se definieron criterios de selección que permitieron identificar las referencias más relevantes para el estudio. Se identificaron contenido, notas, y bibliografía de los libros *Venture Capital* (Wright, Busenitz y Sapienza, 2003), *The Venture Capital Cycle* (Gompers y Lerner; 2006), y *Handbook of Research on Venture Capital* (Landström, 2007).

Además, se identificaron contenido, notas, y referencias de los artículos conocidos por el autor sobre el capital de riesgo. Se buscó en la base de datos EBSCO Business Source Premier y Google Scholar artículos relevantes con las palabras *venture capital*, *venture capitalist*, y *value-added*. Por último, se examinaron los artículos relevantes citados por cualquiera de los artículos identificados en los pasos anteriores. La revisión cubre desde el artículo escrito por Tyebjee y Bruno (1984), considerado como el estudio que detona el análisis formal del financiamiento con capital de riesgo, hasta el artículo elaborado por Da Rin, Hellmann y Puri (2011).

De esta manera se identifican siete enfoques teóricos relevantes que clarifican las aportaciones de la presente investigación a la explicación del fenómeno. La teoría de agencia, la teoría de la asimetría de información, y la teoría contractual financiera que suponen un comportamiento oportunista del capitalista de riesgo y del emprendedor. La teoría de la justicia procedimental y la teoría de juegos basadas en

la colaboración de las partes. La teoría del capital social con la perspectiva organizacional, y, finalmente, la teoría del capital humano como una visión económica agregada del ser humano actuando en una economía. El Apéndice D incluye las referencias de las teorías estudiadas.

## **2.2. Agencia, Asimetría de Información, y Contratación Financiera**

La teoría de la agencia es el enfoque teórico dominante para explicar las condiciones en las que se llevan a cabo las inversiones con capital de riesgo. Para Jensen y Meckling (1976), la relación de agencia se define como un contrato en el que una persona, el principal, involucra a otra persona, el agente, para que el agente lleve a cabo algún servicio en representación del principal que involucra el que el principal delegue al agente alguna autoridad para la toma de decisiones. Los autores resaltan también que si ambas partes en esta relación buscan maximizar sus beneficios, el agente no siempre actuará según los intereses del principal. Por otra parte, Eisenhardt (1989) resalta la importancia de estudiar la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor usando la teoría de agencia por tratarse de una estructura de participación.

La preocupación central de la teoría de agencia es que la separación de la propiedad y del control entre el principal y el agente resulte en oportunismo. Este oportunismo se traduce en dos tipos de riesgos para el capitalista de riesgo denominados selección adversa y peligro moral (Eisenhardt, 1989). Éstos inciden directamente sobre la relación capitalista de riesgo – emprendedor y sobre las contribuciones del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa. La selección adversa resulta cuando el emprendedor, el agente, desconoce de su verdadera capacidad para realizar un trabajo, tergiversa sus habilidades de forma deliberada

frente al capitalista de riesgo, el principal, para que sea seleccionado por este último (Amit, Glosten, y Muller, 1990). Esta asimetría de información le dificulta al capitalista de riesgo la selección de una inversión. El capitalista de riesgo iniciará una relación con el emprendedor sólo si puede identificar en su trato inicial con el emprendedor elementos como la confianza, la transparencia, la justicia, y el respeto.

Por otro lado, el peligro moral resulta cuando el agente elude sus responsabilidades y busca maximizar sus propios intereses en lugar de los del principal. Lo anterior ocurre porque el principal no puede observar el comportamiento del agente en todo momento. Para Reid y Smith (2002), una vez que se realiza la inversión, el emprendedor motivado por su deseo de llevar una vida fácil y de privilegios está tentando a transferir todo el riesgo del proyecto al capitalista de riesgo. El peligro moral se reduce cuando el capitalista de riesgo participa de forma activa en el seguimiento de su inversión (Barry et al., 1990; Lerner, 1995).

En el contexto del capital de riesgo, la teoría de agencia se ha usado para analizar problemas principal - agente en las que generalmente el agente es el emprendedor. Por ejemplo, Sapienza y Gupta (1994) concluyen que la frecuencia de interacción entre el capitalista de riesgo y el emprendedor depende de la congruencia de objetivos entre las partes, de la experiencia del emprendedor con la gestión de nuevas empresas, de la etapa de desarrollo de la empresa, y del grado de innovación tecnológica que se busca. Concluyen además que el porcentaje de participación accionaria del emprendedor y el de su equipo de trabajo no impacta la frecuencia de interacción con el capitalista de riesgo. Por otra parte, Gompers (1995) reporta que mientras más diferentes sean las informaciones entre el capitalista de riesgo y el

emprendedor más frecuente será el monitoreo y el control por parte del capitalista de riesgo.

En otras ocasiones, sin embargo, al capitalista de riesgo se le considera el agente en su relación con el emprendedor. Para Smith (1998), el capitalista de riesgo puede enfocar sus esfuerzos a otras empresas y no a la del emprendedor en cuestión. Lo anterior porque el capitalista de riesgo divide su tiempo entre varias empresas de su portafolio a la vez. Por otro lado, el emprendedor enfrenta costos de agencia importantes al contratar al capitalista de riesgo como proveedor de valor agregado, ya que los contratos de inversión no contienen cláusulas que lo protejan del oportunismo e incompetencia del capitalista de riesgo.

Finalmente, para mitigar los problemas de agencia, el capitalista de riesgo diseña contratos financieros para poderle dar seguimiento a su inversión. Los contratos de inversión tienen como objetivo alinear los intereses de las partes (Kaplan y Strömberg, 2003; Gompers, 1996), y contienen una estructura de compensación para el emprendedor sujeta a que cumpla con ciertas metas. Los capitalistas de riesgo monitorean de cerca las actividades de la empresa participando formalmente en su consejo de administración (Rosenstein, 1988; Rosenstein et al., 1993), y de manera informal a través de contactos personales con el emprendedor, por teléfono, y por correo electrónico (Gompers 1995).

Por otro lado, en la mayoría de las relaciones de agencia existen asimetrías de información que resultan porque una de las partes en una transacción tiene más o mejor información acerca de la transacción que la otra (Mattsson, 2002). Lo que supone que aquellos mejor informados tomarán mejores decisiones en detrimento de los menos informados, quienes con seguridad sufrirán pérdidas, deteriorando su

relación. Chan (1983) concluye que los capitalistas de riesgo tienen capacidades especiales para aliviar los problemas causados por la asimetría de información, y Lerner (1995) destaca que el capitalista de riesgo tiene una ventaja comparativa con respecto a otros tipos de inversionistas porque conoce cómo seleccionar buenos proyectos y porque tiene la capacidad de reducir asimetrías de información. Por otro lado, Amit, Brander y Zott (1998) destacan que los capitalistas de riesgo reducen la falla de mercado que consiste en que proyectos buenos no sean financiados o que lo sean de una manera insuficiente. Por último, Wasserman (1999) señala que el capitalista de riesgo tiene tres maneras de reducir las asimetrías de información con el emprendedor: realizar auditorías rigurosas, participar activamente en el desarrollo de la empresa, y monitorear con frecuencia su desempeño.

Otras formas en las que el capitalista de riesgo reduce las asimetrías de información incluye el diseño del contrato financiero y la realización de inversiones conjuntas con otros capitalistas de riesgo, llamadas inversiones sindicadas (Lerner, 1994). La negociación del contrato y los acuerdos alcanzados afectan la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor si las partes perciben que el procedimiento para la toma de decisiones en la empresa no es justo. Por otro lado, Gompers y Lerner (2001) advierten la posibilidad de que las negociaciones de inversión en mercados sin competencia resulten en contratos ineficientes que beneficien de manera desigual al capitalista de riesgo y al emprendedor, lo que puede deteriorar su relación.

Ahora bien, si las partes comparten información, la relación capitalista de riesgo – emprendedor se beneficia. Mantell (2009) señala que el emprendedor puede reducir los riesgos que enfrenta al buscar financiar su proyecto con capital de riesgo

si conoce de antemano las preferencias riesgo - rendimiento del capitalista de riesgo. De la misma manera el capitalista de riesgo puede disminuir los riesgos de inversión si el emprendedor le comunica de forma clara y transparente las bondades y los riesgos de la oportunidad de inversión que le presenta. Por otro lado, los avances tecnológicos han ayudado a disminuir las asimetrías de información en el financiamiento con capital del riesgo. Smith (1998) concluye que la disponibilidad inmediata de información en Internet fortalece la reputación del capitalista de riesgo, reduce costos de agencia para los emprendedores, y motiva el desarrollo de contratos financieros innovadores.

También, la capacidad del capitalista de riesgo para reducir asimetrías de información se hace evidente cuando busca colocar una de sus empresas en Bolsa. El capitalista de riesgo mitiga las asimetrías de información apoyándose en su reputación y en su red de contactos, lo que reduce el costo de oportunidad de convertir a una empresa en una empresa pública. Por ejemplo, Megginson y Weiss (1991), Hamao, Packer y Ritter (2000), y Davila, Foster y Gupta (2003) encuentran una relación directa entre la reputación del capitalista de riesgo y la valuación de la empresa en un proceso de oferta pública inicial. Además, Cannice y Goldberg (2009) reportan que el conocimiento que tiene el capitalista de riesgo de la empresa y la promoción que realiza de ella ante compradores potenciales para colocarla en Bolsa tienen una relación directa con el monto total de la oferta pública inicial. Por último, Cumming y MacIntosh (2003) reportan que la participación del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa mitiga las asimetrías de información e influye en la forma de salida de la inversión. Los autores demuestran que mientras más asimétrica sea la información entre el vendedor y el comprador, mayor es la necesidad de enviar

una señal de calidad realizando una salida parcial.

Por último, Utset (2002) argumenta que la asimetría de información no debe estudiarse como una desventaja exclusiva para el capitalista de riesgo, como se trata en la mayoría de los artículos sobre el tema, sino que debe analizarse también como una desventaja para el emprendedor. El emprendedor desconoce comúnmente el ciclo completo del financiamiento con capital de riesgo y no cuenta con información suficiente para conocer al capitalista de riesgo, lo que ocasiona que el emprendedor no pueda evaluar de forma apropiada los contratos financieros que negocia con el capitalista de riesgo. Lo anterior puede resultar en un deterioro temprano de su relación con el capitalista de riesgo.

Finalmente, el contrato financiero es un acuerdo económico. El contrato financiero busca mitigar los conflictos de interés que pudieran surgir entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Hart (2001) describe la teoría contractual financiera como la teoría sobre la clase de acuerdos que se realiza entre el financiero y el que recibe el financiamiento. En el financiamiento con capital de riesgo existen dos tipos de contratos financieros: el primero, entre el que proporciona los recursos que se invierten en las empresas, el inversionista, y el que busca producir que estos recursos produzcan rendimientos financieros al invertirlos en empresas, el capitalista de riesgo; y el segundo, entre el capitalista de riesgo y la empresa que recibe el dinero para financiar su proyecto. Sólo este último contrato tiene implicaciones con el tema que se estudia en esta investigación.

Los contratos financieros en la industria de capital de riesgo son de largo plazo, a diferencia de los contratos de corto plazo que son difíciles de cumplir y que representan un alto costo. Para Sahlman (1987) el contrato financiero es imperfecto,

se requiere de experiencia para poderlo acordar, y se le considera como un ente complejo. Su contenido lo determina la necesidad de monitorear y controlar la inversión, y la relación oferta-demanda imperante en la industria del capital de riesgo (Gompers y Lerner, 1996). Su costo, por otro lado, depende de las restricciones que se negocien y de la vigilancia requerida para que éstas se cumplan. El contrato financiero tendrá más restricciones si las exigencias del capitalista de riesgo y las del emprendedor disminuyen los costos de monitoreo, o si se obtienen más beneficios de dichas restricciones.

Ya que el contrato es la unidad de análisis que gobierna la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, la teoría contractual financiera busca definir el contrato más eficiente. Admati y Pfleiderer (1994) y Wang y Zhou (2004) sugieren las características que deben tener los contratos financieros para atenuar los problemas de agencia y de asimetría de información. Un contrato bien diseñado puede hacer que el capitalista de riesgo y el emprendedor trabajen juntos para buscar alcanzar las metas de crecimiento de la empresa, viendo por el bien común y no por intereses personales. Además, Kaplan y Strömberg (2004) reportan que los temas que con mas frecuencia se negocian entre capitalistas de riesgo y emprendedores son el valor de la empresa, la distribución de los derechos de las partes sobre los flujos de efectivo de la empresa, la composición del consejo de administración, los derechos de veto, los derechos de liquidación, las cláusulas de no competencia, y las cláusulas que dificultan la salida del emprendedor de la empresa. Los autores destacan que estos derechos se asignan a las partes según el desempeño financiero y operativo de la empresa.

Finalmente, Hellmann (1998) concluye que mientras menor sea la

participación accionaria del emprendedor y más limitados sus recursos, mayor es el control que ejerce el capitalista de riesgo sobre la empresa. Además, mientras menos apto como directivo sea el emprendedor, mayor es el control que desempeña el capitalista de riesgo. También, mientras mayor sea la calidad del equipo directivo de la empresa, menor es el control que practica el capitalista de riesgo sobre la empresa. El capitalista de riesgo considera estos aspectos al diseñar el contrato financiero con el emprendedor.

### **2.3. Justicia Procedimental y Teoría de Juegos**

Dos de las teorías recientes más usadas para explicar la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor son la teoría de la justicia procedimental y la teoría de juegos. Teorías que se basan en la colaboración del capitalista de riesgo y el emprendedor, y no en un comportamiento oportunista de las partes como en la teoría de agencia. La teoría de la justicia procedimental se refiere a que los individuos reaccionan de una forma más favorable cuando sienten que se ha seguido un proceso justo para tomar una decisión, independientemente de la decisión tomada (Lehtonen, Rantanen y Seppala, 2004). Esta teoría considera una relación de confianza entre las partes más que una de beneficios personales como en el caso de la teoría de agencia.

No sólo es necesario que el capitalista de riesgo y el emprendedor posean los conocimientos y experiencias necesarias para agregarle valor a la empresa, sino que los esfuerzos de las partes estén sustentados en sentimientos recíprocos de justicia, confianza y empatía. La lógica de la justicia procedimental sugiere que cuando el emprendedor es tratado por el capitalista de riesgo de una manera procedimentalmente justa, como sucede cuando el capitalista de riesgo respeta las opiniones y habilidades del emprendedor, el emprendedor ofrece su mejor esfuerzo

para el desarrollo de la empresa.

Finalmente, Sapienza y Korsgaard (1996) señalan que el deseo de una persona de compartir información y de informar de manera oportuna, envía una señal de apertura y honestidad, promueve una relación positiva entre las partes, y contribuye al desarrollo de la empresa. Busenitz, Fiet, y Moesel (2004) encuentran que las intervenciones de justicia procedimental tienen una asociación positiva con el desempeño de la empresa. Además, Busenitz, Moesel, Fiet y Barney (1998) concluyen que mientras más justa se perciba la relación con el capitalista de riesgo, el emprendedor es más receptivo a sus consejos y mejores son las posibilidades de un buen desempeño de la empresa. Por último, De Clercq, Dimov, y Thongpapanl (2010) sugieren que se puede mejorar la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor si se promueve el intercambio eficiente de información y si se establecen procesos que aseguren justicia. Por tanto, la percepción de justicia en la toma de decisiones fomenta una buena relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor que contribuye al desarrollo de la empresa.

Por otro lado, la teoría de juegos estudia los problemas de decisión entre jugadores (Metrick, 2007). Cable y Shane (1997) destacan que la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor puede entenderse mejor si se estudia desde la perspectiva del conocido problema del prisionero, en lugar de considerarla como una relación principal – agente. La agencia supone que las partes de una relación se comportan exclusivamente buscando un interés personal y oportunista, mientras que la teoría de juegos reconoce la importancia de establecer relaciones sociales sólidas.

Con un modelo de teoría de juegos, Fairchild (2010) demuestra que un aumento en las normas de justicia social induce al capitalista de riesgo a ofrecer una mayor

participación accionaria al emprendedor, que a su vez induce al emprendedor a realizar un mayor esfuerzo, lo que mejora el desempeño de la empresa. Alvarez y Busenitz (2001) destacan que la teoría de juegos explica los motivos por los que los socios colaboran y no escatiman esfuerzos para desarrollar y mantener una buena relación entre ellos. Por último, Sapienza, Koorsgaard, y Forbes (2003) demuestran que los motivos de autodeterminación del emprendedor influyen en sus decisiones de financiamiento, por lo que deben tomarse en cuenta en las negociaciones con el capitalista de riesgo. Así, la colaboración entre el capitalista de riesgo y el emprendedor parece fundamental para poder lograr el desarrollo de la empresa.

#### **2.4. Capital Social**

La teoría del capital social trata sobre los beneficios que uno puede obtener al participar en redes sociales, y cómo uno construye relaciones sociales de forma deliberada con el objetivo de obtener beneficios (Bourdieu, 1986). El capital social es estructuralmente muy diverso e incorpora a empresas y a profesionistas, como abogados, contadores, y asesores financieros. El capital social es un elemento que distingue a los capitalistas de riesgo y, como tal, se puede usar para atraer proyectos de inversión que representen las mejores oportunidades, y para transformar estas oportunidades en casos de éxito. En contraste, el capital social de un emprendedor se especializa en un sólo dominio y tiene contactos exclusivamente en dicho dominio.

El capital social permite el acceso al conocimiento y a más recursos, influye sobre otros, y permite que el capitalista de riesgo y la empresa reciban un trato preferencial. Participantes en la industria del capital de riesgo afirman que el principal rasgo de un capitalista de riesgo exitoso es su red de contactos, y su habilidad para aprovechar dichos contactos para beneficio de la empresa que financia.

Alexy, Block, Sandner y Ter Wal (2011) concluyen que las redes sociales del capitalista de riesgo permiten a las empresas identificar oportunidades de negocio.

Por otro lado, el capital social tiene un costo y lleva tiempo desarrollar redes de contacto. Los costos para desarrollar y mantener una red de contactos pueden ser significativos. Uno de estos costos es el del pensamiento en grupo que restringe el flujo de información entre distintas fuentes y que ocasiona que se pierdan nuevas oportunidades de negocio (Kraabel, 2006). El mismo autor señala que otro de los costos se incurre cuando una empresa se incrusta de forma excesiva en su entorno, y dicho entorno cambia rápidamente.

Finalmente, el capital social tiene un alcance geográfico. Los capitalistas de riesgo buscan aliarse con socios locales cuando toman decisiones de invertir en otras regiones. Kraabel (2006) señala que los capitalistas de riesgo limitan la ubicación de las empresas donde invierten según el alcance de su red de contactos, porque es ahí donde conocen las motivaciones de los principales actores, las relaciones entre gente influyente, y la política local.

## **2.5. Capital Humano**

La última teoría analizada en esta investigación sobre la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor es la teoría del capital humano que según Dimov y Shepherd (2005) representa los conocimientos y las habilidades que una persona lleva a una organización. Los autores subrayan que el capital humano se desarrolla a través de la educación y las experiencias personales, y que contribuye al conocimiento explícito y tácito de la empresa. Los autores dividen al capital humano en común y en específico. El capital humano común es función de la educación y las experiencias generales, y el capital humano específico está formado por la educación

y las experiencias propias sobre una actividad específica. La teoría del capital humano plantea que mientras mayor sea el capital humano de una persona o mientras mayor calidad tenga, mejor desempeño tiene en la ejecución de tareas relevantes como las que se realizan los capitalistas de riesgo y los emprendedores antes y después de una inversión de capital de riesgo.

Dimov y Shepherd (2005) señalan que sólo ciertos aspectos del capital humano contribuyen a algunas pero no a todas las dimensiones de desempeño. De ahí la importancia de entender qué factores humanos producen inversiones exitosas y cuáles generan inversiones fallidas, para entonces poder integrar al equipo de trabajo ideal para mejorar el desempeño de la empresa. Los autores sugieren que el emprendedor que busca capital de riesgo examine el capital humano del capitalista de riesgo para valorar sus posibles contribuciones al desarrollo de la empresa.

Finalmente, Knockaert, Lockett, Clarysse y Wright (2006) examinan la relación entre el capital humano y las contribuciones que realiza el capitalista de riesgo para desarrollar empresas jóvenes de alto impacto, y concluyen que ciertos aspectos del capital humano, como la experiencia en consultoría y la experiencia emprendedora del capitalista de riesgo contribuyen a una mayor participación del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa.

Hasta aquí se presentan las teorías consideradas relevantes para el estudio de la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. La revisión literaria hace evidente que ninguna de las teorías en la literatura explica de forma general y completa el trabajo conjunto que realiza el capitalista de riesgo y el emprendedor para desarrollar una empresa. La presente investigación desarrolla una teoría sustantiva que explica el fenómeno estudiado a partir de las informaciones proporcionadas por

los participantes en el estudio, y refleja el entendimiento del problema de investigación.

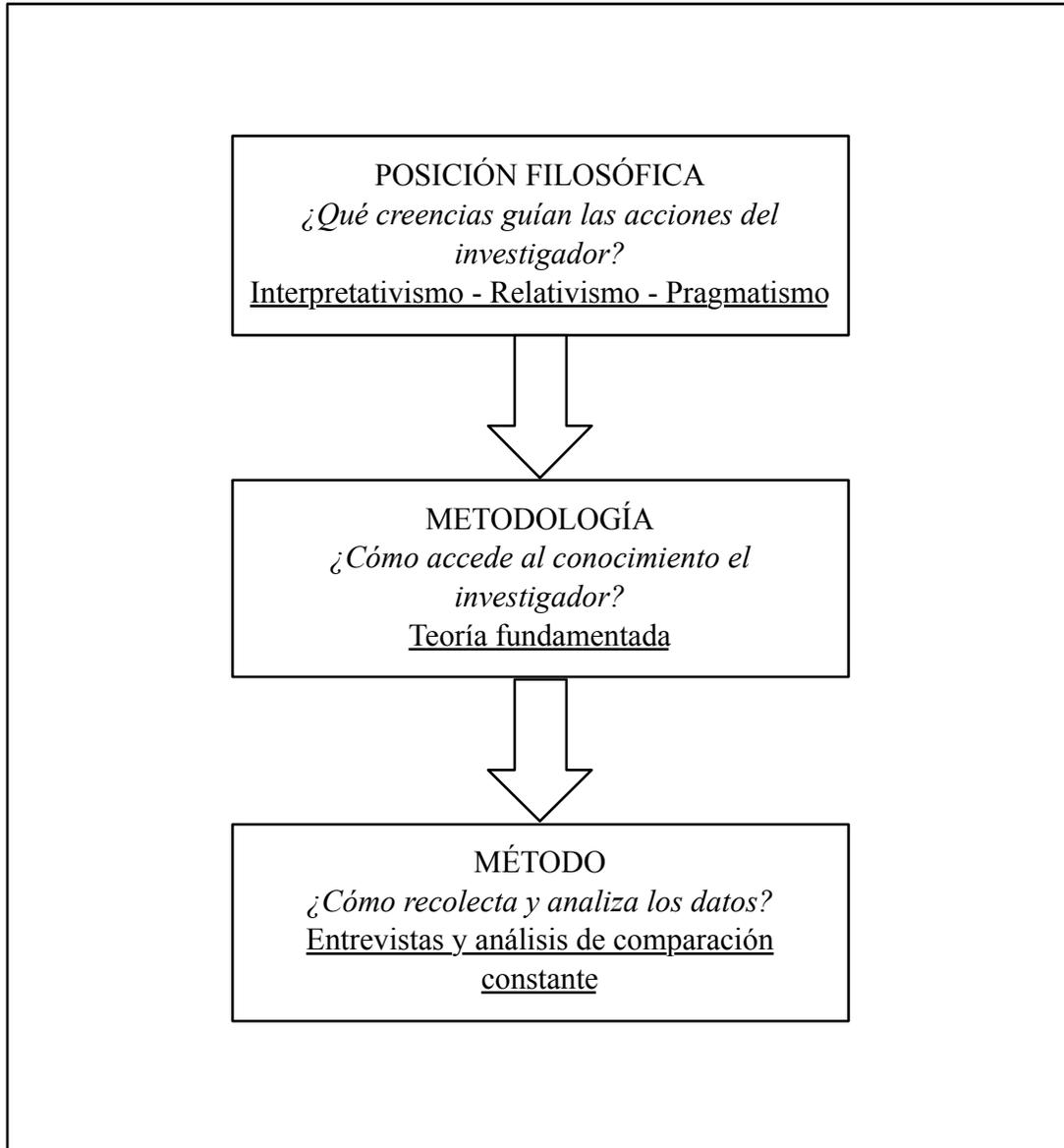
### **3. METODOLOGÍA**

En este capítulo se desarrolla una descripción general de la teoría fundamentada, que es la metodología seleccionada para realizar la presente investigación cualitativa. La descripción de la teoría fundamentada comienza con una discusión del paradigma de la investigación y de los aspectos filosóficos alrededor de la metodología, y enseguida se formula la teoría fundamentada clásica según Glaser y Strauss (1967). Se procede a continuación a explicar el método usado en la investigación basado en el análisis de comparación constante, y se explican las técnicas de análisis usadas en la investigación. Por último, en este capítulo se describe la forma en que se recolectan los datos, destacándose la muestra usada en la investigación, el reclutamiento de los participantes, las guías de entrevista, el papel del investigador, y la confidencialidad de los datos proporcionados por los participantes.

#### **3.1. Diseño de la Investigación**

Para el diseño de la presente investigación se tomaron en cuenta los tres componentes de diseño definidos por Birks y Mills (2011, p.4) que consideran la posición filosófica del investigador que guía su accionar en el desarrollo de la investigación, la metodología con la que el investigador accede al conocimiento en el estudio, y el método que usa el investigador para recolectar y analizar los datos. La Figura 3.1 resume de forma esquemática el diseño de la investigación.

Figura 3.1. Diseño de la investigación.



Fuente: Elaboración propia, adaptado de Birks y Mills (2011, p.4)

La investigación comienza en un nivel filosófico en el que el investigador hace uso de un conjunto de creencias básicas, o visión del mundo, para comenzar a diseñar su estudio. Esta visión del mundo, que el investigador adquiere con el tiempo de forma sutil y sin reflexión consiente, incluye lo que el investigador piensa es la naturaleza del mundo, el lugar del individuo en el mundo, y las posibles relaciones

del individuo con el mundo (Guba y Lincoln, 1989). Una visión del mundo es una filosofía de vida o una manera de ver la realidad, le da significado a nuestras experiencias y proporciona un marco de actuación para la toma de decisiones importantes. Esta visión del mundo le dicta al investigador la naturaleza de la investigación en la que se involucra.

La posición filosófica que guía la acción de la investigación engloba premisas ontológicas, epistemológicas y de perspectivas teóricas (Guba, 1990). Estas premisas representan la posición desde donde el investigador observa e informa el estudio del mundo. La ontología es la naturaleza de la realidad y en esta investigación la postura que adopta el investigador es alrededor del interpretativismo y del relativismo. La perspectiva interpretativista tiene como rasgo principal que se centra en el actor social y busca comprender su punto de vista. En esta investigación, el investigador pone en el centro de la escena al participante y usa sus palabras como evidencia para el desarrollo de la teoría. Por otro lado, el enfoque relativista establece que existen múltiples y subjetivas realidades percibidas por los participantes en el estudio. Estas realidades son de naturaleza local y específicas de los individuos o de los grupos que sostienen estas construcciones (Denzin y Lincoln, 2000). En esta investigación se recogieron las palabras de 18 actores para tratar de entender y explicar el fenómeno estudiado.

La epistemología trata de cómo se conceptualizan la realidad y las imágenes del mundo (Denzin y Lincoln, 2000). En este sentido, las investigaciones se pueden realizar desde tres perspectivas: positivista, crítica, e interpretativa. El positivista busca realismo que pueda medirse. Los positivistas aseguran que el estudio del fenómeno es independiente del investigador y de sus herramientas, y que el principal

foco de la perspectiva positivista es probar teorías para incrementar el entendimiento predictivo de un fenómeno.

Por otro lado, la perspectiva crítica supone que la investigación es un acto político. Desde la perspectiva crítica se estudian instituciones sociales y sus transformaciones a partir de los significados de la vida social, de los problemas históricos de dominación, de la pérdida de identidad, de las luchas sociales, y de las críticas a la sociedad (Creswell, 2007). El principal foco de los teóricos críticos es estudiar conflictos en la sociedad en los que toman un papel como emancipadores. Por último, la perspectiva interpretativa supone que el conocimiento científico es inseparable de su contenido humano, y que la realidad se puede estudiar a partir de constructos sociales como el lenguaje.

El principal foco de la perspectiva interpretativa es estudiar el fenómeno a través de cómo la gente hace sentido del fenómeno, de manera que la realidad se construye de forma social. La perspectiva interpretativa no pretende hacer generalizaciones a partir de una muestra de la población sino hacer que los resultados reflejen el contexto del estudio, por lo que una investigación con una perspectiva interpretativa conduce al entendimiento profundo de un fenómeno en el contexto de la muestra. Esto no significa que después este entendimiento no pueda ser usado para informar otros contextos.

En esta investigación, la perspectiva positivista fue descartada porque la visión del mundo del investigador no incluye objetos absolutos, ni porque era su intención probar una teoría existente. La perspectiva crítica también fue descartada porque el tema a estudiar no corresponde a un conflicto en la sociedad. De esta manera, se adoptó en esta investigación una perspectiva interpretativa para conceptualizar las

realidad y las imágenes del mundo.

Finalmente, la perspectiva teórica en la investigación se refiere a la postura filosófica que informa a la metodología y le proporciona el fundamento para su lógica y criterios (Crotty, 1998). Existen diferentes perspectivas teóricas como el pragmatismo, el postmodernismo, y el feminismo. La perspectiva pertinente para esta investigación fue el pragmatismo que establece que la verdad no existe en el mundo real sino que se crea activamente en él, conforme actúan las personas en el mundo. Las personas basan su conocimiento del mundo en lo que resulta útil para ellas, y definen a los objetos sociales y físicos según como los puedan usar. Por tanto, si se quiere entender a las personas se debe comprender qué es lo que hacen esas personas en el mundo y cómo lo interpretan. En suma, la postura filosófica del investigador para este estudio es relativa al interpretativismo, al relativismo, y al pragmatismo.

### **3.2. La Metodología de la Teoría Fundamentada**

Para llevar a cabo la investigación se eligió como marco metodológico para el análisis de los datos de campo a la teoría fundamentada, en particular la versión en Glaser y Strauss (1967) denominada glaseriana. La versión glaseriana de la teoría fundamentada defiende el método de descubrimiento en el que las categorías o variables surgen de los datos, y en el que las categorías se entrelazan entre sí para provocar el surgimiento de la teoría (Charmaz, 2006).

La elección se basó en que las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa que financia y la relación capitalista de riesgo - emprendedor son áreas poco estudiadas, en particular desde la perspectiva cualitativa, que el financiamiento con capital de riesgo depende de la relación capitalista de riesgo - emprendedor y de

sus interacciones, que se busca el surgimiento de una teoría con poder de explicación, y que el fenómeno que se estudia tiene incrustado un proceso de interacción entre el capitalista de riesgo y el emprendedor que procura el desarrollo de la empresa

El objetivo de esta investigación cualitativa - inductiva es generar una teoría sustantiva a partir de datos recolectados de forma empírica, que explique desde la óptica de los participantes el valor agregado por el capitalista de riesgo a la empresa donde invierte. La teoría sustantiva es el resultado del procesamiento sistemático de los datos de campo (Glaser y Strauss, 1967, p.13) y se desarrolla para un área de investigación específica como sería el cuidado de pacientes y la delincuencia, mientras que en contraste una teoría formal o general se refiere a un desarrollo conceptual de alcance universal como sería la organización formal y la socialización.

El contenido de la teoría sustantiva es principalmente descriptivo, centrado en la esencia o sustancia de los datos, mediante el uso de una estructura relacional sencilla. La teoría sustantiva se desarrolla a partir de identificar las diferencias y las similitudes de datos y patrones en un contexto específico analizando datos en textos sobre un tema en particular. (Glaser y Strauss, 1967). La metodología de la teoría fundamentada permite desarrollar una teoría sustantiva.

La teoría fundamentada fue desarrollada en los años 60 por dos ilustres sociólogos: Barney G. Glaser y Anselm L. Strauss. Glaser trabajaba en la Universidad de Columbia y era un investigador conocido por estar involucrado con métodos cuantitativos de investigación, mientras que Strauss formaba parte de la escuela pragmática en la Universidad de Chicago y se especializaba en métodos cualitativos de investigación. Estos dos profesores estaban inconformes con la dirección que tomaban sus disciplinas y con las metodologías existentes, ya que

pensaban que estas últimas ponían demasiado énfasis en verificar teorías existentes en vez de motivar la generación de nuevas teorías, y decidieron contribuir al desarrollo de una nueva metodología de investigación llamada teoría fundamentada.

Glaser pensaba que deberían haber maneras más explícitas y sistemáticas para codificar datos y para generar hipótesis teóricas en las investigaciones de corte cualitativo (Corbin y Strauss, 2008), por lo que contribuyó al desarrollo de la teoría fundamentada precisamente en estas áreas. Por otra parte, Strauss contribuyó al desarrollo de la teoría fundamentada con aportes desde la perspectiva del interaccionismo simbólico y del pragmatismo.

Los dos investigadores comenzaron a trabajar juntos cuando Strauss, que trabajaba en ese entonces en la Universidad de California - San Diego, invita a Glaser a desarrollar un trabajo conjunto sobre la muerte de pacientes en hospitales. El trabajo se convirtió en el libro *Awareness of Dying* y los autores rápidamente se dieron cuenta de la originalidad de la metodología que habían desarrollado para esa investigación, que decidieron publicarla en 1967 con el título *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. De esta manera nació un enfoque de investigación cualitativo - inductivo para estudiar fenómenos sociales que combinaba una filosofía de interaccionismo simbólico con una forma sistemática de analizar datos (Glaser, 2002). El trabajo se convirtió en un clásico que ha servido como referencia para los siguientes desarrollos sobre la teoría fundamentada.

La metodología de la teoría fundamentada está relacionada con el comportamiento humano y con cómo la gente gestiona las situaciones problemáticas en sus vidas e incluye la recolección y el análisis de datos con el propósito de desarrollar una teoría (Glaser y Strauss, 1967). Las principales fuentes de recolección

de datos son las notas de entrevistas y las observaciones en el campo. Una vez recolectados los datos, se emplea el método de análisis de comparación constante para que surja la teoría. La teoría fundamentada proporciona un método para la formulación teórica y el desarrollo de hipótesis conceptuales acerca de un área sustantiva de investigación (Glaser y Strauss, 1967).

Por otro lado, la teoría fundamentada se enfoca al estudio de problemas abstractos y de procesos que ocurren en un marco social (Glaser, 1992). La teoría fundamentada facilita formular y desarrollar una teoría conceptual que esté fundamentada en los datos de los participantes, y que explique cómo los participantes procesan sus principales preocupaciones y problemas en un contexto social determinado (Glaser, 1992). La teoría fundamentada es una metodología flexible y adaptable ya que puede ser usada tanto para desarrollar teorías sustantivas de rango intermedio como para formular teorías formales. La teoría sustantiva surge a partir de la investigación que se realiza en un área o contexto específico, y puede ser usada como base para construir teorías formales (Glaser y Strauss, 1967).

La teoría fundamentada es una combinación de enfoques inductivo y deductivo. El enfoque primario es el inductivo ya que el investigador se guía por los datos y los patrones, códigos y categorías que van surgiendo para identificar la teoría sustantiva. El objetivo de esta metodología es generar teoría con ideas que surgen del análisis de los datos. El enfoque deductivo en la teoría fundamentada se usa para verificar y elaborar sobre los códigos y categorías que van surgiendo en el desarrollo de la teoría. La teoría fundamentada no se usa para verificar teorías existentes, si este fuera el caso el investigador tendría que usar una metodología distinta a la teoría fundamentada (Glaser, 1978).

Después de un tiempo de realizar y publicar sus trabajos de forma conjunta, la relación entre Glaser y Strauss se vio afectada con la publicación del libro *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory* (Strauss y Corbin, 1990). Glaser (1992) pensó que la metodología de Strauss y Corbin se había alejado tanto del trabajo original de Glaser y Strauss que ya no se podía llamar más teoría fundamentada, y cuestionó el trabajo de Strauss porque desde su perspectiva no articulaba de forma adecuada si el interaccionismo simbólico era la base filosófica de la metodología. Lo anterior porque pensaba que la metodología propuesta se usaba básicamente para validar teorías en vez de desarrollarlas, porque opinaba que la metodología propuesta usaba términos complejos y distintos a los usados en el trabajo original, y porque consideraba que la metodología no contemplaba el uso de datos cuantitativos para el desarrollo de la teoría.

Estas diferencias ocasionan que los creadores originales de la teoría fundamentada rompan su relación y surjan dos corrientes: la teoría fundamentada original impulsada por Glaser y Strauss (1967), denominada *glaseriana*, y la desarrollada por Strauss y Corbin (1990). Recientemente, a estas dos direcciones se le sumaron otras dos corrientes: la teoría fundamentada constructivista desarrollada por Charmaz (2000), y la postura postmodernista de la teoría fundamentada planteada por Clarke (2005).

La teoría fundamentada constructivista parte de las ideas originales de la propuesta Glaser-Strauss pero asume que no se descubren ni datos ni teorías sino que el investigador los construye a partir de su interacción con los participantes y con el campo, conforme experimenta el fenómeno. Esta corriente toma en cuenta las creencias y los valores del investigador, de ahí que los datos en el análisis se

construyan entre el investigador y los participantes e incorporen en gran medida el sello personal del investigador.

Por otra parte, la teoría fundamentada postmodernista propone el uso de mapas circunstanciales que hacen énfasis en las diferencias en los datos más que en sus coincidencias. La teoría fundamentada postmodernista analiza variaciones, diferencias y silencios en la información de manera condicional y compleja. Por último, las cuatro corrientes de la teoría fundamentada coinciden con el propósito del enfoque y sus diferencias estriban más bien en su postura filosófica y en los métodos usados para desarrollar teoría.

Para el desarrollo de la presente investigación se decide adoptar el enfoque *glaseriano* basado en el trabajo original de la teoría fundamentada ya que permite que la teoría vaya surgiendo durante el análisis de los datos favoreciendo de esta manera el enfoque inductivo, y no como sucede con las demás corrientes de la teoría fundamentada en las que se busca hacer descripciones conceptuales completas a partir de ideas preconcebidas. Además, la mayor disponibilidad de información sobre la teoría fundamentada clásica le facilita al investigador la comprensión de la metodología y su aplicación para el estudio del fenómeno en cuestión.

### **3.3. El Método de Análisis de Comparación Constante**

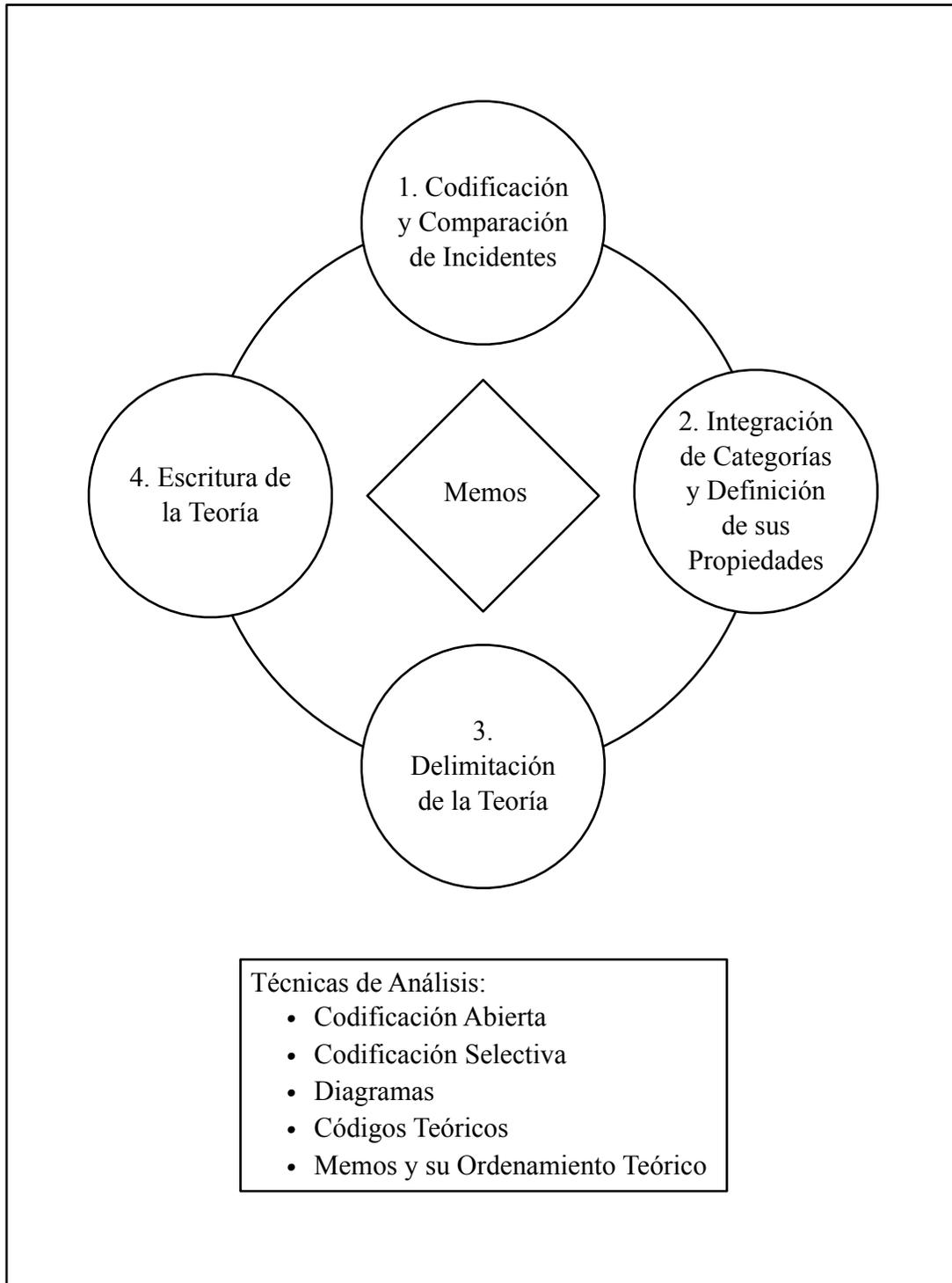
La teoría fundamentada ofrece a los investigadores no sólo una metodología con una dirección filosófica para el desarrollo de una teoría sustantiva sino que además plantea un método para asistir al investigador en todos los aspectos de recolección y análisis de datos, y escritura de la teoría (Glaser, 2002). El método se denomina método de análisis de comparación constante.

El método de análisis de comparación constante permite que la recolección de

datos y su análisis ocurra de forma simultánea. Glaser y Strauss (1967) establecen que el método de análisis de comparación constante considera la codificación y la comparación de incidentes, la integración de categorías y la definición de sus propiedades, la delimitación de la teoría, y, finalmente, la escritura de la teoría.

El método de análisis de comparación constante puede parecer a primera vista un proceso lineal sencillo, sin embargo, en la práctica, es un proceso complejo ya que el investigador debe regresar a cada una de las etapas anteriores conforme avanza en la investigación, además de que cada etapa del proceso es una parte integral del desarrollo de la teoría fundamentada. La Figura 3.2 muestra el método de análisis de comparación constante y las técnicas de análisis que se usan en la investigación según los desarrolla Glaser (1978).

Figura 3.2. El método de análisis de comparación constante y las técnicas de análisis usadas en la investigación.



Fuente: Elaboración propia, adaptado de Glaser y Strauss (1967).

**3.3.1. Codificación y comparación de incidentes.** En esta etapa inicial del análisis se emplean las transcripciones de las entrevistas con los capitalistas de riesgo y con los emprendedores para realizar la codificación manual de los datos. Se imprimen las transcripciones con los textos tal como fueron grabados, y se codifica el contenido de las transcripciones palabra por palabra, línea por línea, oración por oración, y párrafo por párrafo de manera que comiencen a surgir códigos y categorías preliminares. Para definir los códigos se emplean palabras y términos usados por los participantes. Por ejemplo, el código *credibilidad* en esta investigación surge de las siguientes menciones:

“... yo creo que uno de los mayores retos del emprendedor en México es ganar credibilidad ...” Emprendedor.

“... el capitalista de riesgo nos ayuda a traer credibilidad hacia la innovación de la empresa ...” Emprendedor.

“El capital de riesgo le da más credibilidad a la empresa, eso es lo que nos ha ayudado.” Emprendedor.

Para poder ubicar con facilidad el contenido codificado, se crean documentos donde se numeran las páginas y las líneas de cada página y se resaltan los datos codificados. Así por ejemplo, la leyenda (e1, p6, r23-24) establece que el contenido seleccionado para un cierto código se encuentra en la transcripción del emprendedor número uno, en la página seis, y abarca los renglones del 23 al 24. El Apéndice E muestra un ejemplo de cómo se codifican los datos de las entrevistas con los participantes.

Todos los datos son útiles en el análisis, tanto las apreciaciones coincidentes de los participantes sobre un tema como las que no lo son. Los datos similares se

agrupan para formar códigos y categorías, y los datos distintos contribuyen a la definición de las propiedades de la categoría y a los enlaces entre categorías (Glaser y Strauss, 1967).

Una vez que los datos son codificados y comparados de forma manual, se repite el proceso pero ahora usando el software HyperResearch. Este software especializado ayuda al investigador a identificar regularidades en los datos empíricos que permitan el surgimiento de la teoría sustantiva. El software es particularmente útil al usar el método de comparación constante que demanda estar revisando continuamente la codificación de la información.

El software HyperResearch fue desarrollado por la empresa Researchware para investigadores que realizan análisis cualitativos. El software puede ser usado en equipos de cómputo con sistemas operativos OSX y Windows, y desde su introducción en 1991 es empleado por investigadores en las ciencias sociales y en otros campos de estudio. El software permite codificar datos y gestionar códigos, construir teorías, y realizar análisis de datos. HyperResearch se usa en esta investigación exclusivamente para codificar datos y gestionar códigos.

La necesidad básica de codificar y de volver a codificar los datos de los entrevistados, la facilidad de uso del software, su flexibilidad para acomodar el método de análisis de la teoría fundamentada, y su bajo costo hace que el investigador prefiera el uso del software HyperResearch para el desarrollo de este estudio en vez de usar paquetes de software más conocidos como Atlas.ti y NVivo, de mayor costo, más complejos de usar, y con un sinnúmero de funciones que no se requieren en la presente investigación.

**3.3.2. Integración de categorías y definición de sus propiedades.** Durante la etapa de codificación abierta de los datos de las entrevistas de los capitalistas de riesgo y de los emprendedores, se advierte el surgimiento de propiedades y relaciones entre las categorías y la que se perfila como la categoría central. En esta etapa dos del análisis el énfasis es en integrar las categorías que emergen de los datos y en definir sus propiedades. En esta etapa se usan las técnicas de análisis codificación selectiva y diagramas.

Una vez que se concluye el análisis de los datos de los entrevistados, se reexaminan los códigos para verificar que los contenidos contemplados reflejen el código en cuestión. Además, los códigos y sus contenidos se examinan para encontrar similitudes y diferencias que permitan ir relacionándolos entre sí lo que resulta en conexiones entre categorías.

Durante el surgimiento de las categorías se validan sus integraciones. Cuando un código no encaja en una categoría existente, se propone la generación de una nueva categoría. Por otro lado, se elimina una categoría existente cuando no es sustentada por los códigos que la forman. El análisis anterior se repite hasta lograr que cada uno de los códigos esté integrado en una determinada categoría.

El proceso anterior se realiza de forma manual en un inicio y después usando el programa de software HyperResearch. Este proceso dual funciona como un mecanismo de verificación de los códigos desarrollados. Los códigos y categorías son comparados una y otra vez para que surjan nuevas ideas, conceptos, códigos, categorías, propiedades y relaciones. Durante el análisis se escriben memos que ayudan a la integración de las categorías y al desarrollo de la teoría sustantiva.

En esta etapa termina de surgir la categoría central. Es la categoría que conecta

e integra a las otras categorías y explica los principales temas que afectan las contribuciones de valor del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa que financia. Además, es la variable central que se relaciona con las demás categorías, tiene una explicación para las categorías, y es el enlace entre todas las categorías, lo que conlleva al desarrollo de la teoría sustantiva.

Para identificar a la categoría central se usan los criterios definidos por Glaser (1978). La categoría debe ser central a las otras categorías y debe representar la mayor parte de las variaciones del comportamiento de los participantes. La categoría debe aparecer en los datos como un tema recurrente, y debe ser más relevante que las otras categorías conforme se avanza en la investigación. Es la categoría que tarda más tiempo en saturarse. La categoría tiene conexiones relevantes con las otras categorías. La categoría es parte del problema y por lo mismo puede explicar parte de su propia variación. La categoría es relevante para el desarrollo de no sólo una teoría sustantiva sino también de una teoría formal. Por último, la categoría puede definirse como un proceso social básico.

Por último, la categoría central puede definirse como un proceso social básico. La categoría central es relevante para el desarrollo no sólo de una teoría sustantiva sino también para el desarrollo de una teoría formal. El proceso social básico es un patrón de comportamiento que explica las principales preocupaciones de los participantes en la investigación, está formado por varias etapas, y avanza con el tiempo. Al término de esta etapa se cuenta con una categoría central o proceso social básico, con categorías integradas y con sus propiedades definidas, y se reconocen las conexiones entre categorías.

**3.3.3. Delimitación de la teoría.** Delimitar en el contexto de la teoría fundamentada es llevar los conceptos que emergen de los datos a su máximo nivel de abstracción posible, es decir, reducirlos hasta que conserven sólo sus rasgos más relevantes. Conforme avanza el proceso de delimitación, las modificaciones a las categorías y sus propiedades se vuelven menos frecuentes. Se van eliminando propiedades que no son relevantes y se van reforzando aquellas que integran y detallan a las categorías, además de que se va fortaleciendo la definición de la teoría resultante. La acción de reducción permite que la teoría se vaya condensando en una teoría relevante (Glaser y Strauss, 1967).

Por otra parte, el proceso de reducción permite que el investigador se enfoque en conseguir nuevos datos sólo para las categorías que se mantienen en el análisis, y sólo para agregarles riqueza, claridad, y densidad a las categorías y a sus propiedades. Esta recolección de datos de manera enfocada se le conoce como muestreo teórico en la teoría fundamentada. Por tanto, el muestreo teórico es también una manera de delimitar la teoría ya que el investigador selecciona sólo aquella literatura que fortalece al proceso social básico, robustece a las categorías que perduran, y define las conexiones entre categorías y sus propiedades.

El proceso de reducción comienza con la agrupación de códigos y de categorías que permiten el manejo de conceptos de mayor nivel. Conforme se avanza en el análisis de comparación constante, se logra la saturación teórica de las categorías y del proceso social básico, y se identifican las propiedades y conexiones de las categorías. La delimitación de la teoría termina cuando la categoría delimitada o reducida está completa o saturada de forma teórica (Glaser y Strauss, 1967).

Este proceso clave de la teoría fundamentada sirve también para identificar cuál

de las categorías surgidas no es relevante para la teoría que emerge. En esta investigación una de las categorías surgidas inicialmente dejó de considerarse como categoría y pasó a ser sólo un factor de otra categoría. La técnica de análisis códigos teóricos contribuye a la realización de esta etapa.

Como resultado de lo anterior, se terminan de definir las categorías, sus propiedades, y sus relaciones con la categoría central, y se desarrolla el diagrama conceptual que ilustra las categorías, la categoría central, y sus relaciones. Este diagrama es relevante para la investigación porque delinea la teoría sustantiva que emerge de los datos de los entrevistados. Las variables desarrolladas en esta etapa y el alcance que tienen para explicar el fenómeno estudiado hacen que la teoría sustantiva surgida pueda usarse potencialmente en otras áreas de investigación o fenómenos sociales, y posiblemente contribuir al desarrollo de una teoría formal.

**3.3.4. Escritura de la teoría.** Una vez que la investigación avanza las primeras tres etapas del método de análisis de comparación constante, el investigador cuenta con datos codificados, un conjunto de memos, y una teoría sustantiva. La discusión en los memos proporciona el contenido de las categorías, y las categorías se convierten en los grandes temas de la teoría sustantiva (Glaser y Strauss, 1967, p.113).

Cuando el investigador está convencido que su marco analítico resulta en una teoría sustantiva que refleja con exactitud los temas estudiados y que puede expresarse en un lenguaje fácil de entender por los interesados en conocer sobre la materia, se procede a publicar los resultados. Los memos y su ordenamiento teórico es la técnica de análisis que se usa en esta investigación para conducir la escritura de la teoría. Los memos desarrollados hasta este punto se usan para describir la teoría

sustantiva o proceso social básico.

### **3.4. Técnicas de Análisis Usadas en la Investigación**

En cada etapa del método de comparación constante se usan en general una o más técnicas de análisis. Así para la primera etapa se emplea la técnica de análisis codificación abierta, para la segunda etapa las técnicas codificación selectiva y los diagramas, para la tercera etapa la técnica de códigos teóricos, y para la cuarta y última etapa la técnica de los memos y su ordenamiento teórico. A continuación se detallan cada una de estas técnicas de análisis.

**3.4.1. Codificación abierta.** El primer análisis de los datos de los participantes en la investigación comienza con una codificación abierta. La codificación abierta emplea las transcripciones de las entrevistas de los participantes para identificar incidentes que pueden ser codificados. Los incidentes son, por ejemplo, hechos, características, experiencias, frases, y explicaciones que aparecen de forma recurrente en las experiencias expresadas por los participantes, y que contienen conceptos subyacentes que pueden ser codificados. A los conceptos subyacentes se les asigna un código que es una palabra o frase corta que los describe. El investigador examina y compara de forma detallada cada fragmento de datos para encontrar similitudes y diferencias de manera que comiencen a surgir códigos (Glaser y Strauss, 1967).

En la codificación abierta el investigador analiza los datos palabra por palabra, renglón por renglón, párrafo por párrafo, e idea por idea, idealmente sin pensamientos ni ideas preconcebidas, para empezar a detectar patrones que pudieran surgir de los datos. Lo que distingue a la teoría fundamentada de otras metodologías es que la teoría que se desarrolla está cimentada en los datos, por lo que al investigador sólo le

interesan informaciones que se obtengan de forma inductiva (Glaser y Strauss, 1967).

Por otro lado, en esta primera parte del análisis surgen numerosos códigos que se van agrupando en categorías. La categoría es un concepto de mayor nivel que el código y representa a un grupo de códigos similares. De entre las categorías pueden surgir elementos que permitan identificar a alguna de ellas como la categoría central. Una vez que surge la categoría central, ésta se vuelve la guía para recolectar datos adicionales.

Finalmente, durante todo el análisis de comparación constante se comparan incidentes con incidentes, incidentes con códigos, códigos con códigos, códigos con categorías, y categorías con categorías, produciendo mayores niveles de abstracción de datos en cada comparación. El análisis continúa hasta que se integra completamente la teoría fundamentada.

**3.4.2. Codificación selectiva.** La codificación selectiva es el procedimiento de codificación que se sigue cuando se identifican las categorías preliminares, y se limita a las categorías que mejor representan los aspectos relevantes de los datos. Los códigos iniciales se definen a partir de las palabras de los participantes, mientras que la codificación selectiva es más analítica y usa códigos conceptuales que sirven como base para el desarrollo de la teoría (Glaser, 1978). Estos códigos conceptuales conducen a asignarles nombres conceptuales a las categorías.

En la codificación selectiva se comienzan a integrar las propiedades y dimensiones de las categorías. En este sentido, para Corbin y Strauss (2008) la propiedad de una categoría es la característica que la define y describe, y la dimensión de una categoría es la variación dentro de una de sus propiedades que le da especificidad y rango. Por último, en la codificación selectiva se siguen haciendo

comparaciones constantes de los datos buscando similitudes y diferencias.

Para realizar una codificación selectiva se requieren de datos adicionales a los de las entrevistas. El muestreo teórico es el proceso que permite al investigador recolectar datos, codificarlos, y analizarlos, y decidir después que otros datos recolectar. Esta última recolección de datos puede provenir sólo de personas, de situaciones, y de la literatura en general, y sólo se recolectan datos que puedan evolucionar los conceptos y enfatizar las propiedades y dimensiones de las categorías (Corbin y Strauss, 2008).

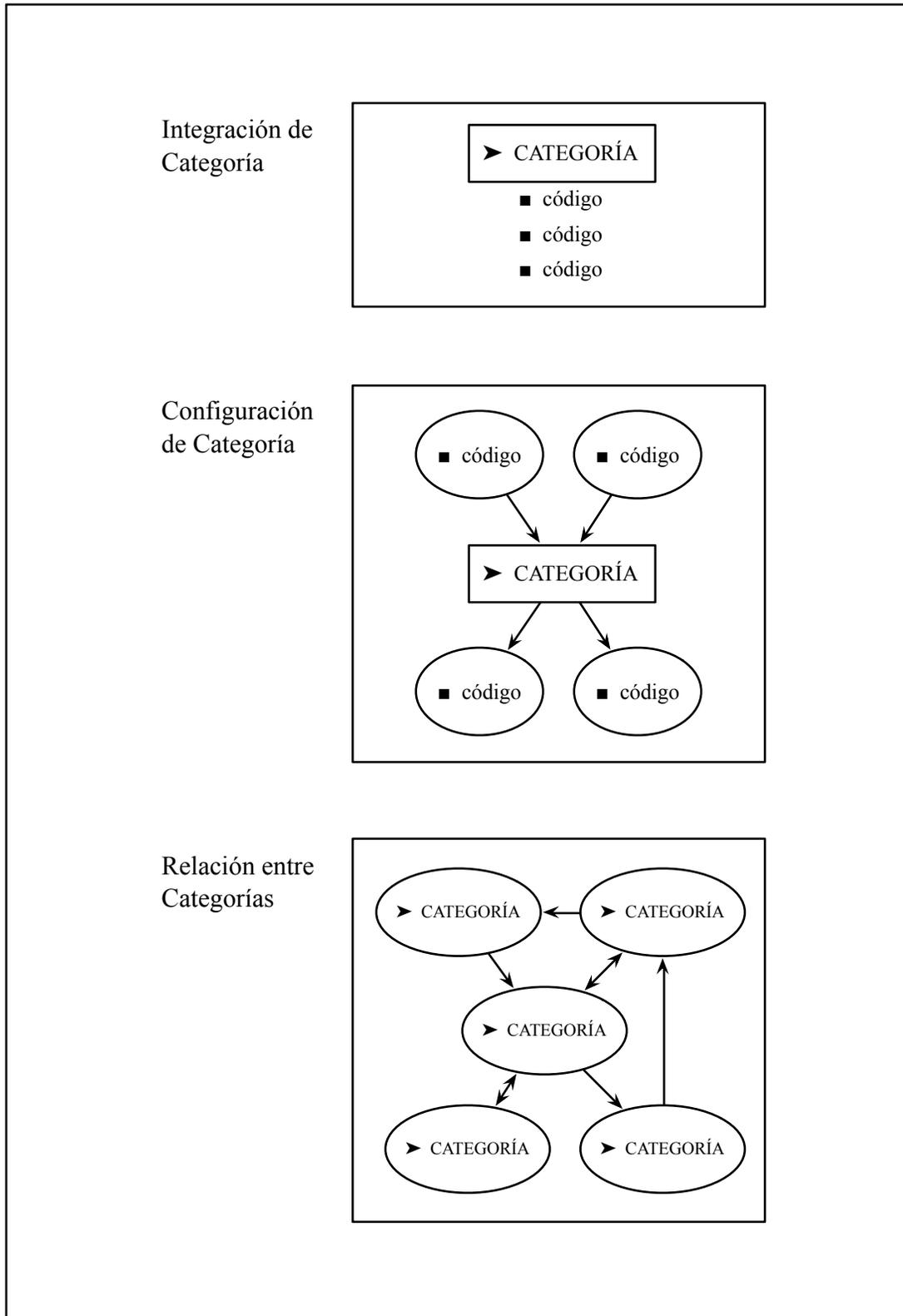
En esta investigación se realiza un muestreo teórico en el que se reexamina la literatura sobre el capital de riesgo, con particular énfasis en temas relacionados con las categorías preliminares y sus códigos. El muestreo teórico permite también identificar las propiedades de las categorías y sus conexiones entre categorías y la categoría central para avanzar en el desarrollo de la teoría (Glaser, 1978; Glaser y Strauss, 1967).

El muestreo teórico termina cuando los códigos, categorías, y la categoría central se saturan y son integrados a la teoría emergente (Glaser, 1978). La saturación de una categoría ocurre cuando el muestreo teórico no agrega información nueva a la categoría que se estudia. Se logra la saturación cuando el investigador ya no cuenta con información adicional disponible que ayude al entendimiento de las propiedades de una categoría, y de las conexiones entre categorías y sus relaciones con la categoría central o con el proceso social básico (Glaser y Strauss, 1967). La saturación es por lo tanto el punto en el que el investigador se siente satisfecho con la explicación de las categorías, sus propiedades, y las conexiones entre categorías y la categoría central (Glaser, 2002).

Finalmente, para Charmaz (2006) el muestreo teórico anima al investigador a seguir pistas analíticas que mejoran el estudio a través de especificar las propiedades relevantes de las categorías, mejorar la precisión de las categorías, llevar a la investigación de la descripción al análisis, hacer más abstracto el análisis y posibilitar su generalización, fundamentar las conjeturas del análisis, y explicar las conexiones analíticas entre categorías.

**3.4.3. Diagramas.** En la teoría fundamentada los diagramas se usan para facilitar el proceso de integración de las propiedades de las categorías y para identificar las conexiones entre las categorías y la categoría central. Esta técnica permite la creación de diagramas integradores abstractos que representan a los datos de forma visual. Glaser (1978) limita la discusión de los diagramas a la construcción de tipologías durante la codificación teórica, Corbin y Strauss (2008) abogan por el uso de diagramas desde el comienzo del estudio al mismo tiempo que se escriben los memos, y Clarke (2005) usa diagramas llamados mapas situacionales para el desarrollo de teorías. En este estudio el investigador usa diagramas para integrar y configurar categorías, y para mostrar las conexiones entre ellas como se muestra en la Figura 3.3.

Figura 3.3. Diagramas usados en la investigación.



Fuente: Elaboración propia basada en el proceso de la investigación.

**3.4.4. Códigos teóricos.** El código teórico conceptualiza cómo las categorías surgidas de los datos pueden relacionarse entre sí e integrarse en una teoría. Los códigos teóricos permiten definir las propiedades de las categorías y las conexiones entre categorías. La codificación teórica consiste en el uso de familias de códigos teóricos que permiten detonar el poder explicativo de la teoría fundamentada. Glaser (1978) identifica 18 familias de códigos teóricos como, por ejemplo, la familia de las Seis Cs, la familia Procesos, la familia Grado, la familia Dimensión, y la familia Modelos, que permiten representar las conexiones entre categorías y la categoría central, y que guían el proceso de generación, desarrollo e integración de la teoría.

De estas 18 familias, para el investigador que inicia con el análisis de datos basado en la teoría fundamentada, Glaser (1978) recomienda el uso de la familia de las Seis Cs porque piensa que la mayoría de las investigaciones encajan con el modelo condición, causa, y consecuencia de esta familia., como es el caso en la presente investigación. Por tanto, la familia de códigos teóricos usada es la de las Seis Cs: Causas, Consecuencias, Contingencias, Condiciones, Covarianzas, y Contexto.

La familia de las Seis Cs se puede explicar haciendo una analogía con las variables de una investigación de corte cuantitativo, que es el tipo más conocido de investigación. “Causas” considera las razones o las explicaciones de la ocurrencia de un fenómeno. “Consecuencias” son los efectos del fenómeno. Estas dos primeras Cs reflejan respectivamente las variables independientes y dependientes usadas en investigaciones que buscan establecer generalizaciones o leyes que apliquen a un gran número de personas. “Contingencia” es la variable moderadora. “Condiciones” es la condición intermedia entre dos variables por lo que representa a la variable

intermedia. “Covarianza” es equivalente a una correlación. Finalmente, “Contexto” toma en cuenta el escenario y los eventos que lo definen.

Esta familia de códigos teóricos permite identificar las conexiones entre las categorías y la categoría central haciendo preguntas como si la categoría es una causa o una consecuencia de alguna otra categoría, de qué depende el cambio de esta categoría, cuáles son las condiciones intermedias entre las causas y las consecuencias, si la categoría covaría con alguna otra, y en qué contexto surge esta categoría. El investigador se plantea estas preguntas sobre las categorías y los códigos en general, y al buscar sus respuestas avanza hasta alcanzar el nivel de abstracción máximo de las categorías. Además, en este proceso de reconocimiento y de reducción, las categorías comienzan a relacionarse entre sí y a tejer una teoría sustantiva integrada.

**3.4.5. Memos y su ordenamiento teórico.** Un memo es el registro de procesos, pensamientos, sentimientos, percepciones analíticas, decisiones, ideas y demás relacionados con el proyecto de investigación. Estos escritos son resultado de observaciones en el campo y de ideas y preguntas sobre los conceptos que van surgiendo en el análisis. Durante todo el análisis de comparación constante se escriben memos. De los datos surgen códigos, de los códigos emergen categorías, y de las categorías emana la teoría sustantiva. Los memos son el elemento básico que sirve para amalgamar estos componentes en búsqueda de la teoría fundamentada. Como ejemplo, a continuación se muestra un memo que se desarrolla al inicio de la investigación:

“El capitalista de riesgo invierte en una empresa en la que cree puede contribuir a multiplicar su valor en un corto tiempo, venderla y lograr un rendimiento por su dinero. Dado que la permanencia promedio del

capitalista de riesgo en la empresa es de cinco años, parece ser evidente que el gran reto que enfrenta la relación del capitalista de riesgo y el emprendedor es trabajar juntos y de forma eficiente para desarrollar la empresa rápidamente. En este escenario, el emprendedor debe ser capaz de poder ejecutar un plan de crecimiento que dé resultados rápido y de forma continua.” Investigador.

Los memos son los componentes básicos que sirven para la generación de la teoría y reflejan el análisis del investigador para encontrar significado de los datos proporcionados por los participantes en el estudio. Para Glaser (1978), los memos son clave para el desarrollo de la teoría fundamentada y señala que su escritura posibilita que se desarrollen ideas libremente, que se documenten conforme vayan surgiendo, y que se usen en la escritura de la tesis, permite que se desarrollen ideas teóricas que conecten los datos de la investigación con la teoría final; y crea una base de información que sirve, por ejemplo, y para elaborar presentaciones y artículos y para orientar la realización de investigaciones futuras.

La escritura y ordenamiento de los memos durante cada una de las etapas del proceso de análisis de comparación constante permite al investigador fortalecer el análisis de forma progresiva, y le proporciona un marco lógico para la escritura de la teoría (Charmaz, 2006). Desde su creación, los memos deben destacar a qué código, categoría y propiedad corresponden, para que más adelante puedan ordenarse fácilmente (Glaser, 1978). El ordenamiento teórico de los memos es la clasificación de los memos a un nivel conceptual que resulta en el esbozo de la teoría y que describe cómo las diferentes categorías se relacionan con la categoría central.

El ordenamiento de los memos en esta investigación se hizo según lo

establecido por Glaser (1978). Primero, se ordenan los memos tan pronto se vayan escribiendo. El orden de los memos se hace tomando en cuenta sus conceptos y descripciones, aunque la forma final de hacerlo depende del estilo personal del investigador y de cómo se recolectan los datos. El ordenamiento se interrumpe cuando surgen nuevas ideas que ameriten la escritura de nuevos memos.

Se revisan los memos creados tantas veces sea necesario hasta que empiecen a surgir ideas integradoras que conduzcan a la validación de categorías y al surgimiento de la categoría central. A partir de ese momento, el ordenamiento se realiza respecto a la categoría central, ya que no siempre es evidente decidir si se debe o no considerar una nueva idea en el análisis. Si los conceptos no están relacionados con la categoría central, se dejan fuera del desarrollo de la teoría. El ordenamiento termina cuando la categoría se satura o se completa de forma teórica.

### **3.5. Recolección de Datos**

Se recolectan los datos requeridos para llevar a cabo la investigación entrevistando a una muestra de relaciones capitalista de riesgo – emprendedor. Dado lo relativamente nuevo de la industria del capital de riesgo en el país, el investigador entrevista a capitalistas de riesgo y emprendedores de los nueve fondos de capital de riesgo que operaban en México al momento de las entrevistas: siete fondos en la Ciudad de México y dos en Monterrey. La muestra del estudio representa por tanto la totalidad de la población.

Ahora bien, con la intención de conocer la opinión del emprendedor con respecto a las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a las empresas que financia, se le pide a cada uno de los capitalistas de riesgo entrevistados que identifiquen a un emprendedor de entre las empresas de su portafolio para que

participe también en el estudio. De esta manera, el número total de participantes entrevistados es 18; nueve capitalistas de riesgo y nueve emprendedores. Ya que los nueve fondos entrevistados emplean un total de 24 capitalistas de riesgo que habían capitalizado a 33 empresas, los 18 participantes entrevistados representan el 100% de los fondos de capital de riesgo, el 38% de los capitalistas de riesgo invirtiendo en empresas, y el 27% de los emprendedores con capital de riesgo en México.

Por otra parte, con respecto al reclutamiento de los participantes en la investigación, el contacto inicial con los participantes se hace a través de NAFIN y de la Asociación Mexicana de Capital Privado, AMEXCAP. Para obtener el apoyo de estas instituciones para contactar a los posibles participantes, se prepara una carta firmada por la universidad que le da el carácter académico a las entrevistas como se muestra en el Apéndice F, un documento con la descripción general del alcance de la entrevista que se incluye en el Apéndice G, y una semblanza del investigador como se muestra en el Apéndice H. El 100% de los capitalistas de riesgo contactados accede a participar en las entrevistas.

A continuación el investigador contacta a cada uno de los capitalistas de riesgo vía correo electrónico y por teléfono para acordar las fechas de las entrevistas. Conforme se entrevista a los capitalistas de riesgo, se les pide que señalen al emprendedor que deseen que participe en la investigación. Una vez conocido el nombre del emprendedor y de la empresa que dirige, el investigador procede a contactarlos por correo electrónico y por teléfono para determinar el día de la entrevista.

La condición para entrevistar al capitalista de riesgo es que en el momento de las entrevista esté dándole seguimiento a por lo menos una de sus inversiones, y el

requisito para entrevistar al emprendedor es que se trate del director general de la empresa y que su empresa siga financiada con capital de riesgo. Todos los emprendedores contactados accedieron a participar en el estudio.

Para recolectar los datos necesarios para realizar la investigación, el investigador entrevista en persona y de forma individual a cada uno de los capitalistas de riesgo y emprendedores de la muestra. El perfil del participante se recoge al inicio de las entrevistas. Para poderlos caracterizar, se diseña una hoja de captura de información para el capitalista de riesgo y otra para el emprendedor. El Apéndice I muestra la hoja de captura de datos del capitalista de riesgo, y el Apéndice J hace lo propio para la hoja de captura de datos del emprendedor.

Para conducir las entrevistas se diseñan guías generales de entrevista. Estas se elaboran una vez concluido el repaso inicial de la literatura del capital de riesgo. Antes de acudir al campo para realizar las entrevistas, se realiza una prueba piloto con dos expertos de la industria para validar las guías de entrevista. Uno de ellos con experiencia como emprendedor y administrando fondos de capital privado, y el otro, además de contar con la experiencia anterior, con experiencia como regulador de la industria. Los comentarios de estos dos expertos en la materia permiten reestructurar las guías de entrevistas y complementarlas con nuevas preguntas.

Las guías de entrevista permiten que puedan surgir otras preguntas durante la entrevista para aclarar temas de preocupación de los participantes, y, al mismo tiempo, que se pueda acotar la duración de la entrevista. La guía de entrevista para el capitalista de riesgo se presenta en el Apéndice K, y la guía de entrevista para el emprendedor en el Apéndice L. Las guías son diseñadas para poder registrar las opiniones de los participantes en un intervalo de tiempo de entre 60 y 90 minutos.

Además, se busca que las entrevistas se realicen preferentemente en las oficinas de los participantes para conocer su centro de trabajo y para lograr un audio de alta calidad, aunque de antemano se conoce su poca disponibilidad y la posibilidad de que la entrevista se lleve a cabo en otro lugar. Al final la mayoría de las entrevistas se realizan en las oficinas de los participantes, con excepción de dos de ellas que se llevan a cabo en lugares públicos. Una vez concluida la entrevista se le envía a cada participante un correo electrónico de agradecimiento por su participación en la investigación y se les pide su colaboración para comentar sobre los resultados de la investigación cuando sea el momento.

Durante las entrevistas y el estudio en general, el investigador toma un papel de investigador interpretativo. El investigador interpretativo es un traductor de las palabras y las acciones de otras personas, y actúa como intermediario entre los entrevistados y la audiencia que pretende alcanzar (Corbin y Strauss, 2008). Como observador, el investigador interpretativo mantiene cierta distancia con el entrevistado, no expresa una opinión personal sobre los resultados de las entrevistas, a pesar del conocimiento general que pueda tener de la industria, y tiene acceso a información confidencial restringida que el entrevistado no comparte generalmente con personas ajenas a su círculo. El investigador interpretativo entiende el fenómeno a partir de los significados que los entrevistados le dan al fenómeno, y a partir de las interpretaciones que el investigador hace de las respuestas de los participantes. Anunciar desde un principio el papel del investigador y su condición de participante en la industria de capital de riesgo contribuye a la objetividad de la investigación.

En las entrevistas con los capitalistas de riesgo se recogen 678 minutos de audio. La entrevista más corta con los capitalistas de riesgo es de 53 minutos y la

más larga de 104 minutos. La duración promedio de las entrevistas con los capitalistas de riesgo es 76 minutos. Por otro lado, la duración total de las entrevistas con los emprendedores es 736 minutos. La entrevista más corta con los emprendedores tiene una duración de 54 minutos y la más larga de 115 minutos. La duración promedio de las entrevistas con los emprendedores es 82 minutos. El Apéndice M muestra los datos generales de las entrevistas con los capitalistas de riesgo, y el Apéndice N muestra la misma información para las entrevistas con los emprendedores.

Finalmente, por razones de privacidad y anonimato demandadas por los participantes, es importante que, en este documento y en cualquier otro artículo, presentación o trabajo en general que resulte de los datos proporcionados por los participantes en las entrevistas, no se pueda identificar la identidad de los participantes en la investigación ni la de sus organizaciones. Por las mismas razones de confidencialidad, en este trabajo se reemplazan los nombres de los fondos, de las empresas, de las ubicaciones, y de las personas, por nombres ficticios.

Los nueve capitalistas de riesgo entrevistados son codificados por orden alfabético, *c1*, *c2*, ... *c9*, y los nueve emprendedores entrevistados son codificados de acuerdo a su relación con el capitalista de riesgo, *e1*, *e2*, ... *e9*. De esta manera las relaciones estudiadas entre capitalistas de riesgo y emprendedores son *c1-e1*, *c2-e2*, ..., *c9-e9*. Los fondos administrados por los capitalistas de riesgo son codificados *F1* para el fondo administrado por el capitalista de riesgo *c1*, *F2* para el fondo administrado por el capitalista de riesgo *c2*, y así sucesivamente. Se procede de igual manera para codificar a las empresas de los emprendedores. La empresa *E1* es la empresa dirigida por el emprendedor *e1*, la empresa *E2* es la empresa dirigida por el

emprendedor *e2*, y así sucesivamente.

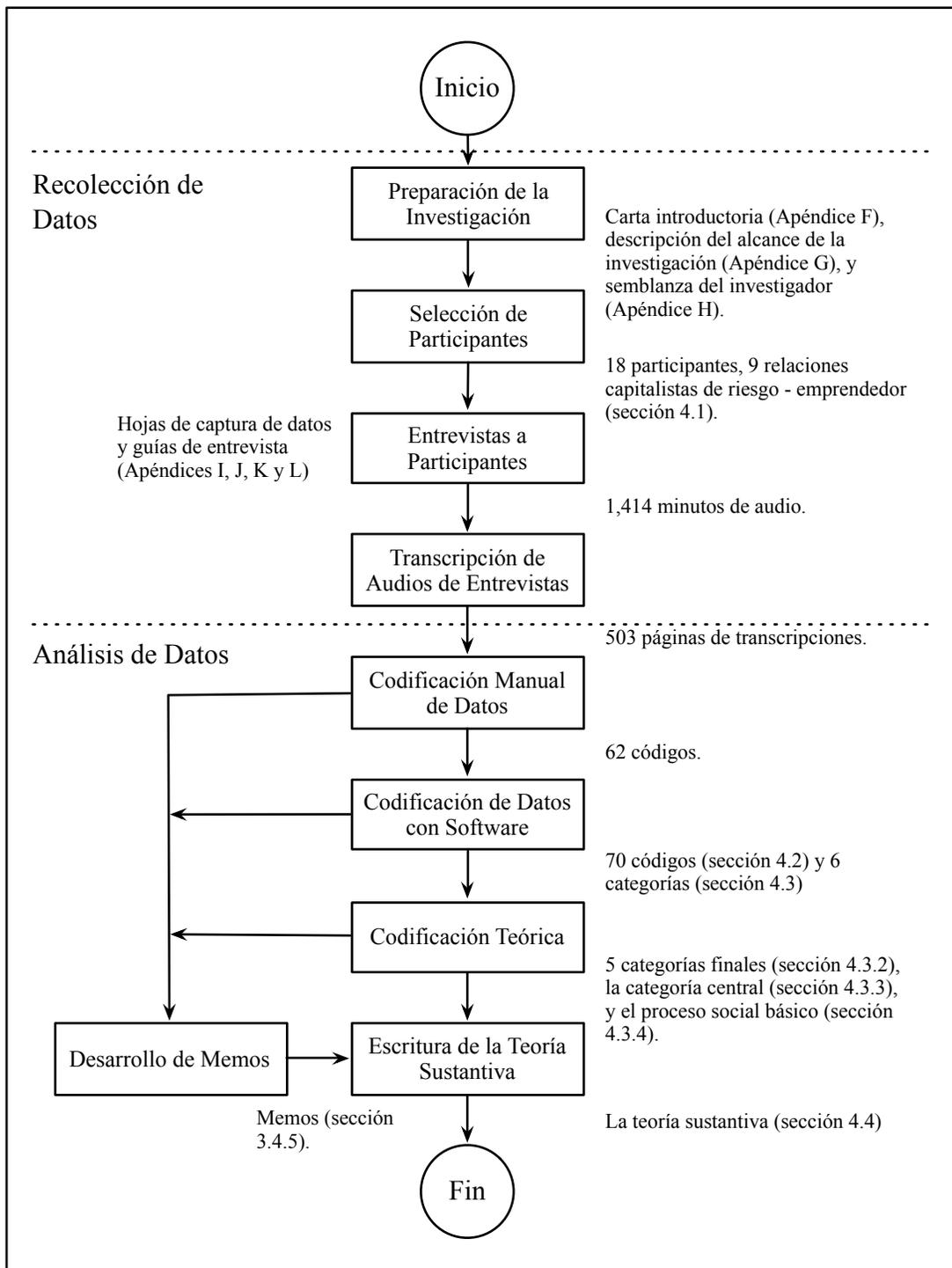
Hasta aquí lo concerniente a la metodología de la investigación. Para facilitar el entendimiento de cómo se ejecuta la presente investigación, a continuación se describe de forma general la manera en que se hace. La investigación se lleva a cabo en dos partes. La primera consiste en la recolección de datos que contempla la preparación para acercarse al campo, la selección de los participantes, las entrevistas y las transcripciones de los audios de las entrevistas. La segunda estriba en el análisis de los datos que se realiza según el método de análisis de comparación constante y con la ayuda de una herramienta de software. La Figura 3.4 ilustra el proceso de recolección y análisis de datos que se sigue en esta investigación.

Para acercarse al campo, el investigador prepara una carta introductoria, un documento que describe el alcance de la investigación, y su semblanza. Selecciona a los participantes, los contacta, agenda las entrevistas, y realiza las entrevistas personales con las hojas de captura de datos y guías de entrevista previamente elaboradas. El investigador graba las entrevistas y cuando termina de entrevistar al último de los participantes procede a que se transcriban los audios de las entrevistas. Las transcripciones son los textos que se analizan para buscar que emerja una teoría sustantiva.

El análisis de los datos consiste en identificar códigos, códigos que permitan integrar categorías o variables, categorías que se relacionen entre sí, y relaciones que formen patrones de conexión lógicos que expliquen el fenómeno estudiado. El esquema que resulta del análisis de los datos es la esencia misma de la teoría sustantiva. El objetivo de la presente investigación es precisamente desarrollar una teoría sustantiva que explique las contribuciones de valor del capitalista de riesgo en

México a la empresa donde invierte.

Figura 3.4. Proceso de recolección y análisis de datos en esta investigación.



Fuente: Elaboración propia basada en el proceso de la investigación.

## 4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

En este capítulo se reportan los resultados del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo y de los emprendedores, comenzando con la caracterización de los entrevistados y la de sus organizaciones, nueve emprendedores y sus nueve empresas y nueve capitalistas de riesgo y sus nueve fondos de inversión, que permite conocer quiénes invierten capital de riesgo en México y en dónde lo invierten. Además, en este capítulo se describen los 70 códigos que surgieron del análisis de los datos de los entrevistados, las cinco categorías resultantes CERTIFICACIÓN, CRECIMIENTO, PARTICIPACIÓN, RELACIÓN, y SALIDA, y la categoría central SALIDA. Finalmente se reporta el proceso social básico CONSTRUYENDO LA SALIDA y la teoría sustantiva surgida en la investigación.

### 4.1. Caracterización de los Participantes

En esta sección se desarrolla el perfil de los participantes en la investigación que permite conocer quiénes invierten capital de riesgo en México y en dónde lo hacen. En particular se contestan las preguntas: ¿qué características tienen los capitalistas de riesgo que invierten en empresas jóvenes de alto impacto en México?, ¿qué rasgos tiene un fondo de capital de riesgo en México?, ¿cuáles son los atributos de los emprendedores que son financiados con capital de riesgo en México?, y ¿cuál es la naturaleza de las empresas donde invierten los capitalistas de riesgo en México? Los perfiles de los 18 participantes en la investigación y de sus respectivas organizaciones, desarrollados con datos que se capturaron al inicio de las entrevistas con cada uno de ellos, se presentan a continuación.

**4.1.1. Capitalistas de riesgo y sus fondos.** El perfil del capitalista de riesgo resultó de tomar en cuenta su género, edad, nivel de educación, y los años de

experiencia realizando inversiones, mientras que el del fondo tomó en cuenta sus años en operación, número de socios directores, número de empleados, monto de recursos que maneja, y el número de empresas capitalizadas a la fecha.

Los nueve capitalistas de riesgo entrevistados son todos hombres. Su edad promedio es 42.7 años. Cinco de los capitalistas de riesgo son licenciados y los cuatro restantes son ingenieros. Todos los capitalistas de riesgo tienen el grado de maestro como nivel máximo de educación. En el momento de las entrevistas, los capitalistas de riesgo tenían 2.8 años en promedio invirtiendo en empresas. La Tabla 4.1 muestra el perfil de los capitalistas de riesgo entrevistados. Se destaca de los datos la madurez de los capitalistas de riesgo, su nivel de educación, y su relativa falta de experiencia.

Tabla 4.1

*Perfil de los capitalistas de riesgo que participaron en las entrevistas*

<i>Variable</i>	<i>Capitalista de Riesgo</i>								
	<i>c1</i>	<i>c2</i>	<i>c3</i>	<i>c4</i>	<i>c5</i>	<i>c6</i>	<i>c7</i>	<i>c8</i>	<i>c9</i>
Años de edad	44	40	44	36	37	33	58	51	41
Profesión	L	L	L	I	L	L	I	I	I
Posgrado	M	M	M	M	M	M	M	M	M
Años capitalizando empresas	8	2	5	0.5	0.5	4	2	1.5	1.5
Nota: "L" significa licenciado, "I" ingeniero, y "M" maestría. Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.									

Con respecto a los fondos de inversión que administran los capitalistas de riesgo entrevistados, los fondos tienen en promedio 2.6 años operando, son

administrados por 2.7 capitalistas de riesgo y tienen 8.8 empleados. En promedio, estos fondos tienen un tamaño de \$457 millones de pesos, y han invertido en 3.7 empresas. La Tabla 4.2 resume los datos de los fondos de los capitalistas de riesgo que participaron en la investigación. Se subraya de los datos lo reciente de los fondos de capital de riesgo, la variedad de tamaños, el bajo número de capitalistas de riesgo por fondo, y el escaso número de empresas capitalizadas.

Tabla 4.2

*Perfil de los fondos administrados por los capitalistas de riesgo participantes*

<i>Variable</i>	<i>Fondo</i>								
	<i>F1</i>	<i>F2</i>	<i>F3</i>	<i>F4</i>	<i>F5</i>	<i>F6</i>	<i>F7</i>	<i>F8</i>	<i>F9</i>
Años en operación	8	2	5	0.5	0.5	1	3	2	1.5
Capitalistas de riesgo	2	2	4	2	2	2	3	5	2
Empleados	10	8	12	6	6	8	5	15	9
Tamaño	\$250	\$250	\$1,275	\$250	\$50	\$250	ND	ND	\$875
Empresas capitalizadas	6	2	10	1	3	1	1	1	8
Nota: "ND" significa no disponible. Los montos están en millones de pesos. Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.									

**4.1.2. Emprendedores y sus empresas.** El perfil del emprendedor derivó de considerar su género, edad, nivel de educación, y número de emprendimientos, mientras que el de su empresa tomó en cuenta sus años en operación, los años operando con capital de riesgo, el monto de ventas anuales, el número de empleados, y el monto de capital de riesgo invertido.

De los nueve emprendedores entrevistados ocho son hombres y uno es mujer. La edad promedio de los emprendedores es 40.7 años. Ocho de los emprendedores participantes son licenciados y uno es ingeniero. En lo concerniente al máximo grado de educación de los emprendedores, seis de ellos no cuentan con posgrado, dos tienen el grado de maestro, y uno tiene el grado de doctor. Para cinco de los emprendedores la empresa que dirigen representa su primer emprendimiento, y para los otros cuatro emprendedores no. La Tabla 4.3 presenta el perfil de los emprendedores entrevistados. Se resalta de los datos la avanzada edad relativa de los emprendedores, su educación básica, y la mezcla de emprendimientos realizados.

Tabla 4.3

*Perfil de los emprendedores que participaron en las entrevistas*

<i>Variable</i>	<i>Empresa</i>								
	<i>e1</i>	<i>e2</i>	<i>e3</i>	<i>e4</i>	<i>e5</i>	<i>e6</i>	<i>e7</i>	<i>e8</i>	<i>e9</i>
Edad	60	29	42	52	26	31	29	49	48
Profesión	L	L	L	L	L	L	I	L	L
Posgrado		M	D						
Primer emprendimiento	Si	Si	Si	No	Si	No	Si	No	No
Nota: “L” significa licenciado, “I” ingeniero, “M” maestría, y “D” doctorado. Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.									

Por otro lado, en promedio, las empresas de los emprendedores tienen operando 5.3 años, operan con capital de riesgo desde hace 2.9 años, tienen ventas anuales de \$76.9 millones de pesos, emplean a 122 personas, y recibieron \$33.2 millones de pesos en capital de riesgo. La Tabla 4.4 muestra los datos de las empresas de los

emprendedores que participaron en la investigación. Se distingue de los datos la avanzada edad relativa de las empresas financiadas con capital de riesgo, el largo tiempo operando con capital de riesgo, y el gran rango de ventas anuales, número de empleados, y montos de la inversión.

Tabla 4.4

*Perfil de las empresas dirigidas por los emprendedores entrevistados*

<i>Variable</i>	<i>Empresa</i>								
	<i>E1</i>	<i>E2</i>	<i>E3</i>	<i>E4</i>	<i>E5</i>	<i>E6</i>	<i>E7</i>	<i>E8</i>	<i>E9</i>
Años en operación	4	3	4	6	0.5	4	8	9	9
Años operando con capital de riesgo	3	0.5	3	3	0.5	4	6	5	1
Ventas anuales	\$40	\$3	\$39	\$30	\$3	\$100	ND	\$350	\$50
Empleados	50	6	108	36	7	71	100	650	70
Inversión de capital de riesgo	ND	\$30	\$88	\$28	\$3	\$25	ND	ND	\$25

Nota: “ND” significa no disponible.  
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

**4.1.3. Las relaciones capitalista de riesgo – emprendedor.** A continuación se resumen los perfiles de las nueve relaciones capitalista de riesgo - emprendedor que participaron en las entrevistas. La relación #1 está formada por el capitalista de riesgo *c1* y el emprendedor *e1*. El capitalista de riesgo *c1* tiene 44 años, es licenciado con una maestría, y tiene ocho años capitalizando empresas. Su fondo es de \$250 millones de pesos y tiene ocho años operando, cuenta con 10 empleados, y ha capitalizado a seis empresas. El fondo es dirigido por dos capitalistas de riesgo. Por

otra parte, el emprendedor *e1* tiene 60 años, es licenciado, y su empresa, que tiene cuatro años operando, es el resultado de su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de \$40 millones de pesos, emplea a 50 personas, y tiene tres años funcionando con capital de riesgo. Se subraya de esta relación que el capitalista de riesgo es más joven que el emprendedor, que la empresa casi desde su creación fue fondeada con capital de riesgo, que las ventas anuales de la empresa son relativamente altas, y que el fondo ocupó 16% de sus recursos en la empresa.

La relación #2 está formada por el capitalista de riesgo *c2* y el emprendedor *e2*. El capitalista de riesgo *c2* tiene 40 años, es licenciado con una maestría, y tiene dos años capitalizando empresas. Su fondo es de \$250 millones de pesos y tiene dos años operando, cuenta con ocho empleados, y ha capitalizado a dos empresas. El fondo es dirigido por dos capitalistas de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e2* tiene 29 años, es licenciado con una maestría, y su empresa, que tiene tres años operando, es el resultado de su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de tres millones de pesos, emplea a seis personas, y tiene medio año funcionando con capital de riesgo. El monto de capital de riesgo invertido en la empresa es \$30 millones de pesos. Se distingue de esta relación que el capitalista de riesgo recién comienza a invertir en empresas, que el emprendedor realiza su primer emprendimiento, que el fondo ha realizado sólo una inversión por año en promedio, que la empresa tiene el menor tiempo operando con capital de riesgo en el estudio, y que las ventas anuales de la empresa representan sólo el 10% de la inversión de capital de riesgo.

La relación #3 está formada por el capitalista de riesgo *c3* y el emprendedor *e3*. El capitalista de riesgo *c3* tiene 44 años, es licenciado con una maestría, y tiene cinco

años capitalizando empresas. Su fondo es de \$1,275 millones de pesos y tiene cinco años operando, cuenta con 12 empleados, y ha capitalizado a 10 empresas. El fondo es dirigido por cuatro capitalistas de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e3* tiene 42 años, es licenciado con un doctorado, y su empresa, que tiene cuatro años operando, es el resultado de su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de \$39 millones de pesos, emplea a 108 personas, y tiene tres años funcionando con capital de riesgo. El monto de capital de riesgo invertido en la empresa es \$88 millones de pesos. Se destaca de esta relación que el capitalista de riesgo y el emprendedor tienen aproximadamente la misma edad, que el emprendedor tiene un grado de doctor, que el fondo es el más grande de los contemplados en el estudio, y que la inversión de capital de riesgo en la empresa sólo representa cerca del 7% del total de recursos del fondo.

La relación #4 está formada por el capitalista de riesgo *c4* y el emprendedor *e4*. El capitalista de riesgo *c4* tiene 36 años, es ingeniero con una maestría, y tiene medio año capitalizando empresas. Su fondo es de \$250 millones de pesos y tiene 0.5 años operando, cuenta con seis empleados, y ha capitalizado a una empresa. El fondo es dirigido por dos capitalistas de riesgo. Por otro lado, el emprendedor *e4* tiene 52 años, es licenciado, y su empresa, que tiene seis años operando, no es su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de \$30 millones de pesos, emplea a 36 personas, y tiene tres años funcionando con capital de riesgo. El monto de capital de riesgo invertido en la empresa es \$28 millones de pesos. Se resalta de esta relación que el capitalista de riesgo es más joven que el emprendedor, que la empresa representa su primera inversión para el capitalista de riesgo, que la empresa no es el primer emprendimiento del emprendedor, y que la inversión de

capital de riesgo se hizo en una empresa que no era de reciente creación.

La relación #5 está formada por el capitalista de riesgo *c5* y el emprendedor *e5*. El capitalista de riesgo *c5* tiene 37 años, es licenciado con una maestría, y tiene medio año capitalizando empresas. Su fondo es de \$50 millones de pesos y tiene 0.5 años operando, cuenta con seis empleados, y ha capitalizado a tres empresas. El fondo es dirigido por dos capitalista de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e5* tiene 26 años, es licenciado, y su empresa, que tiene medio año operando, es el resultado de su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de tres millones de pesos, emplea a siete personas, y tiene medio año funcionando con capital de riesgo. El monto de capital de riesgo invertido en la empresa es tres millones de pesos. Se subraya de esta relación que el capitalista de riesgo recién comienza con inversiones de capital de riesgo, la juventud del emprendedor, que el fondo es relativamente pequeño, que la empresa tiene ventas anuales iguales al monto de la inversión de capital de riesgo, y que la inversión de capital de riesgo en la empresa es la más pequeña del estudio.

La relación #6 está formada por el capitalista de riesgo *c6* y el emprendedor *e6*. El capitalista de riesgo *c6* tiene 33 años, es licenciado con una maestría, y tiene cuatro años capitalizando empresas. Su fondo es de \$250 millones de pesos y tiene un año operando, cuenta con ocho empleados, y tiene una empresa capitalizada. El fondo es dirigido por dos capitalistas de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e6* tiene 31 años, es licenciado, y su empresa, que tiene cuatro años operando, no es su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de \$100 millones de pesos, emplea a 71 personas, y tiene cuatro años funcionando con capital de riesgo. El monto de capital de riesgo invertido en la empresa es \$25 millones de

pesos. Se distingue de esta relación que el capitalista de riesgo aunque joven tiene experiencia capitalizando empresas, que el emprendedor ya había emprendido anteriormente, que el capitalista de riesgo y el emprendedor tienen casi la misma edad, y que la empresa tiene un gran tamaño después de cuatro años de operación.

La relación #7 está formada por el capitalista de riesgo *c7* y el emprendedor *e7*. El capitalista de riesgo *c7* tiene 58 años, es ingeniero con una maestría, y tiene dos años capitalizando empresas. Su fondo tiene cinco empleados, y ha capitalizado a una empresa. El fondo es dirigido por tres capitalistas de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e7* tiene 29 años, es ingeniero, y su empresa, que tiene ocho años operando, es el resultado de su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor emplea a 100 personas, y tiene seis años funcionando con capital de riesgo. Se subraya de esta relación que el capitalista de riesgo es el de más experiencia en el estudio, que el fondo sólo ha invertido en una empresa en tres años, que el emprendedor formó su empresa a los 21 años de edad, y que la empresa es la que más años tiene con capital de riesgo en el estudio.

La relación #8 está formada por el capitalista de riesgo *c8* y el emprendedor *e8*. El capitalista de riesgo *c8* tiene 51 años, es ingeniero con una maestría, y tiene un año y medio capitalizando empresas. Su fondo tiene 15 empleados, y ha capitalizado a una empresa. El fondo es dirigido por cinco capitalistas de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e8* tiene 49 años, es licenciado, y su empresa, que tiene nueve años operando, no es su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de \$350 millones de pesos, emplea a 650 personas, y tiene cinco años funcionando con capital de riesgo. Se destaca de esta relación la madurez del capitalista de riesgo y la del emprendedor que tienen casi la misma edad, el gran

número de capitalistas de riesgo que tiene el fondo, que no es el primer emprendimiento del emprendedor, y el gran tamaño de la empresa, la más grande en el estudio.

Finalmente, la relación #9 está formada por el capitalista de riesgo *c9* y el emprendedor *e9*. El capitalista de riesgo *c9* tiene 41 años, es ingeniero con una maestría, y tiene un año y medio capitalizando empresas. Su fondo es de \$875 millones de pesos y tiene 1.5 años operando, cuenta con nueve empleados, y ha capitalizado a ocho empresas. El fondo es dirigido por dos capitalistas de riesgo. Por otra parte, el emprendedor *e9* tiene 48 años, es licenciado, y su empresa que tiene nueve años operando no es su primer emprendimiento. La empresa del emprendedor tiene ventas anuales de \$50 millones de pesos, emplea a 70 personas, y tiene un año funcionando con capital de riesgo. El monto de capital de riesgo invertido en la empresa es \$25 millones de pesos. Se distingue de esta relación que el capitalista de riesgo es más joven que el emprendedor, que el fondo invirtió en 5.3 empresas al año en promedio, que no es el primer emprendimiento del emprendedor, que la empresa no era una empresa de reciente creación cuando recibió el capital de riesgo, y que la inversión de capital de riesgo en la empresa representa sólo cerca del 3% del total de los recursos del fondo.

Hasta aquí la caracterización de los participantes en la investigación. A continuación se analizan los datos de los entrevistados.

#### **4.2. Códigos Surgidos de los Datos de los Participantes**

En esta sección se reporta el análisis de los datos que se generaron en las entrevistas con los emprendedores y los capitalistas de riesgo. El análisis de los datos comenzó una vez concluidas las entrevistas con todos los participantes para que de esta manera

se minimizara al máximo la posibilidad de que el investigador pudiera dirigir la discusión de las siguientes entrevistas, al usar información surgida en entrevistas anteriores. Primero se analizaron los datos de los emprendedores y a continuación se hizo lo propio con los datos de los capitalistas de riesgo. El análisis se realizó de forma sistemática e iterativa de acuerdo a la técnica de análisis de comparación constante descrita en el Capítulo 3. Primero se reportan los códigos surgidos de los datos de los emprendedores y a continuación se informan los códigos surgidos de los datos de los capitalistas de riesgo.

**4.2.1. Códigos de los emprendedores.** De los datos de los emprendedores surgieron los 53 códigos que se muestran en el Apéndice O. De estos códigos 15 fueron exclusivos de los emprendedores como se ilustra en el Apéndice P, y 38 fueron comunes a los emprendedores y a los capitalistas de riesgo como se muestra en el Apéndice Q. Cada uno de estos códigos contiene palabras, frases o conceptos con significados similares. A continuación se describen cada uno de estos códigos con uno o más ejemplos proporcionados por los participantes durante las entrevistas. En algunos casos ciertos contenidos sirvieron para representar a más de un código. Para proteger la confidencialidad de la información, en los ejemplos de codificación que se muestran a continuación se sustituyeron los nombres de personas y de empresas por referencias ficticias.

#### ■ **asesoría**

Para el emprendedor es importante que el capitalista de riesgo le pueda dar *asesoría* sobre cómo hacer las cosas y cómo resolver problemas. El código *asesoría* considera el conocimiento y la experiencia del capitalista de riesgo en el desarrollo de negocios, características que con frecuencia carece el emprendedor.

“El hecho de que tú tienes de ellos tanta participación como quieras, sí, entonces si quieres oye yo quiero que me venga a ayudar en tal cosa o en tal otra te mandan gente y aquí está ... cuando queremos que nos den puntos de vista o nos den asesoría en cuestiones comerciales, también.”

(e1, p19, r26-27 : p20, r1-2)

“... son opiniones sobre todo lo que les pido, que son muy importantes para tomar decisiones ... oye ¿cómo le vendemos a este?, ¿cómo ves esto?, ¿cómo ves este tema laboral?” (e7, p13, r16-22)

#### ■ auditoría, *due diligence*

Según el emprendedor, la *auditoría* es una actividad importante que realiza el capitalista de riesgo para verificar la autenticidad de la información que le proporciona el emprendedor. La *auditoría* tiene un costo para el capitalista de riesgo por lo que la realiza sólo cuando ha avanzado en el proceso de selección de la inversión y considera que vale la pena validar la oportunidad de inversión.

“...la auditoría, más que todo lo que hacen es que revisan que no hayan los famosos cadáveres ocultos, no vaya a ser que este cuate no me lo esté diciendo, y tenga unas broncas ahí terribles ... la auditoría creo que la enfocan más a la parte de que desde el punto de vista de las finanzas de la empresa, de la legalidad de la empresa, no hayan sorpresas ni asuntos que en algún momento se vuelvan un problema grave....” (e1, p11, r6-8 : r19-22)

“... que hagan la auditoría, que comprueben que todo lo que les dijiste es verdad. Porque eso es lo que es la auditoría, venir a comprobar que todo lo que les has dicho es verdad ...” (e4, p12, r28-30)

### ■ **aval**

El código *aval* describe la importancia que tiene la participación del capitalista de riesgo en la empresa del emprendedor para atraer más financiamiento, particularmente financiamiento con capital.

“... además nos dimos cuenta de que teniendo el apoyo de un primer fondo sería después relativamente más fácil convencer a otros fondos. De alguna forma el primer fondo se constituyó en una especie de aval en sí del proyecto ...” (e1, p3, r4-6)

“... una vez que un fondo me compró esta referencia, pues al otro fondo se le hizo más fácil también comprarla, como si se tratara de un aval.” (e6, p8, r22-23)

### ■ **capacidad de ejecución**

Para el emprendedor es fundamental que el capitalista de riesgo confíe en su *capacidad de ejecución*. También el emprendedor reconoce que si no cuenta con esta capacidad requerida conviene hacerse a un lado y permitir que otra persona dirija la empresa, o bien persuadir al capitalista de riesgo para que lo apoye a desarrollar las capacidades necesarias que demanda el puesto de director general.

“... algo muy importante para el fondo es saber que nosotros vemos que el día de mañana nos podemos traer un director general externo y que estamos ok con eso. Y está muy bien porque justo yo y mi socio estábamos en un momento en el cual decidimos que necesitábamos a alguien que dirigiera la empresa y que nosotros ya nos queríamos dedicar a lo que hacemos bien ...” (e2, p7, r22-26)

“... dime a mí [capitalista de riesgo] como tu directo, como la persona en

la que has depositado la confianza, qué yo como director tengo que mejorar, en dónde ves que me falta, informar mejor, tomar decisiones más rápidas, retener el talento de una mejor manera, traer nuevo talento que no he buscado ...” (e3, p3, r9-12)

“... un emprendedor a lo mejor es una persona que puede tener muy buenas ideas pero eso no quiere decir que sea muy bueno ejecutándolas, puedes tener un emprendedor que sea un genio creando ideas nuevas pero un desordenado, pues a lo mejor lo debes tener ahí como director de ideas o consejero delegado de ideas o lo que quieras, pero no administrando la empresa ...” (e4, p20, r5-9)

“ Yo creo que [el capitalista de riesgo] debe estar concentrado en fortalecer las habilidades del emprendedor y en llenar los huecos ... tengo la percepción de que algunos fondos se concentran sólo en la parte económica, en decir pongo tanto, espero tanto y me voy a ir en tanto, yo creo que un inversionista tiene que concentrarse también en el aspecto humano del emprendedor, es decir, este emprendedor es bueno para esto y carece de esto, hay que potenciar aquello en lo que es bueno y hay que acercarle aquello que le hace falta para hacerlo crecer ... “ (e9, p34, r26-31 : p35, r1-3)

#### ■ **capital con talento**

Aunque la intención primera del emprendedor es conseguir capital, para el emprendedor también es importante aprovechar la contribución no monetaria que hace el capitalista de riesgo a la empresa donde invierte. Si el emprendedor no busca *capital con talento*, un socio que participe activamente en el desarrollo de la empresa,

y sólo busca dinero, el capital de riesgo no es una opción para el emprendedor.

“Bueno, en el momento en que nosotros tomamos la decisión de salir a buscar capital nuestra primera meta no fue buscar capital de riesgo o atraer a un inversionista con capital de riesgo, estábamos buscando un socio que trajera algo más que el capital ... yo lo que buscaba era capital con talento, no solamente el capital ...” (e3, p1, r4-8)

#### ■ casos de éxito

El emprendedor destaca la importancia de generar casos de éxito que motiven a otros emprendedores a participar en la industria del capital de riesgo. El *caso de éxito* idealmente debe cumplir con las expectativas de todas las partes involucradas en la inversión: inversionistas, capitalistas de riesgo, y emprendedores.

“... el capitalista de riesgo realmente está apostando a crear proyectos exitosos, y no proyectos de corto plazo, que el día de mañana ayuden en este ecosistema de emprendedores a vender el ser emprendedor ... nosotros somos una de sus banderas del capitalista de riesgo, y en la medida en que nosotros podamos despuntar como un caso de éxito, somos su mejor herramienta para que le lleguen buenos proyectos y para que nuevos inversionistas inviertan más dinero en su fondo o pueda crear otro fondo ...” (e6, p5, r1-3 : p19, r20-23)

#### ■ certidumbre

El emprendedor destaca la importancia del efecto *certidumbre* del capitalista de riesgo para el desarrollo de la empresa.

“De inmediato el capital de riesgo le dio certidumbre al futuro de la empresa ... empezamos a respirar con tranquilidad de decir ahora sí a

concentrarme en lo que sé hacer, que ya tengo el respaldo económico para irme de frente contra lo que se me atravesase ... alguien se va a pelear igual que yo por no perder su inversión, pero adicionalmente traigo un respaldo que me permitiría explorar cosas que en otras circunstancias no exploraría ...” (e9, p31, r13 : p32, r6-16)

#### ■ **clima de negocio**

El emprendedor señala que el conocimiento del capitalista de riesgo del *clima de negocio* en general beneficia a la empresa capitalizada. Este código está relacionado con el saber hacer del capitalista de riesgo que viene a complementar la inexperiencia del emprendedor.

“Los capitalistas de riesgo son gente que están, digamos ahora sí que en los negocios, tienen muchos contactos, tienen digamos, están bien informados en general del clima de negocio y por lo tanto son gentes inteligentes y gentes bien informadas ...” (e1, p19, r2-4)

#### ■ **compromiso**

El emprendedor es responsable de la operación de la empresa y, por lo mismo, es el responsable de conseguir los resultados de crecimiento proyectados. El *compromiso* a los resultados debe ser algo arraigado en el emprendedor a la hora de conducir la empresa.

“... está digamos documentada nuestra obligación de resultados con ellos, en fin, no necesitan decirnos ni exigirnos resultados, estamos comprometidos a los resultados desde que firmamos el acuerdo ...” (e1, p15, r20-22)

“no existe una hacha que nos esté presionando para los resultados, no,

más bien yo creo que es la presión de nosotros como dueños de la empresa, que queremos llegar a los resultados, estamos comprometidos, porque es lo que nos conviene ...” (e5, p11, r22-25)

#### ■ **confianza**

Para el emprendedor, la *confianza* surge como factor importante de su relación con el capitalista de riesgo. Esta *confianza* debe comenzar a gestarse durante la evaluación de la oportunidad de inversión que realiza el capitalista de riesgo. Si el capitalista de riesgo no confía en el emprendedor difícilmente invertirá en la empresa que analiza. Una vez realizada la inversión es importante que se mantenga la *confianza* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor para beneficio del desarrollo de la empresa. El código *confianza* está relacionado también con la capacidad de ejecución del emprendedor.

“... es muy importante que el director general, sea quien sea, tenga la confianza plena de sus socios, si no tienes la confianza de tus socios no puedes operar ... si no hay esa confianza el capitalista de riesgo tiene que tener la capacidad de cambiar al management con la mano en la cintura ...” (e4, p20, r9-13)

“... hay como mucho espacio o como mucha confianza para hacerme críticas y para cuestionar digamos mis ideas, creo que lo más importante del capitalista de riesgo es que siempre ha creído en nosotros y, volvemos a lo mismo, más que creer en un Excel o creer en una proyección o creer en unos números, ha creído en la idea y en el potencial que tiene el equipo para ejecutarla.” (e6, p15, r8-12)

“... yo creo que el capital de riesgo lo que más quiere es este señor si sabe

de lo que está hablando y tiene el equipo gerencial correcto para hacerlo ...” (e8, p2, r17-19)

#### ■ **consejero**

El emprendedor espera que el capitalista de riesgo sea un *consejero*, es decir, una persona que lo aconseje a nivel personal. El código *consejero* incluye términos como coach, tutor, y entrenador.

“... la gente que invierte en ti, que sea gente que respetes, o sea que su palabra pese, y que tenga la experiencia que complemente lo que pueda tener tu equipo y que sobretodo, como dicen luego, que haya canas en la gestión de la empresa, y que te permita darte consejos y corregirte cuando vea que estás haciendo las cosas mal ...” (e6, p13, r22-26)

#### ■ **consultoría externa**

El emprendedor encuentra apropiado rodearse de especialistas para buscar conseguir el financiamiento del capitalista de riesgo. En general, el emprendedor conoce poco acerca del capital de riesgo y de las complejidades asociadas con este tipo de financiamiento, por lo que para poder materializar la inversión busca *consultoría externa* de expertos en la materia.

“... un asesor más del mundo financiero nos ayudó mucho en lo que sí debíamos decir y no debíamos decir, no por ocultar nada, sino qué tenía más valor y qué no valía la pena perder tiempo diciéndole a alguien que no importaba ...” (e8, p4, r12-15)

“... lo contratamos como consultor para que nos ayudara en la parte financiera y sobretodo para armar un prospecto ... obviamente en mi inexperiencia alrededor de la negociación de la hoja de términos y

condiciones, involucré a este asesor financiero y contratamos adicionalmente a un despacho de abogados para que hicieran el análisis ...” (e9, p2, r12-13 : p8, r25-27)

#### ■ **contactos**

Desde la perspectiva del emprendedor, los *contactos* del capitalista de riesgo juegan un papel preponderante en el desarrollo de la empresa.

“... los del fondo tienen muy buenas relaciones y muy buena imagen en ciertos sectores ... en esos sectores y en esos segmentos nos ayudan mucho, ya lo están haciendo, ya nos están empujando ahí a obtener apoyos de una u otra forma.” (e4, p25, r28-29 : p26, r1-2)

“... los contactos juegan una parte importantísima porque un fondo normalmente tiene muchas relaciones ... los contactos es oye mira aquí hay una cita ve a ver a esta persona, vamos a ver esto, nos abren puertas ...” (e7, p13, r22-27)

“... [el capitalista de riesgo] conoce a otros fondos, algunos de ellos han invertido en competidores, nos da pistas sobre hacia dónde pudieran estarse moviendo esos competidores, conoce otras industrias ... nos puede decir oye acabamos de reunirnos con una empresa que hace tal cosa, ustedes creen que podríamos hacer algo ...” (e9, p24, r2-8)

#### ■ **controles**

El emprendedor reconoce que para el capitalista de riesgo es importante tener *controles* para proteger su inversión. Aunque generalmente una mayor tenencia accionaria se asocia con un mayor control de la empresa, en el caso del capital de riesgo no es así. El capitalista de riesgo en promedio realiza inversiones que

representan menos de la mitad de las acciones de la empresa, y, sin embargo, adquiere el control de la empresa donde invierte.

“... independientemente de que tú sigas teniendo la mayoría de las acciones, o sin importar qué porcentaje de acciones tengas, se establecen una serie de reglas muy claras del manejo de la empresa en donde no tiene que ver quién tiene la mayoría sino cómo se toman las decisiones que se llaman colegiadas ... se establecen en el contrato desde el inicio, decisiones que no pueden ser tomadas por la empresa, o por los accionistas llamados de control, sin la expresa autorización del consejo de administración, y a veces sin la autorización del capitalista de riesgo ...”  
(e1, p7, r29-30 : p8, r1-6)

“... [el capitalista de riesgo] quiere estar seguro de que no se van a tomar decisiones estratégicas sin su participación, sin que pueda tener control de esas decisiones ...” (e4, p11, r11-13)

“... pusieron controles de montos de gastos, cualquier inversión de \$250 mil dólares para arriba requiere aprobación del consejo, y se pusieron controles en endeudamiento ...” (e8, p15, r10-12)

#### ■ coyuntura

El levantamiento de recursos para realizar un proyecto de inversión lleva tiempo y representa un esfuerzo considerable, por lo que el emprendedor destaca la importancia de conocer la *coyuntura* para hacerlo. El emprendedor debe considerar que el proceso de financiamiento lleva mucho tiempo e identificar el momento apropiado para iniciar la búsqueda de financiamiento.

“... les enseñamos el producto, les gustó mucho y después hubo, un

periodo más o menos como de unos dos meses, en donde digamos que de manera no todavía oficial ni nada, hubo una especie de auditoría, vamos a decir informal, a ver dónde está el plan de negocios, a ver cómo haces tu producto, en fin, en donde ellos trataron de obtener la mayor cantidad de información antes de proponernos ya la firma de una hoja de términos y condiciones ...” (e1, p10, r21-26)

“... hay dos cosas importantes para levantar dinero: una es mejor empezarlo a levantar cuando no lo necesitas realmente, porque si no vas a acabar mal, va a ser complicada la negociación, y dos siempre vas a necesitar más de lo que parece en un principio ... el punto es que hay que salir a levantar el dinero cuando no es urgente, los procesos de inversión tardan, tienen un plazo y tardan meses por más sencillo que sea la inversión, tardan varios meses, entonces lo mejor para todos es una empresa que lo esté viendo como que lo va a necesitar en mucho tiempo ... como el proceso de análisis es tan largo y complicado, no es de que oye quiero dinero y ahí tienes y entonces le dices y le das el número de cuenta y ya, siempre hay una auditoría hay un proceso de estira y afloja y una negociación ...” (e7, p6, r4-8 : p7, r22-25 : p24, r2-4)

#### ■ **credibilidad**

Al convencer al capitalista de riesgo de invertir en su proyecto, el emprendedor indirectamente le está dando *credibilidad* a su esfuerzo de desarrollar la empresa.

“... yo creo que uno de los mayores retos de un emprendedor en México es ganar credibilidad, en otros países es muy de moda ser emprendedor ...” (e6, p5, r4-5)

“... el capitalista de riesgo nos ayuda a traer credibilidad hacia la innovación de la empresa ... ¿cómo una empresa en México va a inventar una manera diferente de fabricar algo? ... pero es muy diferente que yo llegue y lo diga, a que llegue el fondo más importante de este país y lo haga, se enteran que me analizó, que hizo una auditoría y que invirtió en el proyecto, o sea da mucho valor en muchos sentidos.” (e7, p17, r17-22)

“... el capital de riesgo le da más credibilidad a la empresa, eso es lo que nos ha ayudado ...” (e8, p27, r7-8)

#### ■ dilución

La *dilución* se refiere a la disminución de la participación accionaria de los socios de una empresa causada por la entrada de nuevos socios, y representa una preocupación para el emprendedor que financia su empresa con capital de riesgo.

“... nos dimos cuenta que ya valía la pena diluirnos un poco más, pero poder ser parte de algo mucho más grande el día de mañana.” (e2, p1, r11-12)

“El empresario mexicano es muy mal empresario, no le gusta diluirse, prefiere ser cabeza de ratón, que cola de león, literalmente, no sabe tener socios. Te dicen “oye yo soy dueño de todo el pastel”, aunque sea un pastelito, prefieren ser dueños de todo ese pastelito que tener el 20 por ciento de un pastel gigante de bodas, se le dice “oye pero es que vale mucho más el 20 por ciento de este otro negocio”, y el te dice “no, no, no, yo quiero ser el amo y señor del mi pastelito”. Es una visión miope.” (e4, p10, r19-25)

### ■ dinero

De los datos de los emprendedores es evidente que la razón principal por la que el emprendedor busca financiamiento con capital de riesgo en México es el *dinero*.

“ ... con los socios financieros que tenía originalmente no me alcanzaban los recursos, necesitaba más recursos, esa es la verdad. Es un proyecto que necesita mucho capital y la mejor forma de obtener el capital era a través de fondos ... “ (e4, p1, r5-7)

“ ... el financiamiento obedece a una necesidad muy inmediata que teníamos, que resuelve una necesidad de liquidez y de capital de trabajo que no habíamos podido encontrar, y que ya nos tenía muy apretados.” (e6, p20, r5-7)

“... empezamos a respirar con tranquilidad ... ya tengo el respaldo económico para irme de frente contra lo que se me atravesase ...” (e9, p32, r6-8)

### ■ enfoque

El capital de riesgo produce que el emprendedor se *enfoque* en la operación y en la obtención de resultados. El emprendedor con capital de riesgo no se distrae en otras actividades que toman tiempo y que no contribuyen necesariamente a la ejecución del plan de operación de la empresa, como sería el buscar financiamiento para cubrir sus gastos fijos.

“... el enfoque mío y de buena parte del equipo, sobre todo a nivel directivo, ya no es estar levantando dinero sino ponernos a trabajar, entonces ese fue como digamos el beneficio inmediato [del capital de riesgo] ...” (e6, p20, r9-11)

“... capital que nos permitiera crecer de manera más estable, quizá, no se si sea la palabra correcta, pero por lo menos más ordenada sin la presión típica de deberle a un tercero y tener siempre el Jesús en la boca de qué va a pasar, por los altibajos del mercado.” (e9, p1, r11-14)

#### ■ evidencia

El capitalista de riesgo busca en la experiencia del emprendedor *evidencia* de su capacidad para ejecutar un proyecto y para crecer una empresa.

“... la verdad es que el capitalista de riesgo también ha ido viendo muy de cerca cómo ha ido creciendo la compañía, yo creo que por eso también digamos que tiene mucho más medida su inversión, nos conoce y sabe la capacidad del equipo yo creo y también para nosotros fue una gran selección porque pues ya hay una gran relación con el capitalista de riesgo ...” (e6, p4, r23-26)

“... una parte importante de la preparación es que ellos vieron cómo fue creciendo la compañía ... fue la misma relación y cuando sentimos los dos que estábamos en una etapa en donde ya podía entrar un fondo de ese tamaño, ya nos conocíamos muy bien ...” (e7, p1, r29 : p2, r25-27)

#### ■ experiencia

El emprendedor aprecia la mayor *experiencia* del capitalista de riesgo desarrollando empresas, dado que con frecuencia para el emprendedor se trata de su primera oportunidad de formar y crecer una empresa.

“... es toda la experiencia y la ayuda que nos han dado tanto los socios como los asociados hasta el día de hoy, llevamos qué como un mes de haber firmado, y sí yo si he visto ya de manera tangible las aportaciones

que están haciendo ... ya se está sintiendo en la empresa.” (e2, p24, r25-30)

“... tú tienes una persona que independientemente de la participación que tenga en el negocio o no, [el capitalista de riesgo] es una persona que tiene talento, experiencia, y por lo tanto, puede influir en tus decisiones porque lo escuchas, porque tiene prestigio para ti ...” (e3, p14, r26-28)

“En definitiva, para nosotros que somos bastante jóvenes, enrolarnos con gente con mucha mayor experiencia que nosotros es muy importante ... con la experiencia que tienen ellos en operación de empresas, complementa muy bien la falta de o la menos experiencia que tenemos ... tenemos 26 y 27 años, entonces es bueno, muy bueno tener gente que tiene más experiencia que nosotros ...” (e5, p11, r25-26 : p13, r17-20)

#### ■ **financiamiento previo**

El emprendedor reconoce que para el capitalista de riesgo es importante saber que el emprendedor agotó fuentes de financiamiento propias, de sus familiares, de amigos y de conocidos, antes de acudir al capitalista de riesgo, como muestra del compromiso del emprendedor para desarrollar su proyecto.

“Ok, nuestro proyecto es como el típico ejemplo de escuela, digamos el proceso que hemos tenido de la inversión. Primero fue una inversión de mis ahorros y los de mi socio para lanzar el sitio y probar que era un buen producto, una vez que lo lanzamos fuimos a buscar capital de familiares y amigos y de un inversionista ángel con un monto pequeño, antes de llegar al capital de riesgo.” (e2, p1, r3-7)

“Yo dividiría el financiamiento en dos momentos, la parte de familiares y

amigos, que al final del día más que otra cosa invierten en la idea, pero invierten en ti como persona, pues digamos que es más aterrizar bien la idea y venderla bien entre tu círculo más cercano, y la segunda etapa, que ya es una etapa más difícil que te diría llevo prácticamente cuatro años, tiene que ver con demostrar una inercia positiva y sobretodo en este giro yo creo que importa más vender mucho el futuro y la innovación y sobretodo que has podido iterar el producto o el modelo con cierto éxito.”

(e6, p2, r2-9)

#### ■ **gobierno corporativo**

El emprendedor destaca que la participación del capitalista de riesgo en la empresa se realiza principalmente en sus órganos de *gobierno corporativo* como son el consejo de administración y sus comités operativos. El capitalista de riesgo se asegura de que se instalen y operen estos órganos de gobierno en las empresas que financia para darle seguimiento a su inversión.

“Nos reunimos unas seis veces al año, en consejo de administración y tenemos lo que se llama un comité ejecutivo en donde participan ellos y que tiene una periodicidad de 15 días a 3 semanas pero es un comité donde llevamos a cabo un seguimiento del desempeño de la empresa, un seguimiento muy preciso y muy puntual, área por área de la empresa y donde ellos, obviamente están bien enterados y por lo tanto tienen oportunidad de aportar ideas y de dar puntos de vista, de sugerir cambios, mejoras, etcétera. Si, el seguimiento del desempeño de la empresa es intenso.” (e1, p14, r7-13)

### ■ **incentivos**

El emprendedor destaca la importancia de los mecanismos de *incentivos* que establece el capitalista de riesgo para que el emprendedor y su equipo de trabajo busquen alcanzar las metas trazadas.

“... tenemos un bono que consiste en una opción de acciones que queremos alcanzar, es una manera en la cual asegura el fondo que lleguemos a los resultados y que estamos incentivados para lograrlos, y en caso de que no los logremos, al estar ellos en el consejo, tienen derecho no sólo de no darnos el bono y las opciones de acciones sino hasta de cambiarnos de puesto ...” (e2, p14, r3-7)

“El capitalista de riesgo no quería el control de la empresa y estamos hablando de un 50 por ciento ... nosotros básicamente hicimos una apuesta de decir acepto una participación accionaria de 50 por ciento, pruébame, sé que soy capaz de hacer esto, voy a hacer estas otras cosas y entonces prémíame y déjame recuperar participación.” (e9, p6, r19-21)

### ■ **innovación**

El emprendedor señala que quien innova en la empresa es el emprendedor y no el capitalista de riesgo. Sin embargo, al capitalista de riesgo le interesa que la empresa innove por lo que le la auxilia para que se materialicen dichos esfuerzos innovadores.

“... éste es un esfuerzo innovador, estamos haciendo algo que no existía en el país ... lo estamos haciendo de una forma que no existía en otras partes del mundo ...” (e4, p28, r6-9)

“... creo que nuestro proyecto era tan innovador para México que abrió

los ojos del capitalista ... Los capitalistas no son innovadores, los innovadores son los emprendedores que tienen proyectos diferentes, que pueden desarrollar tecnología, y el capitalista en estricto sentido aporta el dinero para hacerlo ...” (e5, p18, r26-30 : p19, r1-5)

#### ■ **institucionalización**

El código *institucionalización* refleja los comentarios de los emprendedores que destacan la importancia de la contribución del capitalista de riesgo para hacer que la empresa no dependa de un sólo individuo y se convierta en una institución.

“El capitalista de riesgo te pide más control, a diferencia de otros fondos, pero a cambio te da mucho más apoyo en la parte administrativa y en la parte de institucionalizar a tu empresa ... creo que el hecho de tener la estructura formal del consejo, que se va a estar llevando a cabo cada mes, que citemos a los asociados, todo eso ya es un beneficio del capital de riesgo ...” (e2, p4, r8-9 : p29, r25-27)

“... creo que la experiencia del capitalista de riesgo y su establecimiento de metas y todo ha ayudado a que la empresa sea más institucional o que pueda tener mayor potencial de crecimiento.” (e5, p19, r24-26)

“... el capital de riesgo nos obliga a volvernos mucho más institucionales y pues a tener procesos mucho más profesionales en todo ...” (e6, p20, r13-14)

“... creo profundamente en la institucionalización que obliga el capital de riesgo, entonces esto es como obligarte a educarte o a profesionalizarte... la institucionalización te obliga al talento y el talento cuesta, pero teniendo financiamiento eso lo permite ... al hacerla

institucional te permite traer un mejor management un mejor talento.”

(e8, p1, r5-7 : p30, r22-25)

#### ■ inversión condicionada

El emprendedor apunta que el capitalista de riesgo condiciona su inversión en la empresa a la consecución de metas por parte del emprendedor. Esto constituye un mecanismo de control que le sirve al capitalista de riesgo para validar las metas de desempeño establecidas por el emprendedor y para probar su capacidad de ejecución. En la *inversión condicionada*, el capitalista de riesgo le va otorgando capital a la empresa conforme va alcanzando las metas establecidas. En caso de que no se logren dichas metas, el capitalista de riesgo puede decidir dejar de financiar a la empresa o continuar haciéndolo aunque ahora solicitando condiciones contractuales diferentes.

“... si no se cumple con ciertos parámetros el fondo no tiene la obligación de seguir invirtiendo de acuerdo a un calendario de pagos ... es una inversión escalonada durante un año ...” (e6, p12, r12-14)

“La inversión se dio en tres bloques, y el bloque dos y el bloque tres estaban relacionados fundamentalmente con el cumplimiento de metas ...” (e9, p16, r29-30 : p17, r1-4)

#### ■ largo camino

Desde la perspectiva del emprendedor, el proceso de inversión es un *largo camino* que hay que recorrer antes de poder recibir el dinero que se requiere para el desarrollo de su empresa.

“... tuvimos, inicialmente pláticas con los administradores del fondo y después, por iniciativa de ellos mismos, también tuvimos pláticas con los inversionistas del fondo. Y si hubo, en este momento no me recuerdo

cuántas, pero sí debe haber habido por lo menos unas 10 reuniones en el transcurso digamos de todo el análisis.” (e1, p4, r20-23)

“... el proceso fue muy tardado, la primera vez que vimos al capitalista de riesgo fue en septiembre y cerramos en julio, entonces si fueron muchos meses. Hubo momentos que salíamos de aquí y decíamos pues no, ya no va a pasar nada, vamos a ver a los otros fondos, y había veces que salíamos de aquí y decíamos pues que buena relación tenemos y claro que vamos a cerrar con este fondo.” (e2, p8, r13-18)

#### ■ medición del desempeño

El capitalista de riesgo contribuye a llevar a cabo la *medición del desempeño* de la empresa y a su evaluación, comúnmente llamadas actividades de monitoreo. El emprendedor destaca que mientras mayor sea el monitoreo mayor es la participación del capitalista de riesgo en la empresa. También el emprendedor señala que el capitalista de riesgo le demanda al emprendedor un pago por dicha actividad de monitoreo.

“... se le paga al capitalista de riesgo una iguala anual, la llaman iguala de monitoreo, y prácticamente todos los fondos la cobran ...” (e1, p20, r18-19)

“... creo que yo soy el primer interesado en que me midan cómo voy, entonces en ese sentido entre más monitoreo más involucramiento tenemos del inversionista ...” (e6, p13, r3-5)

“... cuando hay un fondo en el que la mecánica establecida te obliga a estar viendo todo el tiempo ciertos indicadores, te obliga a estar cuestionando estratégicamente todas las decisiones, pues eso ayuda

mucho ... (e7, p14, r2-4)

### ■ mejores prácticas

El emprendedor aprecia el conocimiento del capitalista de riesgo sobre las *mejores prácticas* en la industria, conocimiento que incide en la operación eficiente de la empresa.

“... el fondo nos ha ayudado a encontrar mejores prácticas, pues eso es cómo hacer las cosas de mejor forma ...” (e4, p24, r28-29)

“... el capitalista de riesgo proporciona información sobre mejores prácticas de otras empresas, trae ya algunas fórmulas y algunas recetas que nos sirven para operar la empresa...” (e8, p22, r1-3)

### ■ metas de desempeño

Las *metas de desempeño* las define el emprendedor, mientras que el capitalista de riesgo las desafía y las termina de depurar. De los datos de los emprendedores se aprecia que las *metas de desempeño* pueden ser objetivas, como sería lograr un cierto volumen de ventas, o subjetivas, como por ejemplo la consolidación de la cultura en la organización. La medición del desempeño de la empresa y, por ende, la del desempeño del emprendedor, se hacen a partir del logro de las *metas de desempeño*.

“... el documento formal para medir el desempeño es el presupuesto que se le presenta al consejo, lo aprueban y luego ya es en el documento de cada área, que cada jefe tiene que ver con las personas que le reportan, sus objetivos del semestre y su bono, en caso de que se cumplan esos objetivos al final de ese periodo, también es un documento formal en donde se le da la retroalimentación a esa persona, se revisa cómo se llegó al objetivo y se establece si se va a otorgar un bono o no.” (e2, p12, r24-

30)

“El desempeño se mide en base al plan de negocio que teníamos nosotros estructurado, ya con proyecciones y con objetivos, y tenemos objetivos muy claros en determinados temas. Uno es simplemente lograr la bursatilización de la cartera pero para lograr la bursatilización de la cartera tienes que cumplir con un montón de cosas, de gobierno corporativo, de políticas contables, de cumplir las normas financieras internacionales, etcétera, imagínate cumplir con una calificadora de valores ...” (e4, p14, r27-30 : p15, r1-2)

“Tenemos referencias internacionales para medir el desempeño, porque este es un programa que existe en todo el mundo, es un poco como una comparación de lo que lograron otras empresas y de cuáles son las métricas sanas internacionales, fue como se establecieron qué metas queríamos lograr.” (e5, p8, r24-27)

“... también había objetivos y aquí va a ser una contradicción en la expresión, un tanto subjetivos, porque tenían que ver con la consolidación de la cultura de la empresa y terminar de formar el equipo ...” (e9, p14, r24-26)

#### ■ **modelo de negocio**

El emprendedor destaca la importancia del *modelo de negocio* de su empresa en el proceso de inversión del capitalista de riesgo, y de la participación del capitalista de riesgo en la depuración de dicho modelo. El *modelo de negocio* muestra la manera en que la empresa piensa generar una ganancia por la comercialización de sus productos y servicios, y proporciona una idea del potencial de crecimiento del

negocio.

“... el modelo de negocio es lo que más influye en la selección del proyecto, hicimos un modelo de negocio mucho más sólido ... que no fuera solo publicidad, sino que tuviera comercio electrónico ...” (e2, p2, r4-10)

“... es una exploración conjunta de un modelo de negocio como resultado de esa amplia gama de empresas que se le acercan al capitalista de riesgo, quizá para buscar inversión o con las que tiene que relacionarse, ... el capitalista de riesgo nos acerca información que puede enriquecer nuestro modelo de negocio ...” (e9, p24, r9-13)

#### ■ objetivo común

El emprendedor reconoce la importancia de tener un *objetivo común* con el capitalista de riesgo para el desarrollo de la empresa. Este *objetivo común* debe ser el objetivo del capitalista de riesgo que consiste en lograr un rendimiento por su inversión.

“... [el capitalista de riesgo] nos ayuda mucho a tener una visión clara de a dónde queremos ir, y a dar los golpes de timón necesarios.” (e5, p18, r19-20)

“... todos queremos hacer que la empresa sea más grande, que tenga más valor, que venda más, que gane más, que todos tengamos todas esas visiones ... si así lo vemos todos pues es más fácil llegar a crecer en vez de estar peleando que si el valor, que si el sueldo, que si lo otro.” (e7, p22, r28-29 : p23, r1)

### ■ observaciones del desempeño

Para el emprendedor es relevante que el capitalista de riesgo le proporcione con frecuencia, y de manera directa y honesta, *observaciones del desempeño* de la empresa y de su liderazgo. El capitalista de riesgo comparte con el emprendedor sus observaciones, preocupaciones y sugerencias con la intención de mejorar el funcionamiento de la empresa. Estas observaciones se hacen comúnmente de manera formal, en los consejos de administración y en los comités operativos, y de manera informal a través de llamadas telefónicas y de correos electrónicos.

“La retroalimentación la hacen de manera plena y absoluta y sincera, no, no, no, en ese sentido no se guardan nada. Sí, yo diría que es una relación, en ese sentido, totalmente, digamos, abierta y ellos nos hacen ver todo lo que en un momento dado no les gusta como lo que les gusta. Es decir, sí hay una comunicación muy amplia con ellos.” (e1, p15, r12-15)

“... con esa relación personal en donde podemos estar hablando [con el capitalista de riesgo] todo el tiempo, oye pasó esto en la empresa, está sucediendo esto, qué opinas, y eso ayuda mucho.” (e7, p10, r12-13)

“... yo creo que una de las cosas más importantes es que yo [capitalista de riesgo] te retroalimento, te tengo que medir, por supuesto, pero una vez que ya estoy enterado, te sugiero, te aporto, pero te dejo operar.” (e8, p17, r26-28)

“... hay retroalimentación constante, o sea se da tanto en las llamadas como en las reuniones de estrategia, como en las reuniones de consejo, pero es una comunicación directa y yo diría sin tapujos, somos muy abiertos en ese sentido tanto el capitalista de riesgo y yo, si algo no nos

gusta nos lo decimos bien transparente.” (e9, p18, r21-24)

#### ■ orden

El emprendedor destaca que el *orden* en la empresa es importante para el capitalista de riesgo, por lo que se apresura a poner las cosas de la empresa en *orden* antes de buscar financiamiento. Una vez que el capital ingresa a la empresa, el capitalista de riesgo sigue impulsando el *orden* en la organización.

“... el capitalista de riesgo colabora en los procesos de institucionalización, orden y más medición ...” (e8, p21, r19-20)

“... y a la hora de tomar la decisión de acercarnos a un fondo, pues el primer ejercicio era poner en orden a la empresa, ponerle orden a la parte contable, ponerle orden a la parte financiera, ponerle orden incluso en términos de una auditoría de propiedad intelectual, y todo el aspecto legal de la organización ...” (e9, p1, r25-28)

#### ■ parámetros de inversión

Los *parámetros de inversión* dirigen al capitalista de riesgo a determinado tipo de proyectos, como pudieran ser proyectos en una cierta industria, proyectos que requieren hasta cierto monto de inversión, y proyectos de base tecnológica. Para el emprendedor es importante conocer estos criterios para poder orientar sus esfuerzos de búsqueda de financiamiento al capitalista de riesgo adecuado.

“... implicó ir y tocar muchas puertas, hasta dar con un fondo que tenía, digamos por el lado de sus montos a invertir y por el lado de la especialización de las empresas, lo que yo buscaba ...” (e1, p3, r13-15)

“... la cantidad de dinero que necesitas, tiene que ser ya relevante para un fondo de capital de riesgo, si es muy poco no le va ser relevante o si es

mucho ya estás en otra etapa, nosotros al principio pensamos teníamos un proyecto un poco más pequeño y tuvimos que replantarlo para convertirlo en un proyecto más agresivo, más grande, que necesitara una inversión más grande, pero igual tuviera frutos más grandes al final.” (e2, p1, r28-30 : p2, r1-3)

#### ■ **participación activa**

La *participación activa* del capitalista de riesgo en los menesteres de la empresa se manifiesta en los comentarios de los emprendedores. El capitalista de riesgo está prácticamente al lado del emprendedor en todo momento para apoyar el crecimiento acelerado de la empresa.

“... es una participación muy intensa que le permite al capitalista de riesgo estar muy bien informado y que le garantiza a la empresa que esté aportando, porque siempre que tú estás viendo lo que está ocurriendo y cómo se está manejando la empresa también viene la posibilidad de decir: “oye, se me ocurre tal cosa o por qué no hacemos esto, o por qué no hacemos el otro” o sea que si hay, en su misma e intensa participación, la posibilidad de impulsar el desarrollo de la empresa con esa participación intensa, porque no es un socio que te pregunta cada tres meses “oye, cómo vamos, y voy al consejo, pero no pude ir, pero a la otra”, no aquí si hay un seguimiento.” (e1, p16, r22-29 : p18, r12-22)

“... si hay algún tema que tiene pendiente pues el capitalista de riesgo se comunica conmigo para expresármelo, si tiene alguna idea también me la comparte, pero todo eso ya es de una manera mucho más informal por medio de llamadas o correos electrónicos.” (e2, p13, r18-21)

“... es una inversión activa, no es tan pasiva, [el capitalista de riesgo] no se está esperando a que yo les diga qué pasó, él sabe qué pasó y él sabe lo qué está pasando y él va ayudando a que suceda.” (e7, p9, r23-25)

“No hay una sola semana en donde no nos crucemos un mail, o no nos veamos en una junta o no haya un comité programado o no ...” (e8, p17, r21-22)

#### ■ **personal clave**

El emprendedor apunta el papel que juega el capitalista de riesgo en la formación del equipo de trabajo del emprendedor. El emprendedor espera que el capitalista de riesgo tenga la capacidad de atraer *personal clave* a la empresa.

“Nos han ayudado, por ejemplo, a buscar al director comercial de la empresa ... lo vi, me gustó mucho ... es un servicio que nos dieron ellos de encontrar una persona adecuada y recomendárnosla ...” (e1, p19, r10-14)

#### ■ **plusvalía**

El emprendedor reconoce la capacidad del capitalista de riesgo para darle *plusvalía* a las empresas que financia. Plusvalía que se refleja en el estado de resultados de la empresa y en su balance general, y también fuera de los estados financieros como en el caso del desarrollo de propiedad intelectual.

“Lo más importante era la tecnología que traíamos. El capitalista de riesgo protegió mucho legalmente nuestra innovación y se llevó a otra escala de dimensiones en todos los sentidos, de operación de la misma tecnología, o sea se construyó mucho alrededor de la tecnología. Con el siguiente capitalista de riesgo mucho más porque esa fue una inversión

más grande con la que se creó una planta mucho más grande.” (e7, p21, r1-5)

### ■ **preparación**

Conocedor de los requerimientos del capitalista de riesgo, el emprendedor prepara a su empresa para que el capitalista de riesgo pueda tomar una decisión de inversión favorable. Para poder recibir el capital de riesgo, la *preparación* del emprendedor incluye, entre otras cosas, convertir a la empresa en una SAPI, Sociedad Anónima Promotora de Inversión, dimensionar adecuadamente la oportunidad de inversión, y evidenciar su capacidad de ejecución.

“... hubo que hacer una reforma completa a los estatutos, reconvertir la empresa de una sociedad tradicional a una Sociedad Anónima Promotora de Inversión, que es una sociedad que de alguna forma garantiza que su manejo administrativo y financiero se apega más o menos a lo que hacen las empresas que están inscritas en la Bolsa, aunque no estemos inscritos en la Bolsa ... eso fue la parte digamos legal e institucional, pero también tuvimos que hacer todo un trabajo de preparación en sí del proyecto para justificar la inversión ... tuvimos que poner el plan de negocios en la forma en que los inversionistas de riesgo esperan que se les presenten los proyectos para poder recibir capital de riesgo ...” (e1, p2, r4-20)

“... pude preparar razonablemente un plan de negocios que ayudara a plantearles muy transparentemente, no sólo cómo estábamos, sino a dónde íbamos y por qué íbamos para allá y en dónde entraban ellos, obviamente en la parte económica y también en la parte estratégica ...” (e3, p2, r8-11)

“... investigué cuáles eran las características que necesitaba un empresa para colocarse en la Bolsa ... tanto de gobierno corporativo como de operación, también platiqué con las calificadoras de valores porque desde un principio pensábamos colocar deuda de la empresa en el mercado bursátil ... desde el principio nos preocupamos por hacer todo en orden, tener un sistema de cómputo adecuado, tener manuales de procedimientos, tener políticas para la operación de la empresa, políticas de crédito, políticas de administración de personal, políticas de gastos, política de lo que se te ocurra, manuales contables y llevar una contabilidad ordenada y clara y transparente, o sea todo eso fue necesario para que pudieran entrar los fondos de capital de riesgo ...” (e4, p4, r5-19)

#### ■ **promoción**

La expectativa del emprendedor que financia su empresa con capital de riesgo es que el capitalista de riesgo promueva a la empresa en todo momento. El emprendedor considera la *promoción* de la empresa por parte del capitalista de riesgo como un valor añadido de su relación con él.

“... el capitalista de riesgo tiene que ser un promotor de la empresa, tiene que buscar e incluir a la empresa en todos los foros que pueda, tiene que estar vendiendo el concepto, tiene que estar en donde sea, por lo que sea, en algunos resultarán cosas y en otros no, pero tiene que estar, tiene que estar ahí ayudando a la empresa a estar en la mente de la gente ...” (e4, p21, r8-12)

“El capitalista de riesgo ha traído a la mesa el acercarnos con otros

jugadores que son líderes de opinión que nos han ayudado a posicionarnos también en la mente de esos líderes como un referente de la industria.” (e9, p29, r26-28)

#### ■ **protección minoritaria**

El emprendedor enfatiza la importancia que tiene para el capitalista de riesgo que exista *protección minoritaria* para los accionistas de la empresa, ya que con frecuencia el capitalista de riesgo es un accionista minoritario en las empresas donde invierte.

“... vimos que era necesario, bueno, indispensable constituirse, es decir cambiar los estatutos de la sociedad y volvernos una SAPI una Sociedad Anónima Promotora de Inversión y formar un consejo de administración, limitar los poderes de los administradores de control, establecer nuevos estatutos que protegieran a los inversionistas minoritarios ...” (e1, p1, r17-21)

#### ■ **relación**

Además de presentarle una oportunidad de inversión atractiva al capitalista de riesgo, para el emprendedor es importante construir y conservar una buena *relación* con el capitalista de riesgo en el tiempo que la inversión de capital de riesgo permanece en la empresa. Como componentes de una buena *relación* se destacan de los datos de los emprendedores la comunicación abierta y la existencia de un objetivo común entre las partes.

“... estamos contentos y están contentos, desde mi punto de vista, creo que es decir bastante, o sea la cosa va funcionando, no es fácil, porque de pronto te asocias con gente que en tu vida habías visto y de repente están

trabajando aquí intensamente, entonces tienes que aprender a llevarte bien, y es muy importante que puedas llevarte bien ... conoce muy bien a las personas con las que te vas a asociar porque si por ahí te falla después ya no hay, es muy difícil si no te llevas bien y si no te caes bien, si empieza a haber diferencias muy grandes de cómo llevar la empresa entre unos y otros, se vuelve una cena de negros ... como en los matrimonios que fallan a los dos meses ... imagínate una persona que a los dos meses ya no puede ver a su señora, júralo que ese matrimonio no va a durar ... tu relación con el capitalista de riesgo es igual de importante, porque la relación es intensa.” (e1, p20, r27-30 : p22, r1-12)

“... lo más importante son las personas porque si hay una buena relación o sea si te entiendes, si hablas, por decirlo de una manera coloquial, si hablas el mismo idioma, es mucho más fácil, tener o sacar o obtener un valor agregado del fondo y nosotros crecer mucho más que si estás totalmente en otro canal o cada quien jalando por su lado, yo creo que la relación personal con el fondo es muy, muy importante.” (e7, p5, r21-25)

“... una relación absolutamente abierta, no hay ningún secreto en ninguna dirección en esta empresa que no sepa mi fondo. Saben en qué estado se guardan los productos, qué broncas traemos con los clientes, qué rollos representa el software, la verdad es que creo que eso es dentro de lo que cabe una de las cosas más valiosas.” (e8, p22, r24-27)

#### ■ **rendimiento financiero**

De las entrevistas con los emprendedores surge el código *rendimiento financiero* que resalta el objetivo central del capitalista de riesgo que consiste en

maximizar el rendimiento financiero de los recursos de los inversionistas. Los datos destacan que el objetivo del capitalista de riesgo con respecto a su inversión en la empresa es de carácter 100% económico. Aunque en ciertas ocasiones, además de estas aspiraciones económicas, el capitalista de riesgo acomoda objetivos del emprendedor que no son de naturaleza financiera.

“Bueno, ellos tienen, como la mayoría de estos fondos, una clara y evidente intención de alta rentabilidad, eso que ni qué ... es el compromiso que hacen con sus propios inversionistas, tienen que ser muy rentables para sus inversionistas, entonces lo primero que ellos buscan es qué probabilidades tengo de salir como yo quiero salir con la rentabilidad que espero tener ... garantizar que ellos van a obtener los resultados que buscan ...” (e1, p4, r18-19)

“... sabemos que el objetivo común es generarle valor a la empresa, generarle valor a los inversionistas, esa es la premisa número uno ... el inversionista piensa sólo en términos de un rendimiento sobre su capital, y nosotros adicionalmente a ese rendimiento queremos dejar un legado y contagiar a otros empresarios de esta cultura que estamos impulsando ...” (e9, p26, r4-5 : p27, r2-4)

#### ■ **reporteo**

El *reporteo* consiste en la elaboración de reportes por parte del emprendedor según las indicaciones del capitalista de riesgo. Estos reportes dan cuenta de la situación real que guarda la empresa y permiten medir el avance del desempeño del negocio y del emprendedor. El emprendedor resalta lo importante que es para el capitalista de riesgo que se produzcan con frecuencia estos reportes.

“... hay una serie de obligaciones en cuanto a reportaje, es decir tenemos obligación de entregar informaciones semanales y mensuales sobre la operación de la empresa, sus resultados, su estado de caja, se tiene que reportar de forma frecuente ... tenemos obligación de informar sobre todos los pagos que hace la empresa, hay algunos pagos en donde ellos tienen que estar de acuerdo, mensualmente entregamos estados financieros completos, tenemos obligación de auditar la empresa, ...”

(e1, p10, r7-10 : p13, r27-30)

“... tenemos que entregar muchos reportes periódicos ... todo el tiempo mandando reportes a los socios, reportes de desempeño financiero, características de la cartera y una serie de cosas, número de empleados y gastos y todo eso, que se están reportando continuamente a los socios.”

(e4, p16, r20-24)

#### ■ **reputación**

Al emprendedor le importa la *reputación* que tenga el capitalista de riesgo cuando busca financiamiento con capital de riesgo, ya que considera que esa *reputación* se traducirá en beneficios para la empresa.

“Yo creo que la reputación de la combinación de todos los miembros o los integrantes del fondo me ha servido mucho como presidente de la compañía ... la mezcla académico-empresarial-financiera del fondo ha resultado súper interesante ...” (e3, p24, r9-12)

“... si te invierte un fondo grande internacional y si te respalda tu desarrollo tecnológico, como en nuestro caso, su reputación es un valor inmenso para la empresa ... cambia la empresa completamente el tenerlo o

no tenerlo ...” (e7, p15, r10-19)

#### ■ **respeto**

Los datos muestran que es importante para el emprendedor que su relación con el capitalista de riesgo sea de *respeto*, que las partes se traten con la debida consideración.

“... en general la relación es de respeto y de mutuo entendimiento de que todo mundo está tratando de que esto salga bien ...” (e1, p1, r17-19)

“... nuestra relación es de respeto, es una relación de una buena comunicación, hemos tenido pocas diferencias importantes pero hasta ahora las hemos subsanado.” (e3,p17, r29-30 : p18, r1)

“Nuestra relación es muy buena, muy respetuosa, muy transparente, muy profesional, sé de otros casos en los que no es así.” (e9, p25, r10-11)

#### ■ **riesgo**

El emprendedor reconoce el *riesgo* implícito en su proyecto de inversión, por lo que trata de reducirlo para hacerlo más atractivo al capitalista de riesgo.

“... durante el proceso firmamos el contrato con una cadena de supermercados de la alianza de todos los servicios que le estamos dando, entonces eso también le dio mucho más peso y menos riesgo a nuestro plan de negocio.” (e2, p2, r23-26)

#### ■ **salida**

El emprendedor destaca que es importante para el capitalista de riesgo poder materializar la *salida* de la inversión mediante la venta de su participación accionaria.

“...al capitalista de riesgo le importa su modelo de salida, en esa parte si fueron muy duros diría yo, querían quedar a salvo en la forma de salir.”

(e9, p7, r4-6)

### ■ tercerización

El capitalista de riesgo realiza actividades de soporte para la empresa, como serían actividades de recursos humanos y de finanzas, de manera que el emprendedor se pueda enfocar a realizar las actividades primarias de la empresa. En este sentido, el emprendedor reconoce la importancia de que la empresa lleve a cabo la *tercerización* de actividades que no son clave para la empresa al capitalista de riesgo.

“... el capitalista de riesgo colabora directamente en el negocio realizando las funciones de recursos humanos, legal, finanzas y contabilidad y tecnologías de información y sistemas.” (e2, p16, r18-21)

“Bueno el capitalista de riesgo tiene dos áreas donde me ayuda, tiene una subsidiaria que nos ayuda, más que nos ayuda, donde le hemos tercerizado ciertas funciones de la compañía, estoy viendo la parte de contabilidad y tesorería ...” (e3, p17, r8-10)

### ■ transparencia

El emprendedor señala la importancia de actuar con *transparencia* en su trato con el capitalista de riesgo, y destaca los beneficios que tiene el no ocultar nada a su contraparte.

“... fue muy transparente, preparé mi proceso muy claro porque le informé al fondo mi proceso desde antes y porque ellos siguieron las reglas del juego como yo las puse, entonces eso también me dio mucha paz, y después el que no hubo ninguna sorpresa, ni de ellos ni mía, el decirse así de transparente las cosas siempre sirve.” (e3, p5, r27-29 : p6, r1-2)

“... fuimos muy transparentes nosotros desde el principio, le dijimos al capitalista de riesgo estos son los términos y condiciones que tenemos con los otros socios, en general estuvieron de acuerdo, sólo añadieron algunas cosas y corrigieron algunas otras ... yo no me brinco las trancas nunca, yo soy muy transparente, este yo les digo toda la verdad siempre y entonces eso me permite operar muy tranquilo, ellos están enterados de todo ...” (e4, p13, r20-23 : p17, r23-26)

“ ... cuando los socios del fondo hicieron el análisis ya a profundidad de lo que nosotros les habíamos platicado encontraron incluso que habíamos sido omisos en cosas que debimos haber presumido desde antes ... o sea hubo cosas que omitimos que después los sorprendieron a ellos en términos favorables y ratificamos que era un ejercicio transparente ...” (e9, p9, r17-23)

#### ■ valor

El código *valor* enfatiza la importancia para el emprendedor de que las expectativas del capitalista de riesgo y del emprendedor acerca del valor de la empresa estén lo más cercanas posibles para que se pueda llegar a un acuerdo de inversión.

“... y al final no llegamos a un acuerdo, porque hicieron mal su valuación, ... puso unas condiciones de valuación, que yo decía “pues tú quieres matar víbora en viernes”, como decimos en el norte, o sea quieres sacarte la lotería o hacerte millonario en la primera operación, pues no, así no puede ser. Entonces pues no, en ese precio estás loco y entonces quedamos lejísimos, dijimos no hay punto de negociación, tenemos tal

diferencia de criterios, de conceptos y de todo que no hay posibilidad de acercarnos. Al final encontramos al capitalista de riesgo que invirtió en nosotros a un valor razonable.” (e4, p11, r27-30 : p12, r1-2)

“ ... si tenía yo una valuación interna a la que pensábamos que podíamos llegar, quedó un poco debajo de eso pero bueno, ... cerca de la valuación que consideramos nosotros.” (e5, p5, r27-30 : p6, r1-2)

#### ■ **visión compartida**

Finalmente, para el emprendedor es importante que el emprendedor y el capitalista de riesgo compartan la misma visión de negocio para poder lograr un desarrollo eficiente de la empresa. De los datos se desprende que esa *visión compartida* es la generación de riqueza.

“... el objetivo común es que tratemos de generar riqueza, de generarle valor a los inversionistas, porque queremos ser atractivos para cualquier jugador grande ...” (e9, p35, r15-16)

**4.2.2. Códigos de los capitalistas de riesgo.** Una vez concluido el análisis de los datos de los emprendedores, a continuación se reporta la codificación de los datos de los capitalistas de riesgo. El análisis considera continuar comparando códigos y categorías que emanen del estudio de los datos de los capitalistas de riesgo con los surgidos en el análisis de los datos de los emprendedores. En esta sección, se consideran primero los 17 códigos que resultaron del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo, y que son exclusivos de los capitalistas de riesgo como se muestran en el Apéndice R, y enseguida los 38 códigos que resultaron comunes tanto para los capitalistas de riesgo como para los emprendedores.

### ■ alineación de objetivos

De los datos se desprende que el capitalista de riesgo busca que el emprendedor y los demás socios realicen una *alineación de objetivos* a los de él, que alineen sus objetivos a la obtención de rendimientos financieros.

“... el beneficio de tener un fondo hace que el alineamiento de los demás accionistas sea a favor del desarrollo de la empresa ...” (c2, p30, r1-2)

“... herramientas para alinear al management con los objetivos estratégicos y los indicadores clave ... Le ayudamos [al emprendedor] con todas estas herramientas que te decía, como los hábitos Rockefeller, para alinear los objetivos a la organización y tenerla comunicada muy eficientemente horizontal y verticalmente ...” (c9, p4, r7-8; p15, r21-23)

### ■ asimetría de la información

Para poder concretar una inversión, el capitalista de riesgo destaca la importancia de poder mitigar las grandes diferencias que existen entre las informaciones que posee el emprendedor con aquellas que tiene el capitalista de riesgo, es decir, de poder mitigar la *asimetría de la información*.

“... la disparidad de conocimiento entre el emprendedor y nosotros es inmensa y no lo digo con menosprecio del emprendedor, nosotros no nos dedicamos a eso, entonces si de entrada yo te empiezo a bombardear con una serie de cosas que tú no entiendes, no sabes ni para qué son, te van a generar un grado de desconfianza tal que vas a decir este tipo lo único que quiere es quedarse con mi compañía sin pagar un centavo ...” (c7, p7, r3-8)

### ■ **atracción de talento**

El capitalista de riesgo considera importante que el emprendedor cuente con el equipo de trabajo adecuado para crecer a la empresa, por lo que contribuye a lograr la *atracción de talento* a la organización.

“...lo que estas empresas siempre necesitan es fortalecer el equipo, entonces hay toda una estrategia de reclutamiento, de evaluación, de capacitación, en algunas ocasiones pues es muy importante a quién traes a la empresa, pero muchas veces es a quién quitas.” (c2, p21, r23-27)

“Ahora tenemos dinámicas con los emprendedores en donde les damos cierta capacitación, por ejemplo el tema de talento es un tema muy importante, entonces a finales del año pasado trajimos al que fue el mero, mero de recursos humanos de una gran empresa internacional para que les diera un taller sobre el talento ...” (c3, p23, r26-30)

“... desde cómo organizar la compañía, le ayudamos [al emprendedor] a conseguir al director financiero, al director de producción y a la directora de marketing ...” (c7, p15, r10-11)

### ■ **disciplina**

El capitalista de riesgo busca que en la empresa se permean valores que ayuden en su institucionalización. Uno importante para el capitalista de riesgo que surge de los datos es la *disciplina*.

“... todos los días el emprendedor debe asegurarse de que está ejecutando la estrategia y manteniendo la disciplina.” (c2, p32, r6-7)

“... todo mundo está en el seguro social, todo mundo paga impuestos, todo mundo hace todo lo que se tiene que hacer, se cumple con las

normas de seguridad en la planta, ...” (c7, p5, r2-4)

“Yo creo que es más una cuestión de disciplina, o sea de realmente tener la disciplina de las reuniones, de que en las reuniones haya una minuta, de que haya acuerdos y de que haya seguimiento sobre los acuerdos .. que las reuniones no se vuelvan solamente informativas sino que también haya un proceso de análisis, de conclusión, de acción y de seguimiento.”

(c8, p14, r1-5)

#### ■ **ejecución**

Dado que para el capitalista de riesgo el responsable de la operación de la empresa es el emprendedor, para el capitalista de riesgo es importante que el emprendedor cuente con la capacidad de *ejecución* necesaria para el rápido crecimiento de la empresa.

“Lo primero que tenemos que reconocer es que la empresa es del emprendedor y no del fondo, nosotros no la operamos, nosotros damos, ayudamos a dar guía un poquito y a dar perspectivas y a tratar de demandar mejor desempeño para lograr objetivos cada vez mayores.”

(c9, p9, r29-30 : p10, r1)

#### ■ **empresa líder**

Para incrementar las posibilidades de salida de la inversión, es importante para el capitalista de riesgo que la empresa se convierta en una *empresa líder* en la industria donde participa.

“... y nos permitió entrar y darle la credibilidad y la plataforma a esta compañía para convertirse en líder de mercado ... tenemos ahora la infraestructura requerida para poder absorber un crecimiento ahora sí

exponencial ... y la empresa va a crecer mucho en valor ... y eso nos va a permitir empezar expansión incluso fuera de México ... y a empezar a construir ya una historia internacional para la empresa.” (c9, p7, r21-27)

#### ■ **financiamiento**

Señala el capitalista de riesgo que una de sus principales contribuciones al desarrollo de la empresa es satisfacer sus necesidades de *financiamiento* durante su desarrollo.

“Y ahora por ejemplo estamos levantando capital pensando en fuentes externas y estamos ayudando mucho en eso.” (c1, p15, r27-28)

“... con el capital de riesgo la empresa consiguió una línea de financiamiento que no tenía, con términos mucho más favorables que han ayudado a que la empresa crezca ... y cuando otras instituciones financieras llegan y ven que te prestó el Banco Interamericano de Desarrollo, el BID, pues se sienten mucho más cómodos ...” (c4, p27, r19-23)

#### ■ **hitos**

El capitalista de riesgo apunta que dadas las características de las empresas que financia, empresas innovadoras de reciente creación, la medición de su desempeño se hace más en términos de *hitos* que a través de indicadores financieros tradicionales.

“Quizá lo que monitoreas son más hitos que, digamos que indicadores. Es oye necesitamos que se otorgue esta patente, oye necesitamos cerrar con este cliente una alianza, oye necesitamos, entonces quizá el monitoreo del avance no está, o sea los números no te dicen tanto en estas empresas ...” (c2, p16, r10-14)

“... cómo llegas a los diferentes hitos que nos vayamos planteando en ventas, en logro de usuarios ... el número de usuarios que es algo tangible que permite, le da mucha flexibilidad al emprendedor, pero que le permite entender realmente cuál es el siguiente hito de creación de valor para él, como si estuviéramos generando una nueva valuación para esa empresa.”

(c9, p11, r1-7)

#### ■ idoneidad

Además de analizar la oportunidad de inversión, el capitalista de riesgo evalúa la *idoneidad* del emprendedor para ejecutar la oportunidad que le presenta. El capitalista de riesgo simula situaciones en su trato con el emprendedor para identificar esta *idoneidad*.

“... hay una sola certeza y esa es que va a haber problemas. Entonces, todo lo demás es un signo de interrogación y entonces es muy importante saber cómo va a reaccionar ese emprendedor en situaciones de problemática, porque a fin de cuentas el proceso de análisis o de negociación, o lo que sea, pues a fin de cuentas metes problemáticas para ver si juntos pueden resolverlo, porque más adelante en el camino te vas a encontrar con problemas que tendremos que solucionar juntos.” (c3, p2, r15-20)

“... más que nada su pasión por lo que tiene, su grado de entendimiento, las vicisitudes y dificultades por las que ha pasado, probablemente no hubiera invertido en el emprendedor si no hubiera estado cinco años dándole a lo mismo ... el tipo ha sido consistente, el tipo está apasionado por lo que está haciendo por lo tanto la probabilidad de que llegue es

alta.” (c7, p9, r17-22)

“... nosotros típicamente entramos en minoría con gente que lleva el negocio adelante y es muy importante su madurez como empresario, su visión estratégica del negocio, su historia anterior en ese o en otras empresas, en fin la personalidad del emprendedor es muy importante.”

(c8, p1, r18-21)

“... le ponemos mucho énfasis al emprendedor en nuestra valoración inicial, más que a la oportunidad de mercado y más que al producto de la tecnología, en ese orden están, el emprendedor va a pasar por un proceso en donde lo voy a conocer a fondo, voy a viajar con él, voy a ver sus oficinas, voy a comer en su casa, va a venir, va a pasar por una montaña rusa emocional de diferentes índoles o naturalezas y eso a final de cuentas es parte de entender cómo reacciona él bajo presión, de entender si es un experto en el espacio en el que está, si ya tiene el equipo correcto para hacerlo, me da la oportunidad de entenderlo y saber si es alguien en quién podamos confiar o no y esa es la primera pregunta que nos tenemos que responder.” (c9, p5, r1-9)

#### ■ pensar en grande

Para el capitalista de riesgo es importante ayudar al emprendedor a *pensar en grande* para que pueda lograr el rápido crecimiento de la empresa. Sólo el rápido crecimiento le permitirá al capitalista de riesgo poder obtener los altos rendimientos que busca por su inversión.

“... lo más importante para un emprendedor debe ser ayudarlo a pensar en grande, a no subestimar lo que se puede hacer con esa empresa en cinco

años, ayudarlo a gestionar mejor una estrategia para capturar valor con activos tangibles con los cuales puedas llegar a vender la empresa y prepararlo para convertirlo en un emprendedor en serie que pueda salir exitoso de un proceso de una venta.” (c9, p24, r25-30)

#### ■ **razón**

El capitalista de riesgo reconoce que es necesario el uso de la *razón* en su relación con el emprendedor.

“... yo te diría que es la fuerza de la razón, si tienes una relación de socios, pues no estás en una situación de imponer, estás en una situación de convencer ...” (c8, p4, r10-11)

#### ■ **receptividad**

El capitalista de riesgo busca que el emprendedor tenga *receptividad*, la capacidad de recibir sus observaciones y recomendaciones sobre el desarrollo de la empresa para actuar en consecuencia.

“Algunos emprendedores son más receptivos que otros, obviamente cuando te encuentras con una menor receptividad pues sí ejercemos mayor influencia.” (c1, p12, r26-28)

“.. cuando al emprendedor se le presente con otra mejor idea, pues que no le cueste trabajo llegar y desechar la suya, uno también tiene que hacer lo mismo.” (c2, p20, r22-24)

“... lo que necesitas es alguien del otro lado que esté dispuesto a escuchar y que tú tengas suficientes argumentos y razones que sean más fuertes que las de la otra parte, y que en ese sentido pues puedas influir para que la compañía tenga los resultados ... nunca es una cuestión personal de ver

quién tiene la razón sino de qué es lo mejor para el negocio, sí y ahí te digo, sí es muy importante que los socios tengan esa apertura, flexibilidad y que los temas tengan como el espacio y el tiempo para poderse tratar y para poderse resolver como resulte mejor para el negocio.” (c8, p11, r17-20 : p12, r5-8)

#### ■ resultados

El capitalista de riesgo destaca que el capital de riesgo trae *resultados* a la empresa que financia de forma inmediata.

“... con el capital de riesgo el emprendedor tuvo yo creo que la posibilidad de ejecutar su plan ...” (c1, p20, r1-2)

“... le presentamos al emprendedor a unas personas del BIDy derivado de esa plática salió un crédito muy importante para el negocio ...” (c4, p21, r14-16)

“... hasta ahora son varios los resultados del capital de riesgo, primero hay una planta de clase mundial funcionando, segundo hay una pequeña estructura que nos permite hacer cosas; tercera hay una gran credibilidad atrás del proyectos ...” (c7, p21, r19-21)

“... yo creo que con nuestra inversión la empresa pudo terminar de armar su producto, pudo tener el tiempo para poder conseguir clientes y a final de cuentas como que agarrar tracción, como que meter segunda, entonces si no hubiera habido el dinero quién sabe qué hubiera pasado ...” (c8, p22, r19-22)

“... pues el capital de riesgo le ha dado más legitimidad, una plataforma más robusta para su desarrollo y crecimiento, mucho más imagen

presencia, también una filosofía diferente donde ellos le ponen mucho énfasis a su cultura como diferenciador importante ...” (c9, p21, r2-4)

#### ■ **sello de calidad**

El capitalista de riesgo le da un *sello de calidad* a la empresa que financia.

“... el nombre del fondo le da un sello de calidad que yo creo que el emprendedor acepta es muy importante porque la gente dice, los del fondo no son tontos, son más agresivos y profesionales, si invirtieron en el emprendedor es porque algo le ven, y por lo menos genera atención.” (c7, p18, r22-25)

#### ■ **sentido común**

El capitalista de riesgo señala que una de las contribuciones que hace a la empresa donde invierte, además del dinero que le proporciona, es poner su *sentido común* al servicio del emprendedor.

“... si es un tema técnico en el caso de esta empresa, pues la verdad nosotros no tenemos mucho qué decir con respecto de eso, entonces ahí tenemos poco valor agregado, lo único que podemos traer es sentido común.” (c8, p14, r18-20)

#### ■ **sentido de urgencia**

Para el capitalista de riesgo es importante que la empresa opere con un *sentido de urgencia*.

“... cuando una empresa recibe una inversión pues es llenarle el tanque de gasolina ... hay fuegos artificiales. Me entiendes, y si no existe esta energía que se va a utilizar y canalizar para que la empresa verdaderamente aproveche el recurso y meta el acelerador algo estuvo

mal en la preparación del acuerdo.” (c2, p12, r7-13)

“Yo le quiero inculcar mucho al los emprendedores a los empresarios de las inversiones que hacemos, el sentido de urgencia, que la organización sepa que llevamos prisa, ...” (c5, p16, r3-5)

#### ■ **venta**

Por último, la *venta* de la empresa es importante para el capitalista de riesgo ya que sólo así puede recuperar su dinero invertido y obtener un rendimiento por su inversión. La *venta* de la empresa es por lo tanto un reto para el capitalista de riesgo.

“... la experiencia que nosotros tenemos de todos estos años es que es muy fácil dar el dinero, lo difícil es que te lo regresen ...” (c2, p7, r30 : p8, r1)

“... yo creo que la visualizábamos exactamente de la misma forma, la empresa tiene que ser vendida a un estratégico en algún momento, y lo más probable es que el estratégico en ese momento nos diga se van todos ...” (c7, p5, r25-27)

Hasta aquí los 17 códigos que surgieron de manera exclusiva de los datos de los capitalistas de riesgo. A continuación se presentan los 38 códigos surgidos de los datos de los capitalistas de riesgo y que son comunes a los de los emprendedores.

#### ■ **asesoría**

La posibilidad de que un socio le presente al emprendedor un punto de vista diferente sobre su negocio, es una contribución importante del capitalista de riesgo. Se trata de una *asesoría* basada en la experiencia y en los conocimientos del capitalista de riesgo adquiridos a través de los años apoyando el crecimiento de empresas jóvenes.

“... si hay alguna diferencia de opinión o de criterio, que en última instancia el emprendedor reconozca que debe de confiar más en el criterio del capitalista de riesgo para resolver el asunto ...” (c2, p20, r11-13)

“... un punto de vista externo, que es como el beneficio del consultor, alguien que no ve el negocio como tú, que no es experto en el sector, pero que te puede dar otro punto de vista ...” (c4, p24, r9-11)

### ■ capacidad de ejecución

Los datos resaltan que para el capitalista de riesgo es importante que el emprendedor tenga la *capacidad de ejecución* que se requiere para crecer rápido a la empresa.

“... dedicamos mucho tiempo al emprendedor, a sus capacidades gerenciales, a su experiencia, a sus éxitos, a sus fracasos, qué aprendizajes tuvo con esos fracasos, qué tanto se va a dejar ayudar ...” (c3, p1, r18-20)

“... que sepa ejecutar en las cosas pequeñas, o sea la visión la construiremos juntos, la estrategia la construiremos juntos, pero el día a día, el brincar los obstáculos, el cerrar el día diciendo se logró esto y la acumulación de esas pequeñas victoria es lo que hace el destino de una empresa, a mi juicio, entonces gente que te demuestra que el obstáculo lo estimula y no que el primer día que se topa con una dificultad se frena, eso quiero ver en un emprendedor.” (c5, p2, r29-30 : p3, r1-5)

### ■ capital con talento

Para el capitalista de riesgo es importante que cuando el emprendedor salga a buscar financiamiento para su proyecto de alto impacto, busque no sólo dinero sino

también *capital con talento*.

“Si el emprendedor lo que está buscando es dinero únicamente, pues más bien lo que está buscando es un financiamiento, no un socio de capital de riesgo ... si la visión del emprendedor es que necesita el capital pero además necesita de alguien que le quite la loza que no lo deja dormir en la noche y que trae sus tres problemas y que ahora necesita de alguien que le ayude a resolverlos porque él sólo se está sintiendo que no puede, eso es el capital de riesgo ...” (c2, p1, r21-23 : p4, r13-16)

“Que uno de los principales valores cuando vienen los emprendedores y nos presentan a nuestra reunión mensual es que se dan cuenta de que la razón original por la que vienen para buscar una inversión se queda chica contra lo que ven que podemos aportar, porque tenemos acceso a una infraestructura de distribución y de comercialización que ni todo el fondo nos alcanzaría para lograr replicarla.” (c9, p4, r17-22)

#### ■ **certidumbre**

El capitalista de riesgo destaca que su presencia en la empresa le da *certidumbre* al esfuerzo del emprendedor.

“... a las empresas, tener un fondo adentro les ayuda a presentar una imagen de institucionalidad y transparencia, y eso les da digamos que cierto tipo de clientes a lo mejor los tomen más en serio ... así como tienes ese nivel de confort que te dan unos estados financieros auditados por una firma conocida, el que tengas un socio institucional para cierta audiencia te da como que otro sello importante de certidumbre.” (c8, p19, r27-29 : p21, r22-25)

### ■ **compromiso**

El capitalista de riesgo busca que el emprendedor tenga el *compromiso* de lograr el rápido crecimiento de la empresa.

“... buscamos un emprendedor de alto nivel, alguien que realmente veamos en él o ella, un dinamismo, una ambición, un compromiso hacia lo que está emprendiendo, una convicción de cómo hacer y qué necesita para lograr su éxito ...” (c1, p1, r27-30)

### ■ **confianza**

El capitalista de riesgo observa que es importante que exista *confianza* en el emprendedor para poder obtener resultados.

“... creo que la relación debe ser de confianza donde podamos tener pláticas abiertas, transparentes y honestas ...” (c1, p18, r1-2)

“... hay un canal informal que es el que desarrollas con este modelo de conocer a la empresa durante mucho tiempo, conocer muy bien al emprendedor, crear este sentimiento de confianza, para que no haya problema en agarrar el teléfono marcarle y decirle oye se me ocurrió esto ¿cómo lo ves?” (c4, p14, r26-30)

“... yo creo que esas cosas se dan mucho porque hay confianza entre el inversionista y el emprendedor, creo que difícilmente esa confianza se da en una entrevista de cinco minutos o en la presentación de cinco minutos de un plan de negocios, me dio mucha confianza cómo operaba su empresa ... ver la tenacidad con la que emprendedor hacía las cosas ...” (c7, p3, r10-14)

### ■ **consejero**

El capitalista de riesgo resalta su papel de *consejero*, coach, entrenador, en su relación con el emprendedor.

“... mi rol es como de mentoría, de guía, de formación, de asesor, como de sparring, como de abogado del diablo, como de la voz de la experiencia ...” (c5, p14, r23-24)

### ■ **consultoría externa**

El capitalista de riesgo destaca que es valioso para el emprendedor recibir *consultoría externa* cuando busquen financiar su proyecto con capital de riesgo.

“Sí, después pusimos nosotros un abogado, le recomendamos que pusiera él uno, lo trajo, un abogado sofisticado, yo creo que eso es muy importante porque pues el emprendedor, no tenía idea de cómo hacer estas cosas y eso les da tranquilidad a los emprendedores y a los dueños de empresa de que son términos muy convencionales lo que hacemos, el *drag along*, el *tag along*, o sea son cosas de que no es que te estoy tratando de ver la cara y a ver cómo me quedo con tu compañía, o no me las das o no hay trato y no porque yo sea el fondo tal sino porque son cosas muy convencionales, yo creo que en ese sentido ayudó muchísimo el que el emprendedor tuviera un buen abogado de su parte.” (c7, p6, r4-11)

“En general es bueno que haya asesores, porque los asesores ayudan a que si hay alguna parte que el empresario o la compañía no termina de entender, entonces los asesores terminan de llenar el hueco y educar lo que falte.” (c8, p6, r2-4)

### ■ **contactos**

Los datos muestran que una de las contribuciones de valor que hace el capitalista de riesgo a la empresa además del dinero, es su red de *contactos*.

“... algo que de lo cual yo creo que tenemos un alto valor aquí es una agenda telefónica como pocas ...” (c3, p29, r9-10)

### ■ **controles**

El capitalista de riesgo busca poder controlar las decisiones importantes de la empresa, independientemente de si posee una participación accionaria minoritaria en la empresa, por lo que incluye *controles* en el contrato financiero con el emprendedor.

“... las llamamos decisiones mayores que son mira tú vas a poner el negocio y yo no me quiero meter en tu camino pero si hay esta lista de cosas que sí me tienes que consultar, si vendes tus acciones, si vendes activos, si te vas a endeudar, si vas a contratar a gente de nivel senior, si tú te quieres ir, o sea hay varias cosas que necesitan de control ...” (c4, p6, r28-30 : p7, r1-2)

“... yo necesito tener un control de los grandes números en el manejo de efectivo, yo si necesito tener la certeza que el efectivo se está usando para lo más eficiente, para crecer, para incrementar el valor de la empresa ...” (c5, p4, r20-22)

“... la administración tiene que tener cierto espacio para operar y si se sale de ese espacio es ahí donde tú debes controlar.” (c8, p11, r3-4)

### ■ **coyuntura**

De los datos surge que es importante para el capitalista de riesgo tomar en cuenta la *coyuntura* de la inversión.

“... él ya estaba muy necesitado de cerrar una operación, creo que rápidamente se dio cuenta que su poder de negociación no era tan fuerte ...” (c1, p6, r18-20)

“... ahorita es un mercado de compradores, entonces más bien ellos nos buscan en lugar de que nosotros los busquemos.” (c3, p1, r6-7)

“... las empresas que nos buscaban eran las que ya les urgía dinero, entonces tenías una selección adversa, todo lo que veías eran empresas amoladas, que iban medio mal, que estaban medio parchadas, que eran las que necesitaban dinero ...” (c4, p1, r27-30 : p22, r15-18)

#### ■ dilución

Según el capitalista de riesgo, al emprendedor le importa el tema de la *dilución* por temor a perder el control de la empresa.

“... el tema que todo emprendedor trae como prioridad es el tema de dilución ...” (c3, p4, r11-12)

“Entonces hay una percepción en México, en especial siento, en donde el ser dueño significa tener control y si no tienes control eres empleado, yo no comparto esa idea.” (c4, p8, r16-18)

“... la valuación, la dilución, al emprendedor le preocupaba como cuánta participación accionaria iba a perder, y sin embargo a emprendedores más sofisticados les preocupa las rondas sucesivas, ...” (c5, p5, r1-2)

#### ■ enfoque

Uno de los papeles del capitalista de riesgo en la empresa que financia es hacer que el emprendedor *enfoque* sus esfuerzos a lograr el crecimiento de la empresa.

“... no quieras desarrollar un nuevo producto si todavía no acabamos de

definir el existente, vamos alineándote, platicando, entonces también a veces servimos un poco en ese sentido de limitar las acciones del emprendedor...” (c1, p15, r24-26)

“... una de las cosas que sucede con estas empresas jóvenes es que muchas veces no han desarrollado bien el modelo de negocios y no hay foco, entonces pues hay que hacer un poco refinamiento en eso, para poder ajustar la estrategia a los resultados que están buscando.” (c2, p22. r9-12)

“Por ejemplo antes no documentábamos la ruta crítica de cada empresa y hoy lo hacemos, necesitamos saber qué tiene que suceder primero y enfocarse en lograr eso ...” (c3, p34, r19-21)

“... nosotros lo que hemos tratado de hacer es enfocarnos y decir ok, si queremos construir este activo, este valor, cuál es la estrategia para seguir y tratar de enfocarnos, todas las batería y todos los componentes que nos lleven hacia allá, dirigirlos en ese sentido ... (c9, p22, r14-17)

#### ■ **incentivos**

De los datos se desprende que el capitalista de riesgo promueve mecanismos de *incentivos* para que el emprendedor y su equipo de trabajo alcancen las metas trazadas.

“... como parte de nuestra inversión acordamos hacer un paquete de acciones para el fundador y para los empleados que se van ejerciendo a lo largo del tiempo, con lo cual alineamos incentivos ... creo que deben haber mucho más incentivos que amenazas, o sea no es si no llegas pues no hay bono, es pues si te pasas hay un incentivo adicional o sea buscar el

positivo y tratar de evitar el negativo ...” (c4, p15, r22-25)

“... si te castigo ahorita la valuación, pero si haces un buen trabajo y cumples o superas las expectativas que tu mismo emprendedor tienes de la empresa, estoy dispuesto a recompensarte con acciones de tu empresa, o sea se vuelve un tema con una evaluación contingente, una evaluación dinámica ...” (c6, p4, r27-30)

“... le damos herramientas a la empresa para que alinee a su gente con compensaciones extraordinarias si los objetivos que ellos se plantean son sobrepasados ...” (c9, p10, r7-9)

#### ■ institucionalización

Surge de los datos que una de las principales contribuciones del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa que financia es el impulso a su *institucionalización*.

“... ayudamos a generar una cultura corporativa un poco más integrada y más dinámica ...” (c1, p15, r18-19)

“... todo el conocimiento que hay de gobierno corporativo, de cómo institucionalizar, de cómo hacer los procesos, todas estas empresas no tienen procesos ... de cómo empezar a llevar los controles, de cómo medir el resultado, todo eso, es algo que en general no tienen desarrollado los emprendedores, y nosotros lo facilitamos ...” (c2, p22, r25-29)

“... el capital de riesgo te institucionaliza o sea te fuerza a tener más controles, la información más a la mano, más al día y tener la casa en orden, porque muchos emprendedores traen un desastre ... entonces el tener todo listo, o sea institucionalizar y todo eso es muy importante.” (c4, p24, r3-4)

“... la empresa necesitaba más gente de nivel, porque había digamos huecos, y mejores procesos porque si llega gente que empieza a preocuparse por procesos pues también eso se va reflejando en la organización. Entonces yo creo que fue el beneficio del dinero más digamos un siguiente nivel de institucionalización.” (c8, p23, r27-30)

#### ■ **inversión condicionada**

El capitalista de riesgo busca ejecutar una *inversión condicionada*. Condiciona su inversión a que el emprendedor alcance ciertas metas de desempeño. Si el emprendedor no alcanza estas metas, la empresa corre el riesgo de no ser financiada más por el capitalista de riesgo.

“... buscamos que las inversiones se hagan en partes contra metas propiamente generadas por la empresa ...” (c1, p4, r4-5)

“... nuestras inversiones no las hacemos de un trancazo, las hacemos en porciones ...” (c3, p17, r6-7)

“... la inversión está hecha en etapas, entonces pues hay estados específicos para cada etapa, el management sabe que hay presión porque podríamos nosotros retractarnos de hacer una siguiente inversión si no cumple con ciertas metas ...” (c6, p12, r8-11)

“... los compromisos de inversión no son en una sola exhibición, son por etapas. Y el tener la capacidad de poder limitar o restringir el fondeo de una siguiente ronda, de una siguiente aportación, aunque ya haya sido pactada anteriormente, te ayuda mucho a alinear y a quitar mucha turbulencia y mucho ruido en las discusiones, y la gente inmediatamente se enfoca y se alinea en lo que tiene que hacer, y por arte de magia se

resuelven los problemas.” (c9, p13, r26-30)

### ■ **largo camino**

Desde la perspectiva del capitalista de riesgo, es necesario que el emprendedor reconozca que el proceso de inversión es un *largo camino* por recorrer.

“A veces el proceso de inversión es quizá más largo de lo que la gente espera y creo que depende mucho de qué tan preparado esté el emprendedor ... es largo pero la verdad es que nos permitió quizá a las dos partes entendernos mejor y saber que ahora la inversión pues tiene una perspectiva mejor que la que inicialmente tenía.” (c2, p11, r1-2 : p13, r12-14)

“Pues es un proceso largo por diseño, porque nosotros creemos que todo el proceso de análisis es el medio para el fin de lograr conocer mejor al emprendedor.” (c3, p2, r4-5)

“... nosotros creemos que hay mucho valor en tomar tiempo, llevar las cosas a un consenso con los emprendedores, movernos al tiempo que sea adecuado para llegar a un buen acuerdo.” (c4, p5, r12-14)

“Pues es un proceso donde nos firma un convenio de confidencialidad, nos pasan información de la empresa, analizamos la empresa, hacemos una valuación, diseñamos una hoja de términos y condiciones, lo presentamos y nos ponemos a negociar, en términos de negocios, no en términos legales y si se firma esta hoja de términos y condiciones, entonces ya los abogados pueden trabajar sobre un esqueleto bastante preciso, es un largo proceso.” (c8, p5, r16-22)

### ■ **medición del desempeño**

Ya que el capitalista de riesgo requiere conocer la situación real de la empresa en todo momento, es fundamental para él que se realice la *medición del desempeño* de la empresa.

“Pero lo que quieres es instrumentar un sistema de generación de información que sea fidedigno y que te permita ir tomando decisiones.”

(c2, p16, 9-10)

“Tenemos los indicadores clave de desempeño que se producen todos los meses, una vez al año se arma lo que le llamamos objetivos, metas, estrategias y medidas, y eso es a lo que se le da el seguimiento a lo largo del año y sobretodo al final del año para ver cómo se cumplieron los objetivos.” (c3, p15, r1-4)

“Hacemos tableros de control semanales y cada vez que se desvían de algo, tienen automáticamente una llamada para decir a ver qué está pasando, explícame, por qué hay tantas cuentas por cobrar, cuándo entramos a los supermercados, etcétera, ...” (c7, p11, r13-16)

“... herramientas para monitorear los detonadores de valor, si la empresa cada mes está construyendo valor o está perdiendo valor con su operación, a eso le llamamos el código financiero de la empresa ...” (c9, p4, r8-11)

### ■ **mejores prácticas**

El capitalista de riesgo busca fortalecer a la empresa que financia llevándole las *mejores prácticas* de las funciones sustantivas que realiza.

“... hoy le mandé un estudio de transferencia de dinero, oye me encontré

con esto está interesante échale un ojo ...” (c3, p23, r17-19)

“... de entrada le pongo las mejores prácticas en gobierno corporativo, en aspectos legales, en aspectos contables, en aspectos fiscales, en contratación de personal, en modelos financieros, proyecciones de flujo y después creemos mucho en las relaciones que tenemos y en las alianzas que podemos hacer y en las referencias cruzadas entre las inversiones que estamos haciendo.” (c5, p13, r26-30)

“... depende de la situación de cada empresa, entonces hay empresas que necesitan digamos mejorar sus operaciones, entonces tú puedes traer información o conocimiento de mejores prácticas en la producción.” (c8, p14, r10-12)

#### ■ metas de desempeño

Las *metas de desempeño* las define el emprendedor, sin embargo para el capitalista de riesgo es importante poderlas cuestionar y adecuarlas al objetivo principal de la empresa.

“Tomamos las proyecciones y ajustamos y vemos qué cosas se nos hacen realistas y qué cosas no y vamos negociando junto con los términos y condiciones y la valuación, y un poco con el presupuesto y el plan de negocios, y eso te va ajustando a que uno de los indicadores clave de desempeño sea el cumplimiento del presupuesto.” (c2, p15, r3-6)

“... trajimos un experto que dio una plática a nuestros emprendedores sobre la importancia de las métricas, porque yo les puedo tirar el rollo todo el día pero a fin de cuentas la interpretación es el fondo, lo que quiere es nada más monitorearme, pero si alguien que estuvo en las

trincheras que fue un emprendedor etcétera se los dice “mira las métricas son tu brújula” el efecto es otro ...” (c3, p24, r2-6)

“... la empresa pone sus propias metas. Digamos hay una oportunidad de negocio y hay una experiencia para poder calcular qué tan rápido puede crecer, cuántos clientes puede tener, cuántos contratos puede vender, entonces pues realmente las metas financieras las pone la propia compañía, hay que razonarlas y hay que justificarlas.” (c8, p8, r1-5)

#### ■ **modelo de negocio**

Para el capitalista de riesgo es fundamental estar de acuerdo con el *modelo de negocio* que propone el emprendedor antes de invertir en la empresa. El modelo de negocio describe la forma en que el emprendedor pretende lograr beneficios económicos al comercializar su producto.

“... y ese valor agregado lo podemos dar desde un punto de vista como estratégico y de identificación de ajuste al modelo de negocio ...” (c5, p13, r19-20)

#### ■ **objetivo común**

Es importante para el capitalista de riesgo que el objetivo del emprendedor al asociarse con él sea el mismo que el del capitalista de riesgo. De los datos se desprende que el *objetivo común* de las partes es el objetivo económico del capitalista de riesgo que consiste en obtener un rendimiento por su inversión.

“... nuestro éxito depende del éxito de la empresa, por lo tanto tú estás dispuesto a ir mucho más allá a poner en línea tus contactos, tu reputación, todo a favor del emprendedor ...” (c3, p33, r3-4)

“... muy rápido quiero ver esa capacidad de alinear objetivos entre el

emprendedor y yo, y eso es adaptabilidad ...” (c5, p4, r3-4)

“Yo creo que a final de cuentas cualquier socio que esté en el negocio va a querer lo mejor para la empresa, porque lo mejor para la empresa va a ser lo mejor para su bolsillo ...” (c8, p12, r27-28)

#### ■ **observaciones del desempeño**

La retroalimentación directa y sincera del capitalista de riesgo al emprendedor sobre su desempeño y el de la empresa, es una contribución importante del capitalista de riesgo al crecimiento de la empresa donde invierte. El capitalista de riesgo resalta que las *observaciones del desempeño* las hace de manera continua y que cuenta con el apoyo de los socios del fondo para realizarlas.

“...es importante ser muy directo sobre las observaciones y luego tratar de dar buenas sugerencias de cómo apoyar ...” (c1, p11, r19-20)

“... yo con el emprendedor es con el que tengo la interacción diaria, pues tampoco quieres violentar la relación, entonces mis otros socios están en una posición más cómoda de tirar los buscapiés , “sabes qué no te creo, lo que me estás diciendo no hace sentido”, yo me encuentro en una situación más complicada para hacer eso ...” (c3, p13, r4-8)

“... nosotros descansamos mucho en el socio operador que es el que conoce el negocio, entonces en términos de observaciones del desempeño se hacen a través de las diferentes reuniones y llamadas y correos, de diferentes temas que están pasando, donde nosotros podemos ayudar.” (c8, p11, r5-7)

#### ■ **orden**

El capitalista de riesgo intenta que la empresa adquiera valores que ayuden en

su institucionalización, uno de ellos, importante para el capitalista de riesgo es el *orden*.

“... el capital de riesgo te institucionaliza o sea te obliga a tener más controles, la información más a la mano, más al día, y tener la casa en orden, porque muchos emprendedores traen un desastre ...” (c4, p24, r3-4)

“... yo creo que el emprendedor por el hecho de tener que preocuparse de todo lo que pide un fondo de capital de riesgo ha tenido que ordenar, saber trabajar en equipo y limpiar su visión para ver a dónde va a llevar a la empresa.” (c6, p18, r22-25)

“... le ayudamos a poner ciertos estándares de orden, que para nosotros son muy importantes, o sea de orden de todo tipo ...” (c7, p15, r11-13)

#### ■ **parámetros de inversión**

El capitalista de riesgo define parámetros que le permiten orientar sus decisiones de inversión en empresas. Estos *parámetros de inversión* incluyen aspectos como el modelo de negocio y el tamaño del mercado, y que deben estar bien identificados por el emprendedor antes de acercarse a buscar financiamiento para incrementar la probabilidad de que su empresa sea capitalizada.

“Yo creo que, primero, el capital de riesgo no es para todos, hay dos tipos de negocios, el negocio de crecimiento y el negocio de estilo de vida. El negocio de crecimiento es aquél que busca crecer, ser más grande, dominar su mercado, salir a Bolsa. El negocio de estilo de vida es aquel que te da un estilo de vida adecuado pero no necesariamente lo quieres crecer, tener tu notaría, tener tu farmacia, tener tu restorán ... entonces lo

primero es definir que no sea una empresa de estilo de vida sino de crecimiento ... nosotros entramos después de que una empresa ya llegó a un punto de equilibrio ...” (c4, p23, r18-23 : p29, r23)

“... busco grandes oportunidades de penetración de un modelo de negocio en una industria desatendida o en un sector desatendido de la población ...” (c5, p2, r11-12)

“... busco un gran emprendedor, un tipo muy talentoso, muy maduro, que desarrolle algo tecnológicamente innovador, y que resuelva un problema real en México y en el mundo ...” (c7, p24, r28-30)

“... invertir en ciertas olas, u oportunidades de inversión, la más importante la demanda de productos y servicios que por la demografía del país se iba a estar requiriendo, como serían los servicios médicos, ... se trata de algún modelo ya probado que podamos traer de fuera, o es un modelo que ya tiene tracción en México y lo podemos extender en México y, a través de eso, en otros países.” (c9, p2, r21-23 : p3, r1-2)

#### ■ **participación activa**

El capitalista de riesgo tiene una *participación activa* en las empresas que financia, por lo que el emprendedor debe estar dispuesto a trabajar hombro con hombro con el capitalista de riesgo para crecer a la empresa lo más rápido posible. Los datos muestran también que esta participación del capitalista de riesgo en la empresa aunque intensa está acotada por el número total de empresas a las que les da seguimiento el capitalista de riesgo. Es decir, mientras a más empresas les dé seguimiento un capitalista de riesgo, menor será el tiempo que le pueda dedicar a cada una de ellas.

“... obviamente participamos muy activamente en el consejo de administración, pero eso es algo que se junta seis veces al año, esas juntas de consejo son más bien para temas muy estratégicos ...” (c1, p9, r13-15)

“... cuando vemos que al emprendedor se le está atorando la carreta en algo pues tratamos de ver de qué forma le podemos ayudar a quitar ese lastre. Cuando no está pudiendo pues ahí es oye qué se está atorando, mira, vamos a hacerle así o vamos a traer a esta persona, o vamos a decirle a tal que le haga así o asado para que se desatore ... es el llegar y tratar de dar alternativas a la problemática que se está suscitando ...” (c2, p19, r4-9)

“... mi intervención es institucional, entiéndase institucional como “hasta aquí es mi intervención, sé que puedo participar más, sé que puedo ayudarte en esta negociación, sé que puedo revisarte estos contratos pero ya no lo voy a hacer” porque ya mi costo de oportunidad es bueno para la empresa pero malo para el fondo ...” (c5, p15, r20-24)

#### ■ plusvalía

Rápidamente el capitalista de riesgo busca darle *plusvalía* a la empresa que capitaliza. Los datos señalan que el capitalista de riesgo espera que el valor de su inversión se multiplique varias veces durante el periodo de su inversión.

“... cuáles son los activos importantes que vamos a construir para que esta empresa valga 50 millones de dólares, qué activos vamos a incorporar, son los que podemos delinear como prioritarios, y de ahí se derivan acciones concretas y por ende objetivos a lograr o metas a lograr

por esas acciones. Entonces lo más importante es ponerte de acuerdo en visualizar la estrategia de cómo construir valor, lo demás es una consecuencia ...” (c9, p11, r29-30 : p12, r1-4)

#### ■ **preparación**

El capitalista de riesgo espera que el emprendedor pase por un proceso de *preparación* antes de buscar financiar su proyecto con capital de riesgo.

“... que tan preparado viene el emprendedor, eso es importante, hay veces que el emprendedor llega y no tiene ni idea, hay veces que viene y ya estuvo hablando con cinco fondos antes, ya levantó dinero con ángeles inversionistas ...” (c2, p3, r21-24)

#### ■ **promoción**

El código *promoción* representa una de las contribuciones que realiza el capitalista de riesgo a la empresa que financia. El capitalista de riesgo se convierte en un promotor activo de la empresa, en especial si todo va bien con su desarrollo.

“... yo creo que es más bien vinculación, oye también estoy acelerando esta otra empresa o invertí en esta otra empresa que hace algo similar por qué no hablas con él porque te puede dar ideas, porque te puede proveer otros contactos ... en cuanto a la presencia de la empresa en los medios, pues empezar a hacerle un poco de publicidad a la empresa, sobretodo si todas las cosas están saliendo bien.” (c4, p19, r10-13 : p21, r26-28)

“... siento que el emprendedor sabe que le abrimos muchas puertas y que estamos obligados a que sea una empresa tremendamente exitosa ... a final de cuentas todos los emprendedores son la mejor métrica de nuestro éxito, entonces una buena empresa va a hablar de que somos un buen

fondo ...” (c6, p14, r23-29)

#### ■ **relación**

Desde la perspectiva del capitalista de riesgo, debe de existir una buena *relación* con el emprendedor para poder asistir a la empresa en su desarrollo. Los datos muestran que el capitalista de riesgo trata de mantener una buena relación con el emprendedor en todo momento durante el periodo de inversión.

“... aquí la realidad es que tú te friegas al emprendedor al principio y acabas padeciendo el resto de la relación, son muchos años para estar padeciendo por una situación al principio. Normalmente no acaba bien para nadie.” (c2, p5, r12-15)

“... ¿cómo conoces al emprendedor?, ¿es un tipo honesto o no?, ¿es un cuate que realmente hace lo que dice? ... tienes un mes para hacer la selección, ¿cómo te enteras si el cuate es un pillo o no? ... el éxito viene de tener una relación muy cercana con el emprendedor y muy transaccional, no sólo de traer dinero y luego venir una vez al año a ver cómo van las cosas ... sienta las bases para una relación constructiva, en donde el inversionista y el emprendedor trabajan de la mano, porque cuando es uno contra el otro lo único que pasa es que a la inversión le va mal y a todos les va mal ... desde el principio se genera este ambiente de confianza, de apertura y luego siempre está abierto para platicar, para escuchar, para proponer ideas, para escuchar ideas, yo creo que los mismos principios que aplican a un matrimonio aplican aquí ...” (c4, p3, r5-7 : p4, r9-10 : p11, r8-11 : p20, r12-15)

“Yo lo que me he dado cuenta es que el proceso de negociación es el

momento en el cual tú te das cuenta qué quiere y cómo es el emprendedor, y ellos se dan cuenta qué quieres y cómo eres tú, y creo que sienta las bases hacia la relación hacia futuro.” (c4, p7, r16-18)

#### ■ **rendimiento financiero**

El capitalista de riesgo responde a las necesidades de sus inversionistas buscando obtener un *rendimiento financiero* por su dinero.

“... al final del día nuestra obligación es a nuestros inversores y tenemos que hacer lo necesario para mantener y crear valor en la empresa ...”  
(c1, p13, r14-16)

#### ■ **reporteo**

El *reporteo* es importante para el capitalista de riesgo. El emprendedor debe preparar reportes fidedignos y oportunos de la situación real que guarda la empresa en todo momento.

“... desde un principio trabajamos, por ejemplo, con el área de finanzas en definir cómo deben de ser los reportes que sean de utilidad para la empresa como para nosotros indicadores, entonces vamos desarrollando y vamos trabajando eso, que al final de cuentas se convierte en información útil para la toma de decisiones del mismo equipo gerencial ... muchos emprendedores no aprovechan y utilizan la información para gestión, lo ven más como una obligación de reportaje y hemos tratado de que se miren los datos para que se usen como herramientas y no como castigos.”  
(c1, p16, r7-11 : r17-19)

#### ■ **reputación**

El capitalista de riesgo reconoce el efecto que causa su *reputación* en la

industria en el desarrollo de la empresa que capitaliza.

“... es la marca, el conocimiento que ya llevamos de operación en este mercado, o sea somos un fondo que lleva 10 años operando en México, entonces ya la gente nos ubica como un grupo de inversión en el sector ...” (c1, p1, r10-12)

“Pues ya somos conocidos en el mercado y mucho tiene que ver con la reputación que tenemos y con las referencias. La gente nos refiere.” (c2, p1, r3-4)

“... creo que la reputación del fondo es muy sensible con la reputación de la empresas en el sentido de que si hay una percepción de que el fondo es informal, pues van a pensar que mi negocio es informal y de que está mal llevado ... nos cuidamos mucho de la reputación y de la percepción, creo que por eso mismo, porque tenemos una reputación de ser abiertos, justos, balanceados propositivos creo que muchas empresas nos buscan, hasta empresas que luego no necesitan dinero ...” (c4, p22, r7-14)

“... la reputación que tenemos, que particularmente tiene que ver con nuestra capacidad operativa, pues nos llegan proyectos de fuera, muchos referidos ...” (c5, p1, r23-25)

“... no somos un fondito que estaba viendo cómo hacer las cosas, sino pues sí tenemos nuestra buena reputación en el mercado, entonces creo que eso pues también ha solidificado la presencia de la empresa.” (c7, p20, r17-19)

#### ■ **respeto**

Para el capitalista de riesgo, el *respeto* es un componente fundamental en su

relación con el emprendedor.

“... respetando las figuras, o sea la del director general, en la toma de decisiones siempre se respeta esa parte ... yo lo veo como una relación positiva, constructiva, a veces conflictiva, pero al final del día creo que de respeto mutuo ...” (c1, p12, r9-10 : p17, r17-18)

#### ■ riesgo

El código *riesgo* señala lo relevante que es para el capitalista de riesgo identificar, dimensionar, y minimizar los riesgos asociados con la inversión de capital de riesgo en una determinada empresa.

“... hay dos dimensiones, está la dimensión de la evolución del negocio, o si quieres verlo desde el punto de vista del riesgo del negocio, y luego está la dimensión de la evolución o el riesgo del ecosistema, trabajamos para reducir dichos riesgos.” (c3, p19, r11-13)

“... una organización joven, con mucho estrés de crecimiento, que no necesariamente tenía las bases de procesos de negocios totalmente organizada, entonces es un negocio con más riesgo.” (c8, p9, r7-9)

#### ■ tercerización

El capitalista de riesgo destaca que su fondo realiza funciones secundarias de las empresas capitalizadas. La *tercerización* de estas funciones por parte del emprendedor al capitalista de riesgo le permite enfocarse sólo en actividades que agregan valor a la empresa.

“... tenemos un área de sistemas que realiza una actualización de las capacidades tecnológicas de la empresa para su gestión ... desde cosas tan sencillas como hacer un respaldo de la información ... comprar

aplicaciones especializadas para la industria en la que está la empresa, pues hay todo un tema de estrategia de tecnología que implantamos en la empresa, incluso en las empresas de tecnología, porque esto no tiene que ver con quizá el desarrollo del producto sino con la gestión ...” (c2, p21, r11-19)

“... nosotros tenemos una parte que es un poco atípica que es la parte de servicios compartidos, entonces toda la parte administrativa y financiera de las empresas del portafolio se realiza desde aquí ...” (c3, p24, r27-29)

#### ■ valor

El capitalista de riesgo apunta que para poder llegar a un acuerdo de inversión, sus expectativas del *valor* de la empresa deben estar cercanas a las expectativas del valor del emprendedor. El capitalista de riesgo también señala que el valor de la empresa a la entrada de la inversión determina en gran medida los rendimientos financieros a la salida de la inversión.

“... tú quieres presentar una hoja de términos y condiciones y tener una valuación, sin embargo existe un problema de asimetría de información ... el capitalista de riesgo como conoce menos el negocio pone una valuación más baja, más protegida, para evitar que exista cualquier error porque hay muchas cosas que no acaba de ver todavía, lo que genera una brecha grande con respecto al valor asignado por el emprendedor ... tienes que ponerte a trabajar en cómo cierras esa brecha ... cómo conocer mejor el negocio y poder ir quitando los riesgos y las incertidumbres que estás viendo que te hacen tener una valuación más baja, y cómo vas trabajando con el emprendedor para que él vaya poniendo quizá los pies

un poco más en la tierra y que vaya viendo el valor agregado que puedes llegar a traer, y la realidad del negocio.” (c2, p6, r27-30 : p7, r1-13)

“... la valuación de entrada era muy alta, yo no iba a poder llegar a mi retorno, entonces yo trataba de bajar la valuación y hay veces que estás cerca y hay veces que estás bastante lejos.” (c4, p6, r28-30)

“Casi siempre el punto más álgido es la valuación ... el problema surge de una asimetría en la información, el emprendedor tiene mucha información y tú tienes poca, él tiene mucha información y mucho control sobre el futuro y tú sólo tienes información y control sobre el pasado, entonces tu manera de evaluar el negocio es sólo lo que ha pasado y el emprendedor está haciendo el negocio por el futuro, entonces si él hace una proyección que dice, voy a triplicar el tamaño del negocio en dos años, sólo él sabe si realmente es posible...” (c4, p5, r25-29 : p6, r1-2)

#### ■ **visión compartida**

Finalmente, para el capitalista de riesgo es indispensable que exista una *visión compartida* con el emprendedor sobre la mejor manera de desarrollar a la empresa.

“... buscamos que haya una visión un poco compartida ...” (c2, p2, r4)

“... otro elemento importante es un poco más subjetivo de que compartimos la misma visión, queremos que el negocio vaya en el rumbo adecuado, que le podamos agregar valor, o sea que de alguna manera compaginemos en la visión ... porque si creemos que para ser exitoso debe de haber una unión muy cercana de visión.” (c4, p4, r7-8 : r19-20)

**4.2.3. Codificación selectiva de datos de la literatura.** Los datos que se usaron para realizar la codificación selectiva se obtuvieron de la literatura del capital

de riesgo a través de un muestreo teórico, como se explica en el Capítulo 3. A continuación se describen los siete códigos que surgieron de la codificación selectiva y que sirvieron para saturar a las categorías.

#### ■ **cambio de director general**

La literatura destaca que el capitalista de riesgo realiza un *cambio de director general* cuando las metas pactadas para el desarrollo de la empresa no se cumplen de manera reiterativa.

“Mientras que algunos capitalistas de riesgo actúan de forma compasiva ofreciéndole más tiempo y el beneficio de la duda al director general que no alcanzan sus metas, otros consideran la decisión de reemplazar al director general como función de su desempeño, y recalcan la importancia de actuar de inmediato para cambiar el liderazgo incompetente y poder rescatar a la empresa.” (Khanin, Baum, Turel y Mahto, 2009)

“... si se trata de una falla de naturaleza estratégica en vez de una operativa, la falla estratégica conduce, por lo general, al despido del director general.” (Bruton, Fried y Hisrich, 1998)

#### ■ **justicia**

La literatura resalta que la *justicia* procedimental es importante para mantener una buena relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, y, como se señala en el siguiente ejemplo, el emprendedor toma decisiones de inversión según su percepción del trato justo que le da el capitalista de riesgo.

“La justicia procedimental parece poder explicar cómo las interacciones del emprendedor con los inversionistas potenciales afectan las decisiones

del emprendedor con respecto a la obtención de financiamiento.”

(Sapienza et al., 2003)

#### ■ **mentoría**

Destaca la literatura que es necesario contribuir al desarrollo del emprendedor a través de la *mentoría* del capitalista de riesgo, de manera que se transforme en un mejor director general.

“El capitalista de riesgo agrega valor a la empresa al ayudar personalmente al director general a enfrentar los retos de un entorno en rápido crecimiento como el de una empresa de reciente creación.” (Large y Muegge, 2008)

“... existe este proceso de mentoría en el que como capitalista de riesgo trato de mejorar la calidad del director general sólo con estar ahí, ayudándolo a conseguir a otros inversionistas, ayudándolo en el crecimiento de la empresa, encontrando nuevos clientes y proveedores, e insistiendo en contratar a la gente correcta.” (De Clercq y Sapienza, 2006)

“... sin couches los atletas sin experiencia emplean mucho tiempo y esfuerzo realizando actividades que no son importantes. De igual manera, los capitalistas de riesgo le proporcionan mentoría al emprendedor para hacer que su esfuerzo se convierta en un éxito.” (Hellmann y Puri, 2000)

#### ■ **profesionalización**

La literatura resalta que un factor importante de la institucionalización de la empresa se refiere a la *profesionalización* de su fuerza laboral. El capitalista de riesgo participa en la *profesionalización* de la empresa reconociendo su importancia para el rápido crecimiento de la misma.

“... los capitalistas de riesgo son inversionistas que participan intensamente y que influyen en la profesionalización de la organización de las empresas.” (Hellmann y Puri, 2002)

#### ■ **rapidez**

El capitalista de riesgo destaca la importancia de la *rapidez* con la que saca su inversión de la empresa, como lo resalta la literatura en el siguiente ejemplo.

“Los capitalistas de riesgo jóvenes hacen públicas a sus empresas del portafolio más rápido que los capitalistas de riesgo más experimentados con el objeto de buscar establecer una buena reputación en la industria que les ayude a levantar capital para la creación de nuevos fondos.” (Gompers, 1996)

#### ■ **rápido crecimiento**

La literatura sobre el capital de riesgo resalta que la empresa busca lograr un *rápido crecimiento* desde el momento en que le llega la inversión de capital de riesgo.

“La ejecución a tiempo de la estrategia de crecimiento de una empresa joven le permite tener la ventaja del que se mueve primero. El retraso en la ejecución del crecimiento de la empresa puede afectar la posibilidad de que la empresa sea exitosa.” (Davila et al., 2003)

“... el involucramiento del capitalista de riesgo en la empresa ayuda a traer empleados, y por lo tanto a acelerar el crecimiento de la empresa.” (Maula, 2001)

#### ■ **respaldo**

El *respaldo* se refiere a un aumento en la credibilidad en la empresa que surge por la afiliación de la empresa al capitalista de riesgo, y que arroja beneficios a la

empresa en su relación con su entorno.

“... los capitalistas de riesgo pueden certificar la calidad de empresas jóvenes. Este respaldo mejora la legitimidad de las empresas de reciente creación y les facilita el atraer nuevos inversionistas y socios.” (Maula, 2001)

### **4.3. Categorías**

En esta sección se presentan primero las seis categorías preliminares que resultaron del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo y de los emprendedores, y a continuación se reporta la configuración de las cinco categorías finales. Por último, se describen la categoría central resultante SALIDA y el proceso social básico CONSTRUYENDO LA SALIDA.

**4.3.1. Categorías preliminares.** Una vez concluido el análisis de los datos de los emprendedores y de los capitalistas de riesgo que resultó en el surgimiento de 70 códigos, se examinaron estos códigos y sus contenidos para encontrar similitudes y diferencias que permitieran ir relacionándolos entre sí y que permitieran ir identificando categorías preliminares.

De los datos de las entrevistas con emprendedores surgieron inicialmente seis categorías. Estas seis categorías fueron validadas y complementadas con los datos de los capitalistas de riesgo. Las categorías emergentes fueron CERTIFICACIÓN, CRECIMIENTO, INVERSIÓN, PARTICIPACIÓN, RELACIÓN y SALIDA. A continuación se describen cada una de estas categorías.

#### **► CERTIFICACIÓN**

Esta categoría preliminar contiene los códigos *aval*, *casos de éxito*, *certidumbre*, *contactos*, *credibilidad*, y *reputación*, que surgen del análisis de los

datos de los emprendedores. También incluye los nuevos códigos *atracción de talento* y *sello de calidad* que emanan del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo, como se muestra en la Figura 4.1. Las palabras, frases o conceptos contenidos en los códigos tienen alguna conexión con el efecto de CERTIFICACIÓN del capitalista de riesgo hacia la empresa que financia. La empresa se ve beneficiada por su entorno, principalmente por la reputación del capitalista de riesgo.

Figura 4.1. La categoría CERTIFICACIÓN y sus códigos.



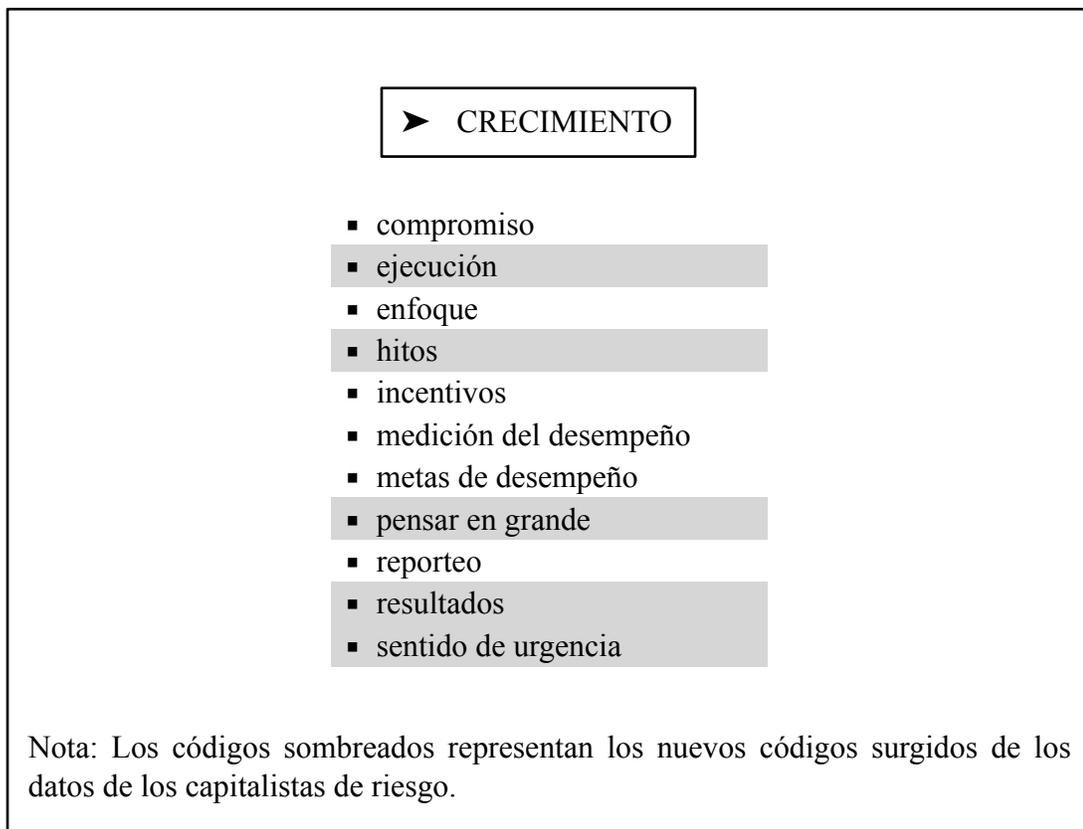
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

#### ▶ CRECIMIENTO

Esta categoría preliminar contiene los códigos *compromiso*, *enfoque*, *incentivos*, *medición del desempeño*, *metas de desempeño*, y *reporteo* que emanan del análisis de los datos de los emprendedores. También incluye los nuevos códigos *ejecución*, *hitos*, *pensar en grande*, *resultados*, y *sentido de urgencia* que surgen del

análisis de los datos de los capitalistas de riesgo, como se muestra en la Figura 4.2. Las palabras, frases o conceptos contenidos en los códigos tienen alguna conexión con el CRECIMIENTO de la empresa, que es ejecutado por el emprendedor y asistido por el capitalista de riesgo.

Figura 4.2. La categoría CRECIMIENTO y sus códigos.



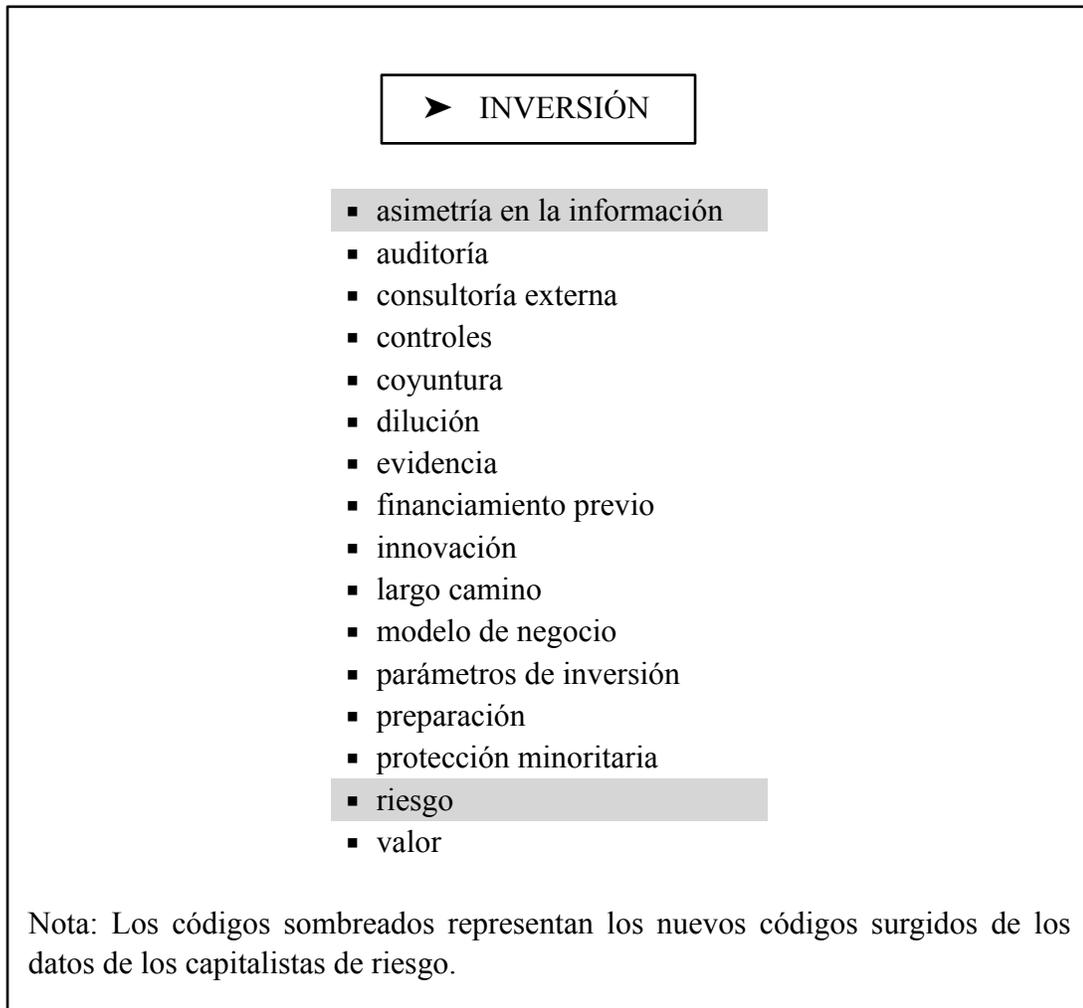
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

### ► INVERSIÓN

Esta categoría preliminar contiene los códigos *auditoría, consultoría externa, controles, coyuntura, dilución, evidencia, financiamiento previo, innovación, largo camino, modelo de negocio, parámetros de inversión, preparación, protección minoritaria, riesgo, y valor* que surgen del análisis de los datos de los emprendedores. También considera los nuevos códigos *asimetría de información* y

*riesgo* que emanan del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo, como se muestra en la Figura 4.3. Las palabras, frases o conceptos contenidos en los códigos tienen alguna conexión con la decisión de INVERSIÓN que toma el capitalista de riesgo.

Figura 4.3. La categoría INVERSIÓN y sus códigos.



Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

### ▶ PARTICIPACIÓN

Esta categoría preliminar contiene los códigos *asesoría, capital con talento, clima de negocio, consejero, dinero, experiencia, gobierno corporativo,*

*institucionalización, inversión condicionada, mejores prácticas, observaciones del desempeño, orden, participación activa, personal clave, promoción, y tercerización* que emanan del análisis de los datos de los emprendedores. También considera los nuevos códigos *disciplina, financiamiento, razón, y sentido común* que surgen del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo, como se muestra en la Figura 4.4. Las palabras, frases o conceptos contenidos en los códigos tienen alguna conexión a la PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa.

*Figura 4.4.* La categoría PARTICIPACIÓN y sus códigos.

► PARTICIPACIÓN

- asesoría
- capital con talento
- clima de negocio
- consejero
- dinero
- disciplina
- experiencia
- financiamiento
- gobierno corporativo
- institucionalización
- inversión condicionada
- mejores prácticas
- observaciones del desempeño
- orden
- participación activa
- personal clave
- promoción
- razón
- sentido común
- tercerización

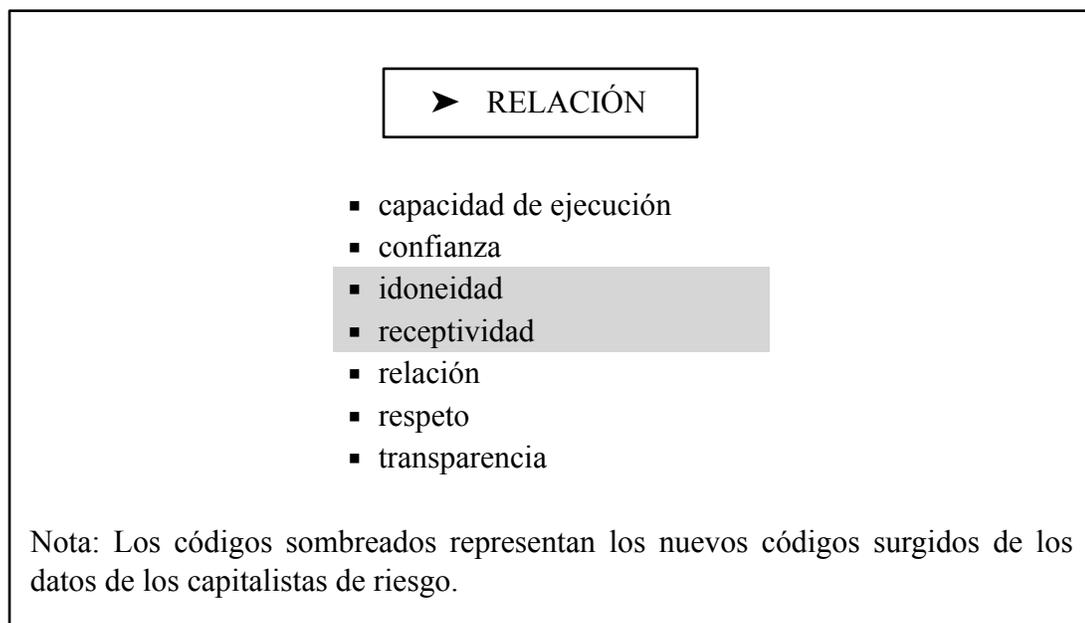
Nota: Los códigos sombreados representan los nuevos códigos surgidos de los datos de los capitalistas de riesgo.

Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

### ► RELACIÓN

Esta categoría preliminar contiene los códigos *capacidad de ejecución, confianza, relación, respeto, y transparencia* que surgen del análisis de los datos de los emprendedores. También considera los nuevos códigos *idoneidad y receptividad* que emanan del análisis de los datos de los capitalista de riesgo, como se muestra en la Figura 4.5. Las palabras, frases o conceptos contenidos en los códigos tienen alguna conexión con el comienzo y el mantenimiento de la RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor.

Figura 4.5. La categoría RELACIÓN y sus códigos.



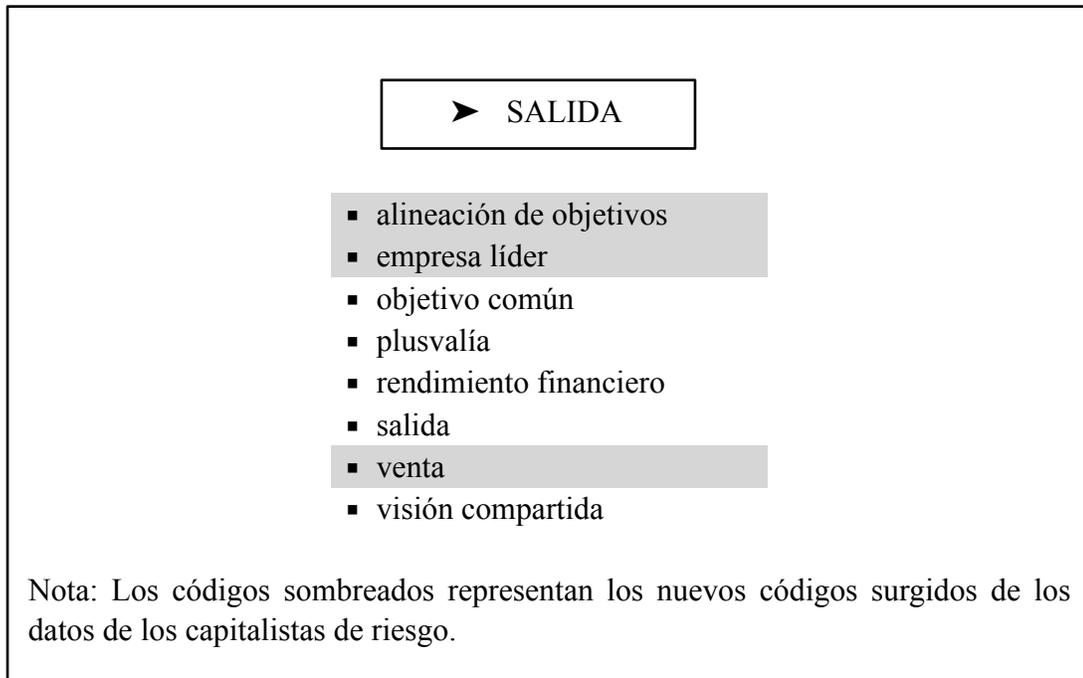
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

### ► SALIDA

Por último, esta categoría preliminar contiene los códigos *objetivo común, plusvalía, rendimiento financiero, salida, y visión compartida* que emanan del análisis de los datos de los emprendedores. También incluye los nuevos códigos

*alineación de objetivos, empresa líder, y venta* que surgen del análisis de los datos de los capitalistas de riesgo, como se muestra en la Figura 4.6. Las palabras, frases o conceptos contenidos en los códigos tienen alguna conexión a la SALIDA de la inversión de la empresa.

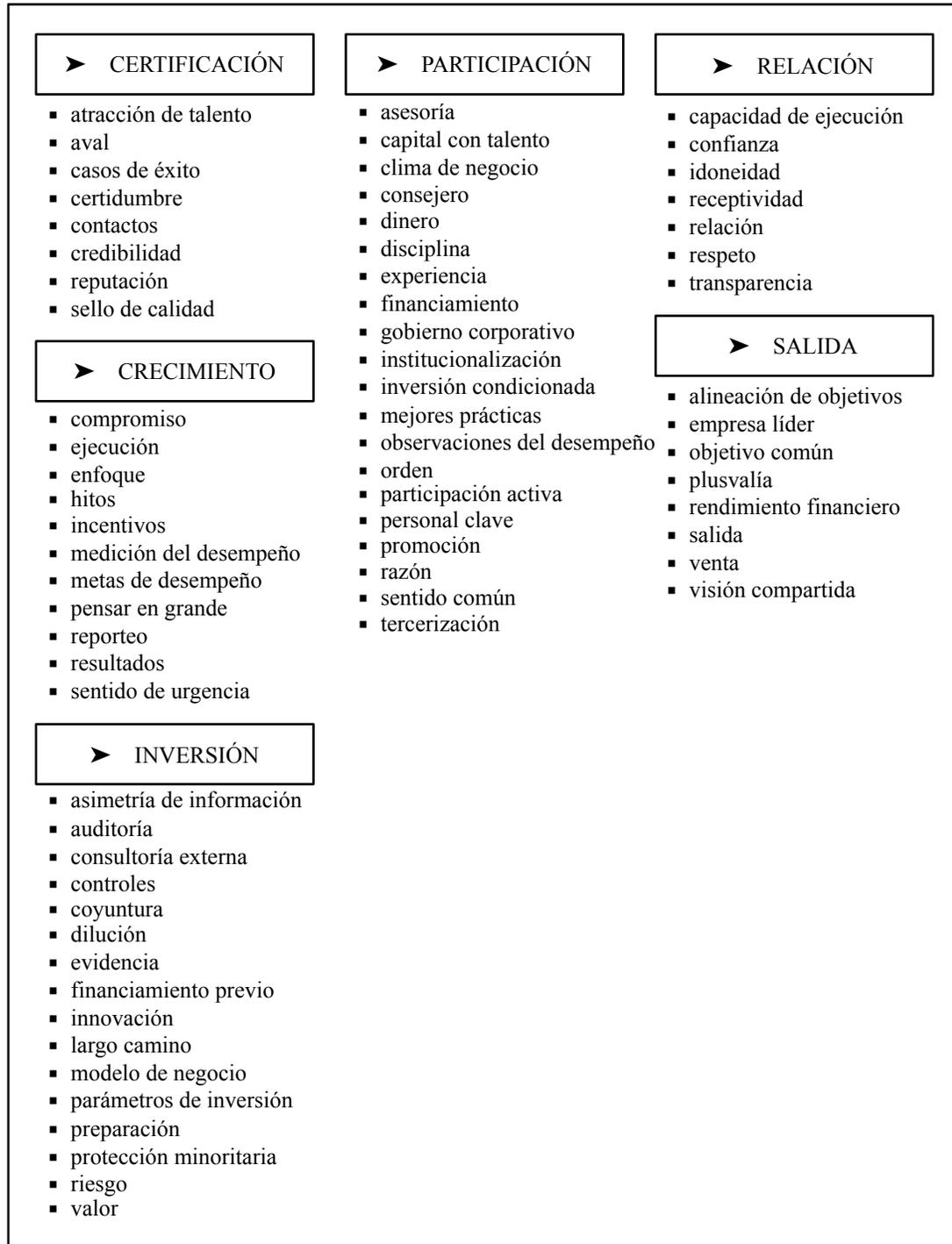
Figura 4.6. La categoría SALIDA y sus códigos.



Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

En suma, la Figura 4.7 muestra el conjunto de códigos y categorías preliminares desarrolladas una vez concluida la codificación inicial.

Figura 4.7. Vista general de las categorías y sus códigos.



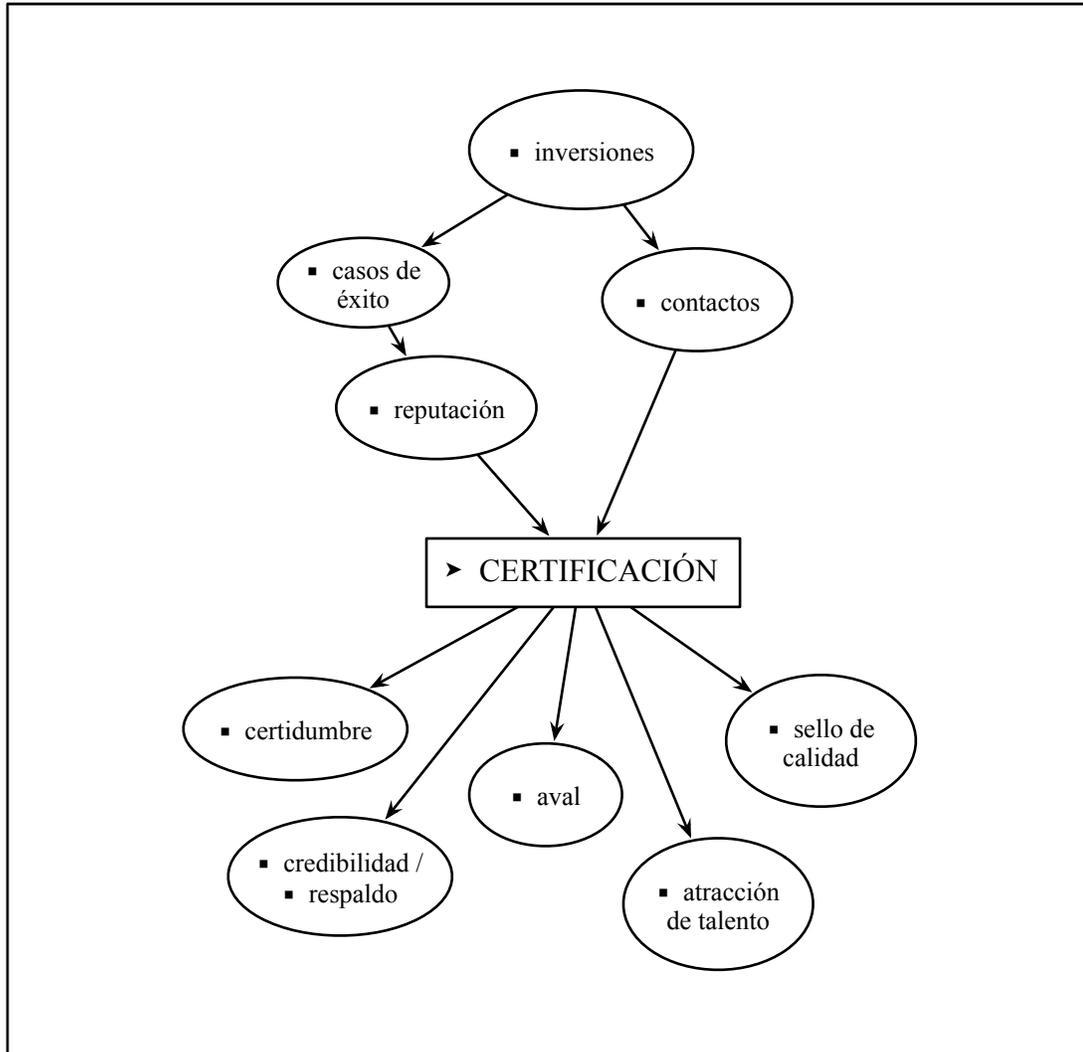
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

**4.3.2. Configuración de categorías finales.** Una vez concluido el análisis de los datos de los entrevistados, primero con la codificación abierta y después con la codificación selectiva, se redujo el número de categorías de seis a cinco. A continuación se describen las configuraciones de cada una de las cinco categorías resultantes.

La categoría CERTIFICACIÓN define la contribución del capitalista de riesgo a la empresa de acuerdo a cómo los participantes en la industria perciben las actuaciones del capitalista de riesgo en el pasado. Para el capitalista de riesgo mientras más inversiones haya realizado, mayor es el alcance y efectividad de su red de contactos y mayor es la probabilidad de que desarrolle casos de éxito. Más casos de éxito incrementan la reputación del capitalista que se traduce en un mayor efecto de certificación.

Un mayor efecto de CERTIFICACIÓN trae como consecuencia una mayor certidumbre para la empresa, le da más credibilidad al proyecto, incrementa el efecto aval en la búsqueda de financiamiento para la empresa, atrae talento a la empresa, y, en general, funciona como un sello de calidad para la empresa. La Figura 4.8 muestra la configuración de la categoría CERTIFICACIÓN que ilustra las relaciones de sus códigos con el efecto certificación y sus consecuencias.

Figura 4.8. Configuración de la categoría CERTIFICACIÓN.



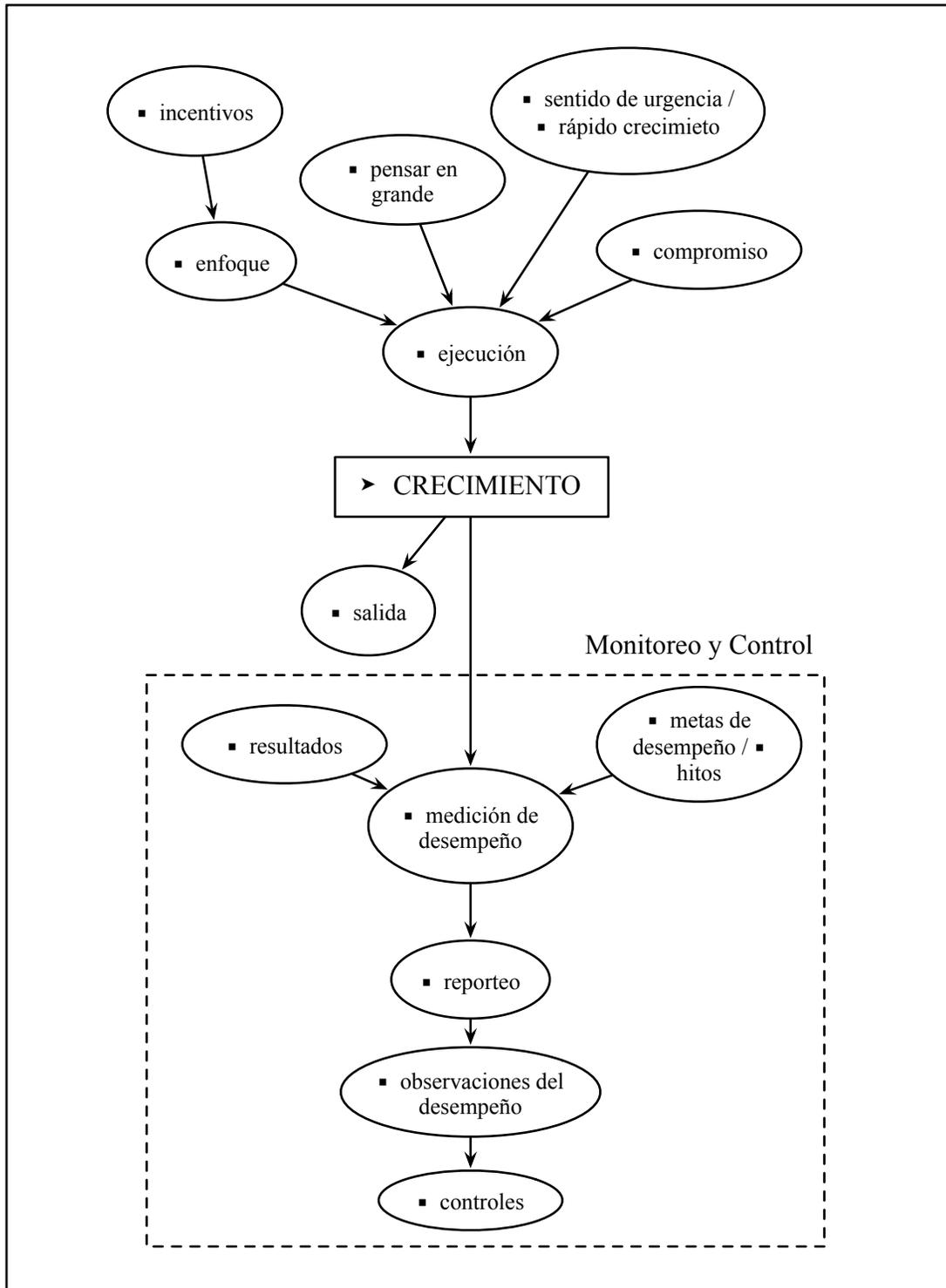
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

La categoría CRECIMIENTO considera que el emprendedor, siendo el que opera la empresa, es el que ejecuta su plan de crecimiento. El crecimiento de la empresa le agrega valor y contribuye a lograr la salida de la inversión del capitalista de riesgo. El capitalista de riesgo diseña mecanismos de incentivos para que el emprendedor mantenga enfocados sus esfuerzos, motiva al emprendedor a pensar en grande y a actuar con sentido de urgencia, y se apela al compromiso del emprendedor para que éste ejecute el plan de desarrollo de la empresa de la mejor manera posible y

consiga el crecimiento deseado.

El crecimiento de la empresa y sus demás resultados contribuyen a la salida de la inversión de la empresa, y son insumos de la actividad monitoreo y control que realiza el capitalista de riesgo. Los resultados se comparan con las metas previamente establecidas para medir el desempeño de la empresa. Además, el emprendedor elabora reportes que muestran el desarrollo de la empresa, y, a partir de ellos, el capitalista de riesgo le ofrece al emprendedor observaciones sobre su actuación con la finalidad de mejorar su desempeño. Por último, el capitalista de riesgo usa controles para reorientar el desarrollo de la empresa en caso de un desempeño insatisfactorio. La Figura 4.9 presenta la configuración de la categoría CRECIMIENTO que muestra las relaciones de sus códigos con el crecimiento de la empresa y sus consecuencias..

Figura 4.9. Configuración de la categoría CRECIMIENTO.



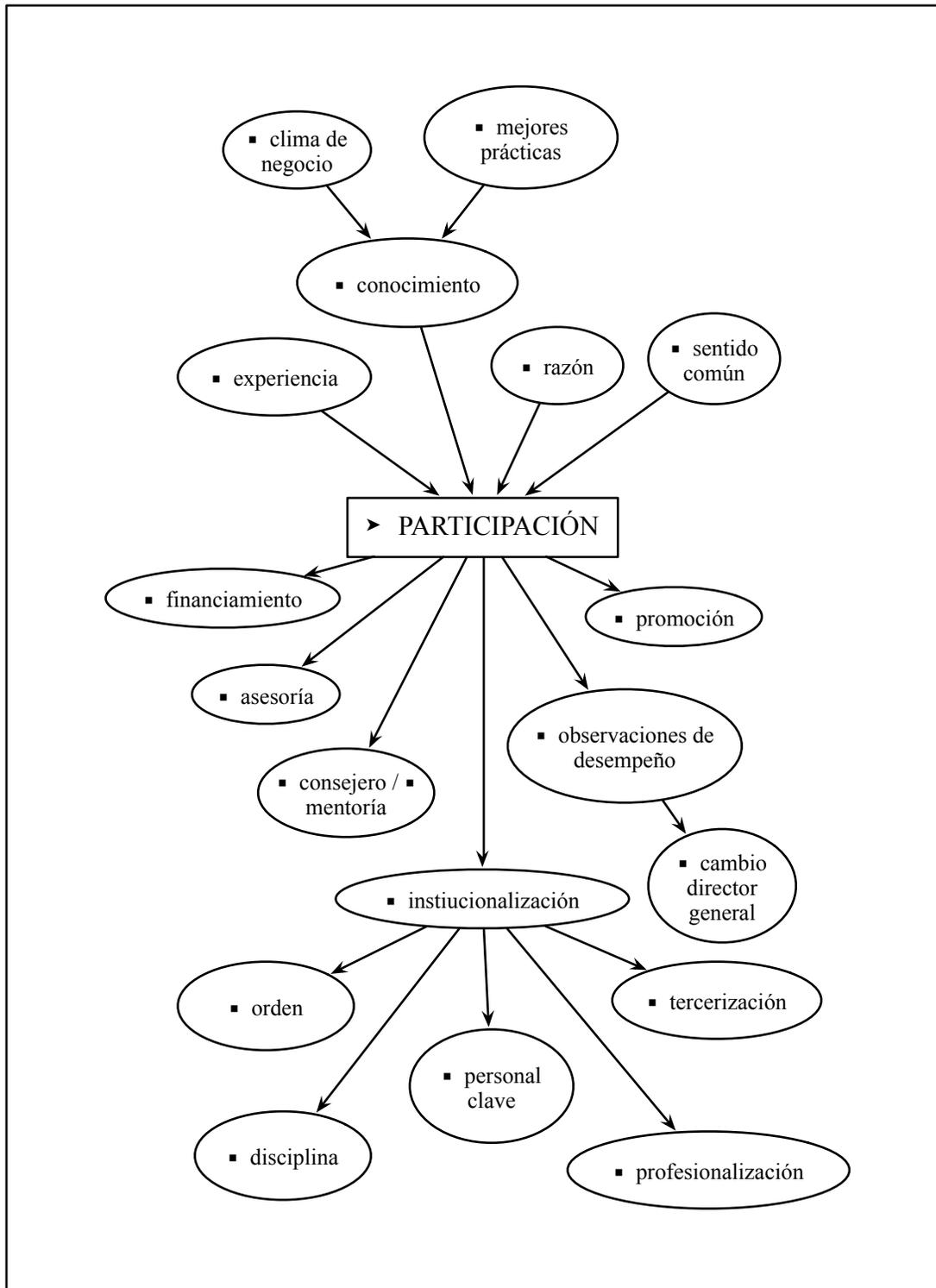
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

La categoría PARTICIPACIÓN destaca el papel activo que tiene el capitalista

de riesgo en el desarrollo de la empresa. El capitalista de riesgo le proporciona dinero a la empresa donde invierte y le da seguimiento a su inversión para buscar lograr los rendimientos financieros que demandan los inversionistas por sus recursos. Gracias a la experiencia y al conocimiento del capitalista de riesgo, a que conoce el clima de negocios y entiende las mejores prácticas, al uso de la razón y del sentido común, el capitalista de riesgo participa de forma activa en el desarrollo de la empresa. Las principales contribuciones del capitalista de riesgo se agrupan en temas de financiamiento, asesoría, consejería, institucionalización, monitoreo y control, y promoción.

El financiamiento del capitalista de riesgo incluye el financiamiento inicial y el que se necesita para continuar con el desarrollo de la empresa. La asesoría hace referencia al talento del capitalista de riesgo para desarrollar empresas de alto impacto, y la consejería se refiere a la contribución que hace al desarrollo del emprendedor. Por otro lado, el capitalista de riesgo contribuye además a la institucionalización de la empresa introduciendo orden y disciplina en su administración, implantando un gobierno corporativo efectivo, procurando la contratación de personal clave y la profesionalización de los empleados de la empresa, y tercerizando las funciones secundarias del negocio para orientar a la organización a actividades que generen valor. El capitalista de riesgo realiza además observaciones sobre el desempeño de la empresa, y reemplaza al director general en caso necesario. Finalmente, el capitalista de riesgo se convierte en el principal promotor de la empresa que financia. La Figura 4.10 muestra la configuración de la categoría PARTICIPACIÓN que ilustra las relaciones de sus códigos con las contribuciones de valor del capitalista de riesgo.

Figura 4.10. Configuración de la categoría PARTICIPACIÓN.



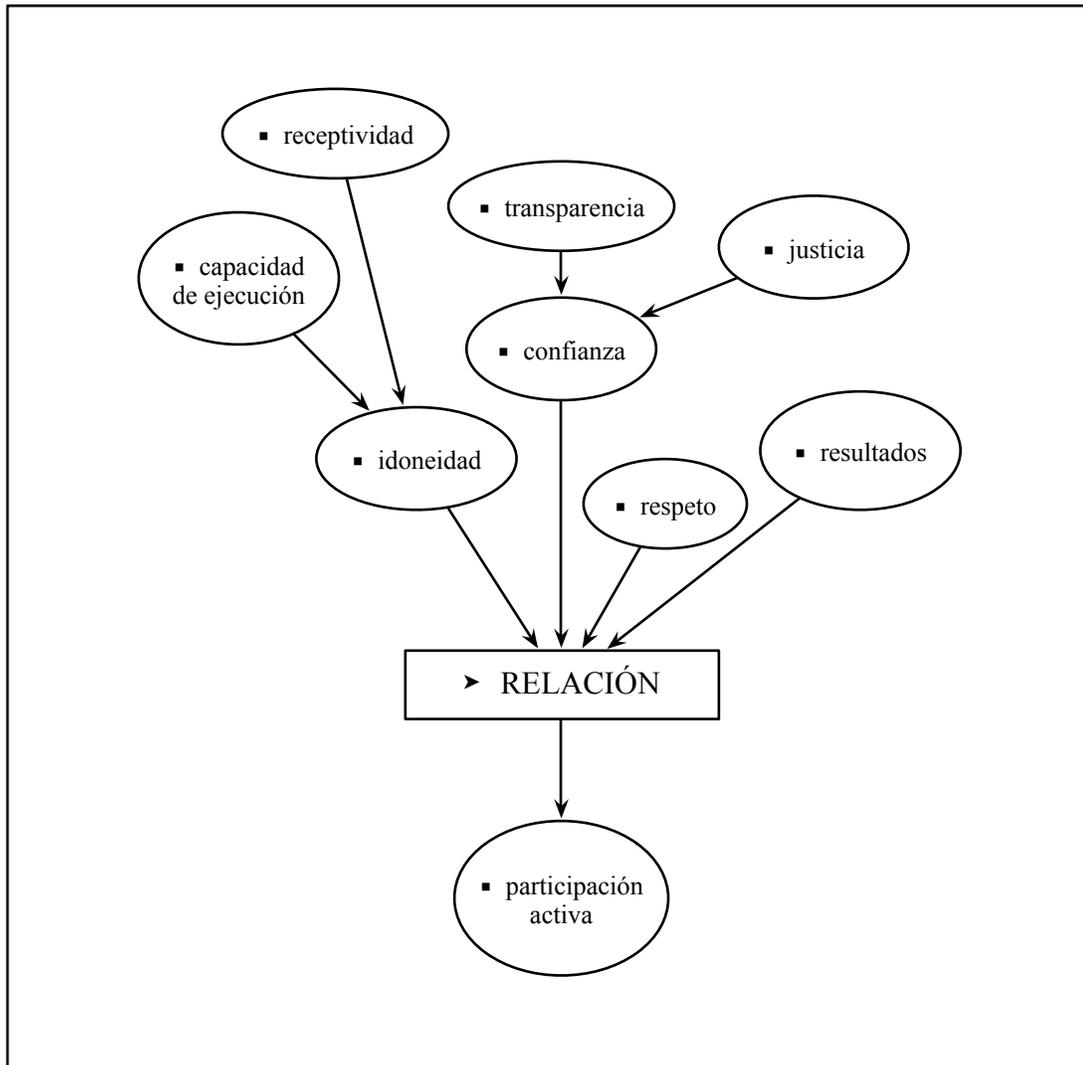
Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

La categoría RELACIÓN recalca la importancia de que durante todo el ciclo

del financiamiento el capitalista de riesgo y el emprendedor desarrollen y mantengan una buena RELACIÓN. La RELACIÓN comienza a establecerse desde la etapa previa a la inversión cuando el capitalista de riesgo busca identificar la conveniencia de asociarse con el emprendedor. El capitalista de riesgo pone énfasis en identificar la capacidad del emprendedor para operar la empresa, y, una vez realizada la inversión, en reconocer que tan receptivo sería el emprendedor a las recomendaciones que le hace para mejorar su desempeño y el de la empresa.

La RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor se basa en la confianza. La confianza es el resultado de la transparencia con la que actúan las partes, y de la justicia percibida acerca de los procedimientos y acuerdos alcanzados durante el proceso de inversión y los relativos al acompañamiento de la inversión que realiza el capitalista de riesgo. Mientras mayor sea la transparencia percibida y más se perciba que la toma de decisiones se hace con justicia, mejor será la RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. El respeto es también un componente importante que define la RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. También, los resultados de la empresa inciden directamente sobre su RELACIÓN con el capitalista de riesgo. Mejores resultados conllevan una mejor RELACIÓN entre las partes. Finalmente, la RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor incide sobre la intensidad de la participación del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa. La Figura 4.11 muestra la configuración de la categoría RELACIÓN que indica las relaciones de sus códigos con la creación y desarrollo de la RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor.

Figura 4.11. Configuración de la categoría RELACIÓN.

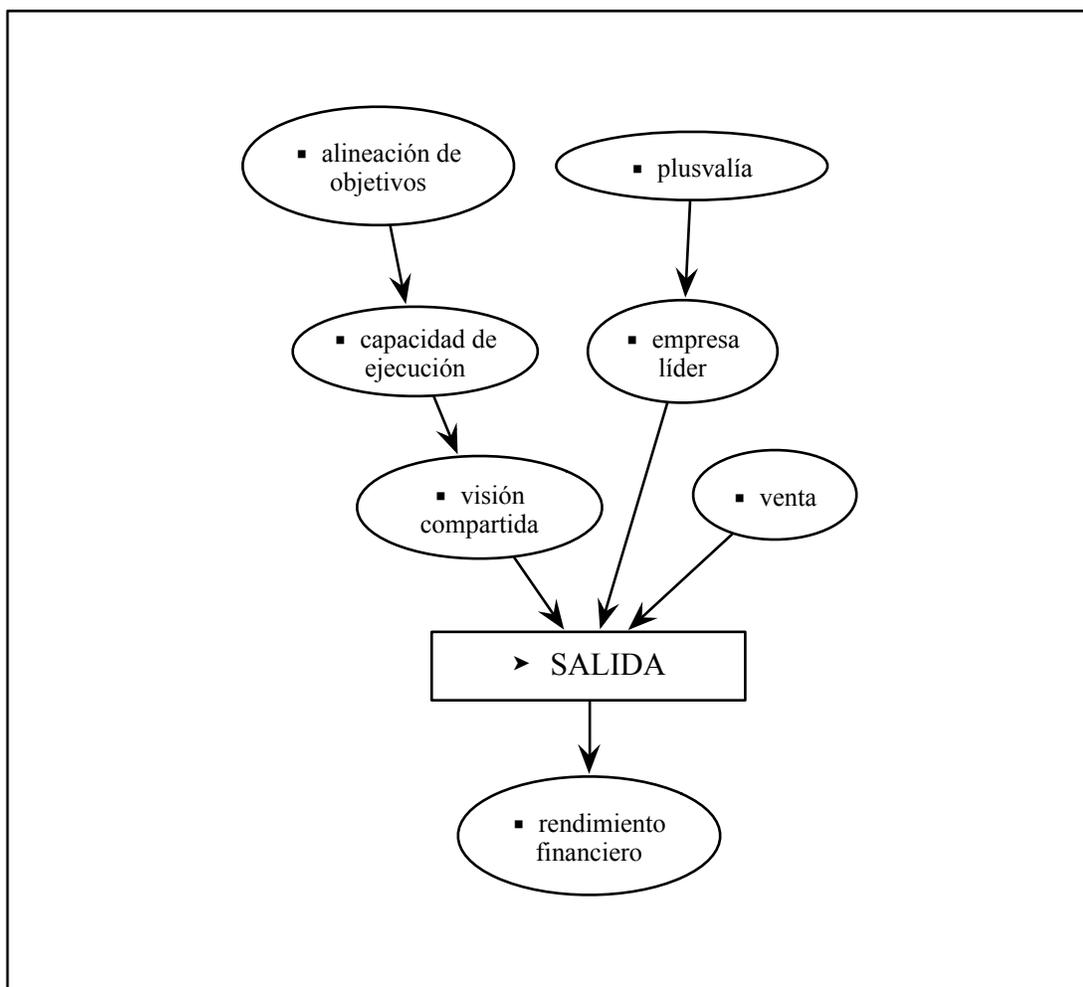


Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

Por último, la categoría SALIDA recalca la importancia que tiene para el capitalista de riesgo poder concluir su periodo de inversión con una SALIDA. El capitalista de riesgo promueve una visión compartida con el emprendedor desde el comienzo de la relación, buscando alinear objetivos y asegurando que la SALIDA de la inversión sea el objetivo común con el emprendedor. Para esto el capitalista de riesgo trabaja con el emprendedor para aumentar el valor de la empresa y para hacer

que la empresa sea atractiva para posibles compradores. Además, el capitalista de riesgo busca convertir a la empresa en líder de su industria para llamar la atención de inversionistas potenciales. Una vez realizada la inversión, el capitalista de riesgo orienta sus esfuerzos a preparar a la empresa para su venta, y a lograr un rendimiento financiero por su inversión que cumpla con las expectativas de sus inversionistas. La Figura 4.12 presenta la configuración de la categoría SALIDA que muestra las relaciones de sus códigos con la SALIDA de la inversión de la empresa.

Figura 4.12. Configuración de la categoría SALIDA.



Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

**4.3.3. La categoría central SALIDA.** SALIDA fue identificada como la categoría central. SALIDA es la categoría que conecta e integra a las otras categorías y explica los principales temas que afectan las contribuciones de valor del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa donde invierte. La categoría SALIDA es la variable central que se relaciona con las demás categorías, tiene una explicación para las categorías, y es el enlace entre todas las categorías, lo que conlleva al desarrollo de la teoría sustantiva.

Durante el análisis de comparación constante se hizo evidente que la categoría SALIDA era la categoría central del estudio, ya que la categoría, sus propiedades, y sus características aparecieron con frecuencia en los datos. Desde el comienzo del análisis, los datos sugerían que un tema fundamental para entender las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa en su relación con el emprendedor estaba relacionado con la SALIDA de la inversión. Conforme el análisis iba progresando, se iba confirmando que SALIDA era una categoría indispensable para las demás categorías. SALIDA tiene conexiones relevantes con las demás categorías. Las categorías CERTIFICACIÓN, CRECIMIENTO, PARTICIPACIÓN, y RELACIÓN están conectadas de diferentes maneras con la categoría SALIDA.

La categoría CERTIFICACIÓN incide de forma directa sobre la SALIDA de la inversión. Un mayor efecto de CERTIFICACIÓN se traduce en una mayor probabilidad de SALIDA. También, una SALIDA que resulta en un caso de éxito incrementa la capacidad de CERTIFICACIÓN del capitalista de riesgo. Por otro lado, el efecto de CERTIFICACIÓN incide de forma directa sobre el CRECIMIENTO de la empresa. Un mayor efecto de CERTIFICACIÓN incrementa las probabilidades de un rápido CRECIMIENTO de la empresa.

Una mayor PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en la empresa genera un mayor CRECIMIENTO que a su vez aumenta la probabilidad de una buena SALIDA. También, una PARTICIPACIÓN directa del capitalista de riesgo en las actividades de SALIDA de la inversión incrementa las probabilidades de una buena SALIDA. Por otro lado, un rápido CRECIMIENTO de la empresa hace menos necesaria la PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en la empresa.

Finalmente, la categoría RELACIÓN se relaciona a la categoría SALIDA a través de la categoría PARTICIPACIÓN y la categoría CRECIMIENTO. Un mayor CRECIMIENTO de la empresa mejora la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, lo que hace más eficiente la PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa. Lo anterior se traduce en una mayor probabilidad de CRECIMIENTO de la empresa y en una mayor probabilidad de lograr una buena SALIDA.

Además, SALIDA es resultado de la interacción de muchos factores y por tanto es parte del problema de definir y explicar los temas y retos que influyen en la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Por último, la categoría SALIDA está claramente relacionada a las demás categorías y se explica y articula a partir de las conexiones con las demás categorías, y fue la última categoría en alcanzar su saturación en la última interacción de la codificación selectiva con la inclusión del código *rapidez*, que es también una característica de la categoría SALIDA.

Se establece por tanto que el principal objetivo de la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor es que se logre una SALIDA. De ahí que el desarrollo de la teoría emergente en esta investigación esté relacionado con la SALIDA de la

inversión de la empresa. El siguiente ejemplo muestra la preocupación que tiene el capitalista de riesgo por lograr la SALIDA de su inversión:

“Los capitalistas de riesgo necesitan opciones de salida para su inversión ya que sólo en la salida tienen la posibilidad de ganar dinero. Por tanto no están interesados en formar un equipo directivo que pretenda construir una compañía perfecta en 20 años. Los capitalistas de riesgo quieren salirse de la empresa lo más rápido posible. Desde el instante en que compran tus acciones su única preocupación es identificar a quién le van a vender la empresa.” (Turcan, 2008)

Finalmente, las propiedades que surgieron para la categoría central SALIDA son: rentable – no rentable, pública - privada, parcial - total, y a tiempo – a destiempo. La propiedad rentable de la SALIDA se refiere a que la tasa interna de rendimiento de la inversión es igual o superior a la ofrecida a los inversionistas. Si la SALIDA arroja un rendimiento por debajo del rendimiento que ofrece el capitalista de riesgo a sus inversionista, la SALIDA no es rentable. La característica pública de la SALIDA corresponde a salidas cuyos principales términos son conocidos por el público en general, como sería una SALIDA de la empresa a Bolsa. La SALIDA privada es una transacción entre particulares de la que se desconocen sus principales características.

La SALIDA parcial se refiere a que el capitalista de riesgo conserva una parte de su participación accionaria en la empresa al momento de su SALIDA. Cuando el capitalista de riesgo no conserva ninguna participación accionaria en la empresa se dice que su SALIDA es total. Finalmente, la propiedad a tiempo se refiere al momento más apropiado de la SALIDA de la inversión de la empresa. En ocasiones,

el capitalista de riesgo adelanta la salida a Bolsa de una de sus empresas para atraer la atención de más inversionistas y lograr levantar más recursos para invertir en más empresas. La SALIDA a destiempo ocasiona menores niveles de rentabilidad de los demandados por los inversionistas. Las propiedades y características de cada una de las categorías surgidas en el estudio se resumen en el Apéndice S.

#### **4.3.4. El proceso social básico CONSTRUYENDO LA SALIDA.**

Finalmente, en esta etapa del análisis se hizo evidente que SALIDA era no sólo la categoría central sino que se trataba también de un proceso social básico ya que los datos indicaban que el fenómeno social estudiado era un proceso con varias etapas que avanzaba con el tiempo, como se hace evidente en la siguiente observación de uno de los participantes entrevistados:

“... el emprendedor debe demostrar que con una inversión de capital específica puede cumplir con el desarrollo de la empresa y lograr su meta de primero hacer que la empresa produzca flujos de efectivo positivos, segundo de convertir a la empresa en un jugador relevante en su nicho, y por último hacer que la empresa sea valiosa para un comprador estratégico o para algún otro jugador de mercado y se pueda producir una salida.” (c1, p2, r7-11)

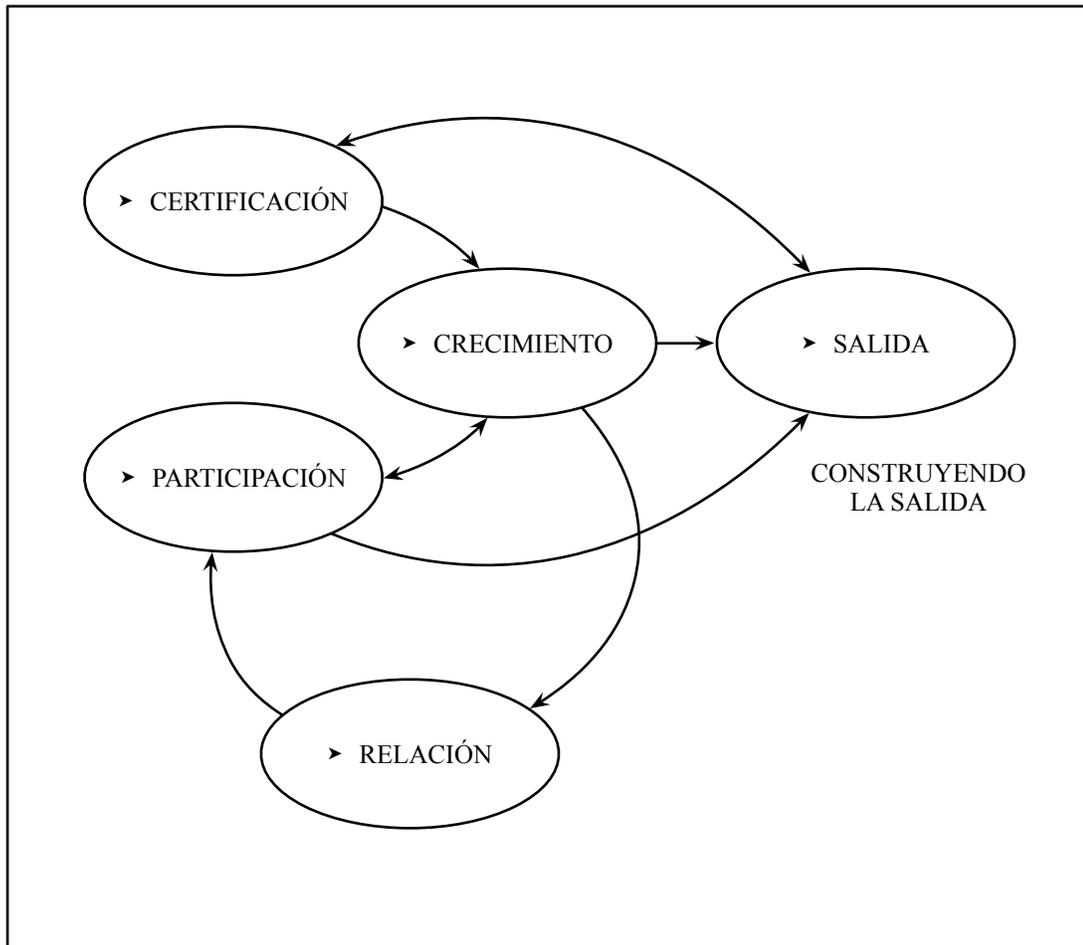
Para darle un nombre al proceso social básico, Glaser (1978) recomienda usar un gerundio que denote cambio con el tiempo como serían las palabras convirtiendo, explorando, y cultivando. El gerundio que se escogió para la categoría central fue *construyendo*. CONSTRUYENDO LA SALIDA, como proceso social básico, es un fenómeno en constante movimiento y es un tema relevante para los capitalistas de riesgo y emprendedores, como se ejemplifica a continuación:

“El capitalista de riesgo tiene una clara y evidente intención de alta rentabilidad porque además es el compromiso que hacen con sus propios inversionistas. El capitalista de riesgo tiene que ser muy rentable para sus inversionistas, entonces lo primero que busca es que su salida sea una salida conveniente para sus inversionistas.” (e1, p8, r26-30)

“...al capitalista de riesgo le importa su modelo de salida, en esa parte si fue muy duro diría yo, quería quedar a salvo en la forma de salir.” (e9, p7, r4-6)

#### **4.4. La Teoría Sustantiva que Emerge del Estudio**

La teoría sustantiva que emerge del análisis de los datos en esta investigación, que se centra en la esencia misma de los datos, se reporta en una estructura relacional sencilla que se muestra en la Figura 4.13. A continuación se explican las conexiones entre la categoría central SALIDA y las demás categorías en la teoría.

*Figura 4.13.* Esquema de la teoría sustantiva CONSTRUYENDO LA SALIDA.

Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.

La CERTIFICACIÓN que realiza el capitalista de riesgo al esfuerzo emprendedor incide en el CRECIMIENTO de la empresa y en la SALIDA de la inversión de la empresa. La incidencia en el CRECIMIENTO se da por la reputación del capitalista de riesgo y su red de contactos que le abren puertas a la empresa, lo que le permite a la empresa establecer relaciones con su entorno de negocios y tener acceso a los activos de estas relaciones pertenecientes al capitalista de riesgo. El CRECIMIENTO a su vez es una condición de la SALIDA de la inversión. Un mayor CRECIMIENTO incrementa las probabilidades de SALIDA de la inversión.

Factores de la CERTIFICACIÓN como *atracción de talento* y *aval* contribuyen al CRECIMIENTO de la empresa. El capitalista de riesgo con un reconocido efecto de CERTIFICACIÓN atrae talento al equipo de trabajo de la empresa y facilita a su vez el rápido CRECIMIENTO de la empresa. Por otra parte, la PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en la empresa incrementa las posibilidades de que la empresa asegure los recursos financieros que se requieren para lograr los altos CRECIMIENTOS demandados por los inversionistas.

El efecto de CERTIFICACIÓN incide de forma directa en la SALIDA de la inversión. La reputación del capitalista de riesgo, resultado de sus casos de éxito y de su red de contactos, le da un sello de calidad y le da certeza a la empresa por lo que puede atraer a compradores potenciales y la posibilita para poder realizar una SALIDA. Asimismo, los conocimientos y las experiencias del capitalista de riesgo en eventos de SALIDA incrementan la probabilidad de SALIDA de su inversión.

La SALIDA es una condición del efecto de CERTIFICACIÓN del capitalista de riesgo. Si los términos de la SALIDA son conocidos y representan un caso de éxito, el efecto CERTIFICACIÓN del capitalista de riesgo aumenta. Una SALIDA exitosa atrae no solo a nuevos inversionistas que le permiten al capitalista de riesgo poder crear un nuevo fondo de inversión, sino también a más emprendedores buscando al capitalista de riesgo para que invierta en sus empresas.

El capitalista de riesgo procura financiamiento para el CRECIMIENTO de la empresa, proporciona asesoría de negocios a la empresa, actúa como mentor del emprendedor para asistirlo en su desarrollo personal, impulsa la institucionalización de la empresa, retroalimenta el desempeño de la empresa y del emprendedor, y promueve a la empresa en su entorno. El capitalista de riesgo tiene una

**PARTICIPACIÓN** activa en el **CRECIMIENTO** de la empresa.

Aunque el emprendedor es el responsable de ejecutar el plan de **CRECIMIENTO** de la empresa, el capitalista de riesgo contribuye de manera importante al **CRECIMIENTO** de la empresa. Primero, el capitalista de riesgo enfoca al emprendedor hacia un determinado crecimiento, lo hace pensar en grande, y le inculca un sentido de urgencia. Después, el capitalista de riesgo ayuda al emprendedor a determinar las metas de desempeño y a realizar la medición del avance del **CRECIMIENTO** de la empresa. Por último, para continuar coadyuvando al rápido **CRECIMIENTO** de la empresa, el capitalista de riesgo retroalimenta al emprendedor sobre su desempeño y el de la empresa. El **CRECIMIENTO** enfocado y ordenado conduce con el tiempo a que la empresa incremente su valor y se vuelva más atractiva para compradores potenciales, incrementando las probabilidades de **SALIDA** de la inversión.

El **CRECIMIENTO** es una condición para la **SALIDA** de la inversión del capitalista de riesgo en la empresa. Un pobre **CRECIMIENTO** de la empresa limita las opciones de **SALIDA** del capitalista de riesgo, y, en un caso extremo, puede conducir a la liquidación de la empresa y a la pérdida total de la inversión del capitalista de riesgo. Las características del **CRECIMIENTO** rápido, controlado, económico, mejores prácticas, incentivado, y líder de mercado son factores que contribuyen a que se produzca una **SALIDA**.

Desde un inicio de su relación con el emprendedor, el capitalista de riesgo participa activamente en el **CRECIMIENTO** de la empresa. Esta **PARTICIPACIÓN** del capitalista de riesgo en la empresa disminuye si el **CRECIMIENTO** de la empresa, ejecutado por el emprendedor, cumple o excede las expectativas de

crecimiento planteadas. El emprendedor le demuestra al capitalista de riesgo que puede crecer la empresa, y el capitalista de riesgo le da más espacio para que pueda lograr ese CRECIMIENTO de forma independiente. Por otro lado, un mayor CRECIMIENTO de la empresa conduce a que exista una mejor RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor.

La PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en la empresa incide sobre la SALIDA de la inversión. La experiencia del capitalista de riesgo en la venta de empresas sirve para realizar de forma efectiva actividades conducentes a la SALIDA de la inversión, como identificar al nuevo inversionista, definir los términos de la SALIDA, y negociarlos. La PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en la SALIDA de la inversión incrementa las opciones de SALIDA y mejora las probabilidades de obtener un mejor rendimiento.

Una buena RELACIÓN entre el capitalista de riesgo y el emprendedor fomenta una mayor PARTICIPACIÓN del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa. Esta RELACIÓN se construye antes de que el capitalista de riesgo canalice su dinero a la empresa, cuando el capitalista de riesgo identifica que el emprendedor tiene capacidad de ejecutar la oportunidad de inversión que le presenta, cuando es receptivo a las opiniones y consejos del capitalista de riesgo, y cuando el emprendedor actúa con transparencia. Una vez realizada la inversión, la RELACIÓN es impactada por los resultados de la ejecución del plan de negocio, por la confianza y el respeto entre las partes, y por la validación de la idoneidad del emprendedor para conducir a la empresa.

Finalmente, la teoría hasta aquí desarrollada contribuye a identificar y a explicar las contribuciones de valor del capitalista de riesgo al crecimiento de la

empresa, los aspectos críticos de su relación con el emprendedor, y de su práctica en general. La teoría sustantiva emergente de los retos que enfrentan el capitalista de riesgo y el emprendedor en su relación de valor para desarrollar a la empresa, se relaciona con la construcción de la SALIDA. Esta teoría revela también cómo CERTIFICACIÓN, CRECIMIENTO, PARTICIPACIÓN y RELACIÓN afectan la construcción de esta SALIDA. La teoría tiene explicación, alcance y pertinencia con respecto a las contribuciones de valor que realiza el capitalista de riesgo a la empresa que financia.

## CONCLUSIONES

La investigación confirmó que el capitalista de riesgo en México le agrega valor a la empresa que financia, además del dinero que le proporciona, y, al igual que Ehrlich et al. (1994), concluye que en México la fuente del capital es tan importante como el capital mismo. El capitalista de riesgo en México realiza actividades con la intención de procurar el desarrollo de la empresa como las que destacan Sapienza (1992) y Gabrielsson y Huse (2002). Sin embargo, la investigación destacó otras que no se abordan en la literatura de capital de riesgo relativas a la institucionalización de la empresa que recibe el capital de riesgo, como la necesidad de usar la figura de SAPI para que se pueda realizar la inversión y la tercerización de funciones que no son clave para la empresa para que las realice el capitalista de riesgo. Las particularidades del entorno del capital de riesgo en México podrían explicar estas actividades que realiza el capitalista de riesgo y que no son analizadas en otros estudios.

También, la investigación respondió los cuestionamiento iniciales sobre los recursos que transfiere el capitalista de riesgo a la empresa, los vehículos que usa el capitalista de riesgo para transferir valor a la empresa, y los factores que inciden sobre estos mecanismos que regulan el valor agregado que finalmente llega a la empresa. Primero, la investigación reconoció que los recursos que el capitalista de riesgo canaliza a la empresa para agregarle valor son sus experiencias y conocimientos generales sobre la forma de operar de los negocios, dentro de los que se destaca su entendimiento del clima de negocios de la empresa y de las mejores prácticas empresariales dentro y fuera de la industria donde participa la empresa, y de sus experiencias y conocimientos particulares sobre el financiamiento con capital de

riesgo.

Por otro lado, la investigación estableció que existen recursos que no son del capitalista de riesgo, pero que éste tiene la posibilidad de poner a la disposición de la empresa y de facilitar su transferencia, como los que surgen de su red de contactos y de su reputación que facilitan transacciones de negocio y mejoran las condiciones de negocio para la empresa.

Segundo, la investigación identificó que el capitalista de riesgo hace uso de cuatro mecanismos para transferir valor a la empresa que capitaliza, tres de ellos mecanismos activos y un mecanismo pasivo. Los mecanismos activos son la participación del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa que asegura que la empresa cuenta con el financiamiento necesario para su crecimiento, con asesoría, con mentoría, con la seguridad de institucionalizar a la empresa, y con la promoción de la empresa por parte del capitalista de riesgo; el seguimiento de la inversión por parte del capitalista de riesgo a través del monitoreo y control del crecimiento de la empresa; y los contactos del capitalista de riesgo. Como mecanismo pasivo, la investigación reconoció a la reputación del capitalista de riesgo.

La investigación reportó que la reputación y la red de contactos del capitalista son los componentes básicos del efecto certificación que contribuye al desarrollo de la empresa y posibilita la salida de la inversión del capitalista de riesgo. Los emprendedores que participaron en la investigación reconocen un aumento de credibilidad de su empresa, mayor certidumbre en su operación, y un sello de calidad que recibe la empresa por la sola presencia del capitalista de riesgo como socio del emprendedor. La investigación destacó que la reputación del capitalista de riesgo es función directa de los casos de éxito en sus inversiones, y ya que la reputación incide

de forma directa sobre el efecto de certificación del capitalista de riesgo, un buen indicador para seleccionar al capitalista de riesgo apropiado es el número de casos de éxito en sus inversiones.

Es conveniente resaltar que aunque Boué (1995), Maula (2001, p.100), Maunula (2006, p.35), y Landström (2007, p.195) desarrollan mecanismos con los que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa, no logran hacer una distinción clara entre el valor agregado y el mecanismo de transferencia de dicho valor. Por ejemplo, la reputación por sí misma no es un valor agregado sino un vehículo para que la empresa obtenga un valor de un tercero como serían mejores condiciones para un préstamo bancario , y un precio más elevado por la venta de la empresa. De igual manera, los contactos son un mecanismo para transferir valor y no son un valor por sí mismos. El valor para la empresa resulta cuando se lleva a cabo una transacción gracias al contacto del capitalista de riesgo para beneficio de la empresa, como sería la obtención de mejores condiciones comerciales.

Tercero, la investigación identificó a la relación capitalista de riesgo - emprendedor como el factor que incide sobre los mecanismos de transferencia de valor activos que determinan finalmente el valor que llega a la empresa. Como se reportó en esta investigación, el capitalista de riesgo impacta de manera más eficiente al desarrollo de la empresa cuando tiene una buena relación con el emprendedor. También se observó que la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor se deteriora si se percibe que el emprendedor no es la persona idónea para conducir a la empresa, si se erosiona la confianza entre las partes, si las partes se pierden respeto y si la empresa no logra los resultados esperados.

Además, se mostró que un crecimiento por debajo de las expectativas del

capitalista de riesgo de forma reiterada resulta en el reemplazo del emprendedor como director general de la empresa. Por tanto, dar resultados y corregir el rumbo de la empresa cuando no se dan, parecería la mejor manera de mantener una buena relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor tanto en tiempos favorables como en tiempos adversos para la empresa.

Cabe mencionar que Maunula (2006, p.35) concluye que son varios los factores que inciden sobre los mecanismos de transferencia de valor entre ellos la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, la investigación sin embargo sostiene que los demás factores que menciona el autor como las características del capitalista de riesgo y del emprendedor, las características de la empresa, y el poder del capitalista de riesgo son variables independientes de la variable dependiente relación. Además, Large y Muegge (2008, p.38) señalan que el nivel del involucramiento del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa es un factor que incide sobre los mecanismos de transferencia de valor, mientras que la investigación mantiene que es la relación la que actúa sobre la participación del capitalista de riesgo.

Dentro de las variables que afectan la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, la investigación destacó la necesidad de que las partes tengan un objetivo común, que el emprendedor tenga capacidad de ejecución, que el emprendedor esté dispuesto a trabajar de la mano con el capitalista de riesgo, y que el emprendedor esté abierto a recibir sugerencias del capitalista de riesgo y a actuar en consecuencia. De particular importancia es que el capitalista de riesgo y el emprendedor tengan como objetivo común la obtención de un rendimiento económico por los recursos que se canalizan a la empresa, por lo que el actuar e interactuar entre ellos debiera estar orientado desde un inicio a construir una salida

para la inversión.

Por otro lado, el responsable de ejecutar el crecimiento de la empresa es el emprendedor, de ahí la importancia de que conozca cómo implementar el plan de negocio y cómo dar resultados. Ya que con frecuencia los emprendedores que gestionan empresas de alto impacto tienen muy poca experiencia para administrar negocios, necesitan de la asistencia del capitalista de riesgo. Lo que hace necesario que el emprendedor esté preparado para trabajar con el capitalista de riesgo la mayor parte de su tiempo, en particular, en temas de financiamiento para el desarrollo de la empresa, de asesoría, de coaching, de fomento a la institucionalización de la empresa, de observaciones sobre el desempeño de la empresa y del emprendedor, y de la promoción de la empresa en su entorno, como lo destaca la investigación.

Se hace necesario no sólo que el emprendedor esté dispuesto a trabajar de la mano con el capitalista de riesgo sino que también esté abierto a recibir recomendaciones del capitalista de riesgo sobre cómo mejorar su desempeño personal y el de la empresa, y a actuar en consecuencia. La investigación destacó que una falta de receptividad del emprendedor a las recomendaciones del capitalista de riesgo incide sobre la percepción del capitalista de riesgo de que el emprendedor sea la persona idónea para dirigir a la empresa, lo que a su vez desgasta la relación capitalista de riesgo – emprendedor.

Por otra parte, la investigación identificó que el factor que incide sobre el mecanismo pasivo reputación son los casos de éxito que logre materializar el capitalista de riesgo en las inversiones que realiza a empresas jóvenes de alto impacto. Ya que la industria de capital de riesgo en México se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo y con escasas evidencias de casos de éxito por parte de

los capitalistas de riesgo, la investigación reconoció la importancia de que se generen más casos de éxito que motiven a otros emprendedores a buscar financiamientos con capital de riesgo.

Finalmente, el cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia resultó de conocer los recursos que se canalizan a la empresa, los mecanismos que se usan para la transferencia de dichos recursos, y los factores que inciden sobre dichos mecanismos que regulan el valor agregado que llega a la empresa. Así, la investigación identificó que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa de forma directa y a través de terceros. La participación formal e informal del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa, el monitoreo y control del crecimiento de la empresa, y la red de contactos del capitalista de riesgo, son los mecanismos que usa el capitalista de riesgo para transferir valor a la empresa de forma directa. Aunque el uso de su red de contactos depende directamente del capitalista de riesgo, el valor agregado llega a la empresa finalmente a través de terceros. El factor que incide sobre estos mecanismos es la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. La reputación del capitalista de riesgo es el mecanismo que usa el capitalista de riesgo para incidir de forma indirecta sobre terceros para que éstos le proporcionen beneficios a la empresa. El factor que regula a este mecanismo es el número de casos de éxito del capitalista de riesgo de entre las inversiones que realiza.

El modelo conceptual desarrollado en esta investigación para explicar cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa se muestra en el Apéndice T. Este modelo conceptual ofrece la posibilidad de poder mejorar la transferencia de valor a la empresa que recibe capital de riesgo, de manera que la inversión del capitalista de

riesgo resulte en un caso de éxito.

También, además de contestar las preguntas iniciales que contribuyeron al desarrollo del estudio, la investigación posibilitó el surgimiento de una teoría intermedia que explica las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa que financia. La Figura 4.13 muestra el esquema compuesto por cinco categorías o variables, relacionadas entre sí a partir de patrones de conexión lógicos, que explican el fenómeno estudiado. El esquema es la esencia misma de la teoría sustantiva.

La teoría sustantiva surgida en la investigación establece que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa donde invierte para construir la salida de su inversión. El proceso social básico CONSTRUYENDO LA SALIDA explica las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa donde invierte. El capitalista de riesgo busca construir una salida desde el momento mismo en que invierte en la empresa, una salida que le permita materializar los rendimientos que demandan sus inversionistas.

Es precisamente este fin último del valor agregado del capitalista de riesgo lo que permite proponer una definición de valor agregado. A pesar de que el valor agregado del capitalista de riesgo se ha estudiado desde finales del siglo pasado, no existe una definición generalmente aceptada de lo que es el valor agregado. En esta investigación se propone definir al valor agregado como todo aquello que el capitalista de riesgo le proporciona a la empresa donde invierte con la intención de construir y provocar la salida rentable de su inversión. La definición propuesta extiende la definición de Maula (2001) que precisa que el valor agregado del capital de riesgo es todo aquello que reciben las empresas del capitalista de riesgo para su

beneficio. La definición propuesta considera también la finalidad de las contribuciones de valor que realiza el capitalista de riesgo en la empresa que financia.

Por último, los códigos y categorías que surgieron de los datos de los entrevistados, y que permitieron que se desarrollara la teoría sustantiva, forman una base de conocimientos que reflejan la manera particular en la que el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa donde invierte en México. Esta base de datos puede servir para motivar el avance de investigaciones sobre el capital de riesgo en el país, impulsar desarrollos educativos sobre el tema, y permitir el diseño de políticas públicas que coadyuven al desarrollo de la industria.

En este sentido, es importante continuar realizando investigaciones sobre un tema de actualidad y de interés en México como lo es el financiamiento con capital de riesgo evidenciado por un creciente número de empresas con modelos de negocio disruptivos, por un apoyo agresivo al desarrollo de la industria de capital de riesgo por parte del gobierno, y a la creación de un gran número de fondos de capital de riesgo en el país. El Apéndice A muestra evidencias de lo anterior.

Nuevas investigaciones sobre el capital de riesgo en el país pueden beneficiarse de lo estudiado en esta investigación si toman en cuenta las circunstancias en las que se llevó a cabo. La investigación se realizó en la fase temprana del desarrollo de la industria de capital de riesgo en México, por lo que el número de capitalistas de riesgo y el número de empresas financiadas con capital de riesgo que pudieron participar en la investigación fue limitado. Asimismo, dado que el ciclo del capital de riesgo en las empresas es de cinco años en promedio, y que las empresas con capital de riesgo entrevistadas habían trabajado con el capitalista de riesgo en promedio la mitad de ese tiempo, los datos que se recogieron en las entrevistas describen en

mayor medida las primeras etapas del ciclo de financiamiento con capital de riesgo.

Por otro lado, la relación oferta – demanda en la industria del capital de riesgo en la actualidad se inclina a favor del capitalista de riesgo. Se trata de un mercado de compradores en el que los emprendedores buscan al capitalista de riesgo y no al revés, lo que incide en las observaciones de los participantes sobre ciertos temas. Además, sólo se entrevistaron a emprendedores que pasaron por todo el proceso de selección del capitalista de riesgo, y no se consideraron a aquellos emprendedores que habiendo participado en el proceso, no fueron seleccionados finalmente por el capitalista de riesgo. Estos emprendedores que no recibieron capital de riesgo pudieron haber ayudado a explicar el inicio de la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, relación que es determinante para lograr la salida de la inversión del capitalista de riesgo de la empresa.

Por último, los emprendedores que participaron en el estudio fueron seleccionados por el capitalista de riesgo de entre los emprendedores que en el momento de las entrevistas formaban parte de su portafolio de empresas. Esto pudiera representar una limitación para la investigación si el perfil del emprendedor seleccionado por el capitalista de riesgo fuera diferente al perfil del emprendedor promedio en su portafolio.

Además de tomar en cuenta la coyuntura en que se realizó la presente investigación, el investigador sugiere que las investigaciones futuras sobre el capital de riesgo busquen desarrollar teorías intermedias que sirvan para adelantar el desarrollo de teorías formales sobre la materia, y recomienda continuar realizando investigaciones de corte cualitativo que demandan que el investigador esté cerca de la gente. Por otro lado, el investigador sugiere que las investigaciones futuras intenten

contestar grandes preguntas fundamentadas en la realidad, como la de estudiar el alcance y la naturaleza del valor agregado de los diferentes tipos de capitalista de riesgo y analizar si difieren entre sí y de qué manera lo hacen, como en Luukkonen y Maunula (2007).

El investigador sugiere que las investigaciones futuras cubran el fenómeno a estudiar por un largo periodo, como pudiera ser el caso del desarrollo de un estudio de caso de un fondo de capital de riesgo que comprenda desde su creación hasta su cierre, y recomienda que se aproveche el conocimiento desarrollado hasta la fecha, sobretodo el desarrollado en Estados Unidos y en Europa, reexaminando los supuestos de la investigación y los papeles que tomaron los investigadores y tomando en cuenta las características del entorno mexicano.

Finalmente, el investigador en general recomienda que las investigaciones futuras sobre el capital de riesgo se adhieran a los principios sugeridos por Van de Ven y Johnson (2006) para avanzar el conocimiento sobre una determinada área sustantiva y para incrementar la relevancia de la investigación para la práctica en cuestión. Al mismo tiempo, el investigador sugiere que las investigaciones futuras se adhieran a la visión de Ghoshal (2005) que propone que antes de querer interpretar y prescribir, se desarrolle un conocimiento profundo del fenómeno, y que se adopte una visión balanceada de la naturaleza humana a la hora de elaborar premisas y supuestos, y no se asuma que el comportamiento humano sólo se explica por un interés personal económico – racional. Lo anterior para que no se caiga en la tentación de tratar a las ciencias sociales como ciencias exactas.

En suma, la presente investigación cualitativa permitió no sólo entender cómo el capitalista de riesgo en el país le agrega valor a la empresa que financia sino

comprender, a través de una teoría sustantiva, las contribuciones de valor del capitalista de riesgo a la empresa, el papel del capitalista de riesgo y el del emprendedor, los aspectos críticos de su relación, y los temas y retos que enfrentan el capitalista de riesgo y el emprendedor en México en su práctica de crecer empresas, volverlas rentables, venderlas, y obtener una ganancia por ello.

**Siglarlo**

AMEXCAP	Asociación Mexicana de Capital Privado
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
CONACYT	Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología
INADEM	Instituto Nacional del Emprendedor
NAFIN	Nacional Financiera
NVCA	National Venture Capital Association
SAPI	Sociedad Anónima Promotora de Inversión
SE	Secretaría de Economía

### **Glosario de Términos**

Bolsa	Central donde se comercializan acciones de empresas, bonos, y otros instrumentos financieros. A las empresas que cotizan sus acciones en Bolsa se les denominan empresas públicas.
Capital de Riesgo	Financiamiento con capital para empresas jóvenes de alto impacto.
Capitalista de Riesgo	Directivo de la firma que administra el fondo de capital de riesgo y responsable de las inversiones que se hacen en empresas jóvenes de alto impacto.
Capitalista de Riesgo Independiente	Capitalista de riesgo que forma una empresa con uno o más socios para invertir recursos de terceros en empresas jóvenes de alto impacto.
Categoría	Grupo de códigos que contienen información que describen dicha agrupación.
Categoría Central	Categoría que explica las mayores variaciones en los datos, y por ende el comportamiento y las acciones de los participantes en la investigación, y que se relaciona lógicamente y fácilmente con las demás categorías.
Caso de Éxito	El caso de éxito es relativo al rendimiento de la inversión del capitalista de riesgo en una empresa. Si se logran obtener rendimientos iguales o superiores a los prometidos por el capitalista de riesgo a sus inversionistas, la inversión de capital de riesgo en dicha empresa es un caso de éxito.
Código	Hecho, característica, experiencia, frase, explicación, imagen o sonido recurrente en las experiencias expresadas por los participantes en una investigación, y que contiene conceptos subyacentes.
Codificación Abierta	Primer análisis de los datos de los participantes en una investigación que resulta en el surgimiento de códigos.
Codificación Selectiva	Codificación que se realiza una vez identificadas las categorías preliminares. La codificación selectiva termina de definir a las categorías.
Codificación Sustantiva	La codificación sustantiva incluye a la codificación abierta y a la codificación selectiva.

Codificación Teórica	Consiste en el uso de familias de códigos teóricos que permiten definir las propiedades de las categorías y las conexiones entre ellas, y que desarrollan el poder explicativo de la teoría fundamentada. Glaser (1978) identifica 18 familias de códigos teóricos y recomienda en una primera instancia el uso de la familia de las Seis Cs ya que la mayoría de las investigaciones encajan con el modelo condición – causa - consecuencia de esta familia.
Código Teórico	El código teórico conceptualiza cómo las categorías surgidas de los datos pueden relacionarse entre sí e integrarse en una teoría.
Diagrama	Un diagrama es una representación visual de cómo está configurada una categoría por códigos, y de cómo se relacionan las categorías entre sí.
Emprendedor	Persona que crea y dirige una empresa joven de alto impacto.
Empresa Joven de Alto Impacto	Empresa de reciente creación que busca transformar una idea innovadora en un producto de alto valor que resuelve las necesidades de una gran parte de la población o de un gran número de empresas.
Fondo	Vehículo de inversión que usa el capitalista de riesgo para canalizar recursos a las empresas donde invierte.
Memo	Registro de procesos, pensamientos, sentimientos, percepciones analíticas, decisiones, ideas y demás relacionados con la investigación. Los memos surgen durante todo el estudio.
Muestreo Teórico	Proceso que le permite al investigador recolectar datos, codificarlos, y analizarlos, y decidir después que otros datos recolectar. Esta última recolección de datos puede provenir sólo de personas, de situaciones, y de la literatura en general.
Ordenamiento Teórico	Clasificación de los memos en un nivel conceptual que describe cómo las diferentes categorías se relacionan con la categoría central, y que resulta en el esbozo de la teoría sustantiva.
Proceso Social Básico	Es un patrón de comportamiento que está formado por varias etapas, que avanza con el tiempo, y que explica las principales preocupaciones de los participantes en la investigación.
Saturación	Punto en el que el investigador se siente satisfecho con la explicación de las categorías, sus propiedades, y las conexiones entre categorías y la categoría central (Glaser, 2002).

Teoría	Esquema que explica un fenómeno y que está compuesto por conceptos relacionados entre sí a partir de patrones de conexión lógicos (Birks y Mills, 2011).
Teoría Fundamentada	Metodología general de análisis asociada a la recolección de datos que usa métodos que se aplican de forma sistemática para generar una teoría inductiva sobre un área sustantiva (Glaser, 1992).
Teoría Sustantiva	Teoría de rango intermedio que surge del análisis de datos en textos sobre un tema en particular. Puede ser usada como base para construir teorías formales (Glaser y Strauss, 1967).
Valor Agregado	Todo aquello que el capitalista de riesgo le proporciona a la empresa donde invierte con la intención de construir y provocar la salida rentable de su inversión.

### Referencias

- Admati, A.R. y Pfleiderer, P. (1994). Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. *Journal of Finance*, 49(2), 371-402.
- Alexy, O.T., Block, J.H., Sandner, P. y Ter Wal, A.L.J. (2011). Social capital of venture capitalists and start-up funding. *Small Business Economics*, 6, pp. 1-17.
- Alvarez, S. y Busenitz, L. (2001). The entrepreneurship of resource-based theory. *Journal of Management*. 27, pp. 755-775.
- Amit, R., Brander, J. y Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Amit, R., Glosten, L. y Muller, E. (1990). Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing. *Management Science*, 36(10), 1233-1246.
- Ante, S.E. (1997). *Creative Capital - Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*. Boston, MA: Harvard Business Press.
- Arthurs, J. D. y Busenitz, L.W. (2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist - entrepreneur relationship. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 28(2), 145-162.
- Bachher, J. S. y Guild, P. D. (1996). Financing early stage technology based companies: investment criteria used by investors. *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Recuperado de <http://www.babson.edu/entrep/fer/papers96/bachher/>.
- Barry, C.B., Muscarella, C.J., Peavy III, J.W. y Vetsuypens, M.R. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 447-471.
- Baum, J.A.C. y Silverman, B.S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and

- performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411-436.
- Bienz, C. y Walz, U. (2006). *Evolution of decision and control rights in venture capital contracts: an empirical analysis*. Recuperado de <http://eprints.lse.ac.uk/24637/>.
- Birks, M. y Mills, J. (2011). *Grounded Theory - A Practical Guide*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Black, B. S., y Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 234-277.
- Bottazzi, L. y Da Rin, M. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17(34), 229-270.
- Boué, A.R. (1995). Value added from venture capital investors: what is it and how does it get into the venture? Recuperado de [http://webs2002.uab.es/edp/workshop/cd/Proceedings/3EDPW\\_ABoue.pdf](http://webs2002.uab.es/edp/workshop/cd/Proceedings/3EDPW_ABoue.pdf).
- Bourdieu, P. (1986). The forms of capital. En Richardson, J.G. (Ed.). *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education*. Greenwood Press, pp. 241-258.
- Brav, A. y Gompers, P.A. (1997). Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-venture Capital-Backed Companies. *Journal of Finance*, 52(5), 1791-1821.
- Brophy, D.J. y Gunther, M.W. (1988). Publicly traded venture capital funds: implications for institutional "fund of funds" investors. *Journal of Business Venturing*, 3(3), 187-206.

- Bruton, G.D., Fried, V.H. y Hisrich, R.D. (1998). Venture Capitalist and CEO Dismissal. *Control*, 21(3), 41-54.
- Busenitz, L.W., Fiet, J.O. y Moesel, D.D. (2004). Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 787-807.
- Busenitz, L.W., Fiet, J.O. y Moesel, D.D. (2005). Signaling in Venture Capitalist New Venture Team Funding Decisions: Does It Indicate Long-Term Venture Outcomes? *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29(1), 1-12.
- Busenitz, L.W., Moesel, D.D., Fiet, J.O. y Barney, J.B. (1998). The Framing of Perceptions of Fairness in the Relationships Between Venture Capitalists and New Venture Teams. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21(3), 5-21.
- Bygrave, W. y Timmons J.A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston, MA: Harvard Business Review Press.
- Cable, D.M. y Shane, S. (1997). A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *The Academy of Management Review*, 22(1), 142-176.
- Campbell, T.L. y Frye, M.B. (2006). Venture Capitalists Involvement and the Long-Run Performance of IPOs. *The Journal of Private Equity*, 10(1), 7-17.
- Cannice, M.V. y Goldberg, C.S. (2009). Venture capitalists' confidence, asymmetric information, and liquidity events. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 22(2), 141-164.
- Chan, Y.S. (1983). On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information. *Journal of Finance*, 38, pp. 1543-1568.

- Charmaz, K. (2000). *Grounded Theory: Objectivist and Constructivist Methods*. En N. K. Denzin y Y. S. Lincoln (Eds.), *Handbook of Qualitative Research* (Vol. 2, pp. 509-535). Sage.
- Charmaz, K. (2006). *Constructing Grounded Theory: A Practical Guide Through Qualitative Analysis*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Clarke, A.E. (2005). *Situational Analysis: Grounded Theory Mapping after the Postmodern Turn*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Corbin, J. y Strauss, A. (2008). *Basics of Qualitative Research* (3a. ed.). Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Creswell, J.W. (2007). *Qualitative Inquiry & Research Design - Choosing Among Five Approaches*. Sage Publications Inc. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Crotty, M. (1998). *The Foundation of Social Research - Meaning and Perspective in the Research Process*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Cumming, D.J. y MacIntosh, J. G. (2003). Venture Capital Exits in Canada and the United States. *University of Toronto Law Journal*, 53(780), 101-199.
- Da Rin, M., Hellmann, T. y Puri, M. (2011). A survey of venture capital research. *North*, 2(17523), 1-134.
- Davila, A., Foster, G. y Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-708.
- De Clercq, D., Dimov, D. y Thongpapanl, N.T. (2010). The moderating impact of internal social exchange processes on the entrepreneurial orientation–performance relationship. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 87-103.
- De Clercq, D. y Sapienza, H.J. (2006). Effects of relational capital and commitment

- on venture capitalist's perception of portfolio company performance. *Journal of Business Venturing*, 21(3), 326-347.
- Denzin, N. K. y Lincoln, Y. S. (2000). *The SAGE handbook of qualitative research*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.
- Dimov, D.P. y Shepherd, D.A (2005). Human Capital Theory and Venture Capital Firms: Exploring "Home Runs" and "Strike Outs". *Journal of Business Venturing*, 20(1), 1-21.
- Dolvin, S.D. y Pyles, M.K. (2006). Venture capitalist quality and IPO certification. *Venture Capital*, 8(4), 353-371.
- Ehrlich, S.B., Noble, A. y Weaver, R.R. (1994). After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 9(1), 67-82.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Elango, B., Fried, V.H., Hisrich, R.D. y Polonchek, A. (1995). How Venture Capital Firms Differ. *Journal of Business Venturing*, 10 (2), 157-179.
- Fairchild, R.J. (2010). Fairness Norms and Self-interest in Venture Capital - Entrepreneur Contracting and Performance. Recuperado de [http://www.cass.city.ac.uk/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0007/56896/3A\\_Fairchild.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0007/56896/3A_Fairchild.pdf)
- Fenn, G.W., Liang, N. y Prowse, S. (1995). The Economics of the Private Equity Market. *Outlook*, 6, pp. 67-80.
- Fiet, J.O. (1995). Reliance upon informants in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 10(3), 195-223.
- Fried, V.H. y Hisrich, R.D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment

- Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28-37.
- Fried, V.H. y Hisrich, R.D. (1995). The venture capitalist: a relationship investor. *California Management Review*, 37(2), 101-113.
- Gabrielsson, J. y Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes. *Venture Capital*, 4(2), 125-146.
- Ghoshal, S. (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning and Education*. 4(1). 75-91.
- Glaser, B.G. (1978). *Theoretical Sensitivity - Advances in the Methodology of Grounded Theory*. Mill Valley, CA: Sociology Press.
- Glaser, B.G. (1992). *Basics of Grounded Theory Analysis: Emergence vs. Forcing*. Mill Valley, CA: Sociology Press.
- Glaser, B.G. (2002). Conceptualization : On Theory and Theorizing Using Grounded Theory. *International Journal*, 1(2), 1-31.
- Glaser, B.G. y Strauss, A. (1967). *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. Nueva York, NY: Aldin Publishing Co.
- Gomez-Mejia, L.R., Balkin, D.B. y Welbourne, T.M. (1990). Influence of venture capitalists on high tech management. *The Journal of High Technology Management Research*, 1(1), 103-118.
- Gompers, P.A. (1994). *A Note on the Venture Capital Industry*. Boston, MA: Harvard Business School Publishing.
- Gompers, P.A. (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489.
- Gompers, P.A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 42(1), 133-156.

- Gompers, P., Kovner, A. y Lerner, J. (2009). Specialization and Success: Evidence from Venture Capital. *Journal of Economics Management Strategy*, 18(3), 817-844.
- Gompers, P. y Lerner, J. (1996). The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements. *Journal of Law and Economics*, 39(2), 463-498.
- Gompers, P. y Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gompers, P. y Lerner, J. (2006). *The Venture Capital Cycle*. (2da. ed.). Cambridge: The MIT Press.
- Gorman, M. y Sahlman, W.A. (1989). What Do Venture Capitalists Do?. *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.
- Guba, E.G. (1990). The Alternative Paradigm Dialog. En Guba (Ed.), *The paradigm dialog*. Sage Publications. Recuperado de <http://faculty.rcoe.appstate.edu/jacksonay/guba.pdf>.
- Guba, E.G. y Lincoln, Y. (1989). *Fourth Generation Evaluation*. Newbury Park, CA: SAGE Publications, Inc.
- Hamao, Y., Packer, F. y Ritter, J.R. (2000). Institutional affiliation and the role of venture capital: Evidence from initial public offerings in Japan. *Pacific Basin Finance Journal*, 8(5), 529-558.
- Hamdouni, A. (2011). Venture Capitalist's Monitoring through Board Membership and the Performance of IPO Firms: Empirical Evidence from France. *International Research Journal of Finance and Economics*, 65, pp. 124-133.
- Hart, O. (2001). Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*, 39(4), 1079-

1100.

Hege, U., Palomino, F. y Schwienbacher, A. (2003). Determinants of venture capital performance: Europe and the United States. Recuperado de <http://www2.lse.ac.uk/fmg/research/RICAFE/pdf/RICAFE-WP01-Hege.pdf>.

Hege, U., Palomino, F. y Schwienbacher, A. (2009). Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States. *Finance*, 30(1), 7-50.

Hellmann, T. (1998). The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts. *The RAND Journal of Economics*, 29(1), 57-76.

Hellmann, T. y Puri, M. (2000). The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.

Hellmann, T. y Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, 57(1), 169-197.

Hsu, D.H. (2007). Experienced entrepreneurial founders, organizational capital, and venture capital funding. *Research Policy*, 36(5), 722-741.

Jensen, M. y Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kaplan, S.N. y Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

Kaplan, S.N. y Strömberg, P. (2001). Venture capitalists as principals - contracting, screening, and monitoring. Recuperado de <http://www.nber.org/papers/w8202>.

Kaplan, S.N. y Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of*

*Economic Studies*, 70(2), 281-315.

Kaplan, S.N. y Strömberg, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.

Kappaz, Ch., O'Hare, K. y McNeece, J.B. (2003). *Review and Action Plan for Development of the Venture Capital Industry in Mexico*. Millenia Consulting LLC.

Keuschnigg, C. (2003). Public Policy and Venture Capital Backed Innovation. Recuperado de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=464600](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=464600).

Khanin, D., Baum, R., Turel, O. y Mahto, R. (2009). Are Some Venture Capitalists More Likely Than Others to Replace Founder-CEOs?. *The Journal of Private Equity*, pp. 19-29.

Kortum, S. y Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *Rand Journal of Economics*, 31(4), 674-692.

Knockaert, M., Lockett, A., Clarysse, B. y Wright, M. (2006). Do human capital and fund characteristics drive follow-up behavior of early stage high-tech VCs? *International Journal of Technology Management*, 34(1-2), 7-27.

Kraabel, B. (2006). The Influence of Venture Capital Funding on High-Tech Start-Ups in the Grenoble Area. Recuperado de [http://bkraabel.free.fr/publications/white\\_papers/Thesis.pdf](http://bkraabel.free.fr/publications/white_papers/Thesis.pdf).

Landström, H. (2007). *Handbook of Research on Venture Capital*. Boston, MA: Edward Elgar Publishing Limited.

Lantz, J. y Sahut, J. (2009). Active Financial Intermediation and Market Efficiency: The Case of Fast-Growing Firms Financed by Venture Capitalists.

*International Journal of Business*, 14(4), 321-339.

Large, D. y Muegge, S. (2008). Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research. *Venture Capital*, 10(1), 21-53.

Lehtonen, O., Rantanen, K. y Seppala, M. (2004), Venture capitalists' opportunistic behavior towards entrepreneurs. Recuperado de <http://www.hicbusiness.org/BUS04.pdf>

Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 293-316.

Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*, 50(1), 301-318.

Lerner, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed--and What to Do About It*. Nueva Jersey: Princeton University Press.

Luukkonen, T. y Maunula, M. (2007). Non-financial value-added of venture capital: A comparative study of different venture capital investors. Recuperado de <http://www.etla.fi/en/julkaisut/dp1067-en/>.

MacMillan, I.C., Siegel, R. y Subbnarashimha, P. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1(6), 119-128.

MacMillan, I.C., Kulow, D. M., y Khoylian, R. (1989). Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance. *Journal of Business Venturing*, 4(1), 27-47.

Manigart, S., Waele, K.D., Wright, M., Robbie, K. y Desbrie, P. (2002).

- Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of Business Venturing*, 17(4), 291-312.
- Mantell, E. (2009). A Theory of the Risks of Venture Capital Financing. *American Journal of Economics and Business Administration*, 1(2), 198-209.
- Mason, C.M. y Harrison, R.T. (1999). Venture Capital: Rationale, aims and scope. *Venture Capital*, 1(1), 1-46.
- Mattsson, J. (2002). Information Asymmetry, Market Signaling and High-tech Start-up Financing. Recuperado de [http://www.tuta.hut.fi/studies/Courses\\_and\\_schedules/Isib/TU-91.167/Seminar\\_papers/Mattsson\\_Juha\\_final.pdf](http://www.tuta.hut.fi/studies/Courses_and_schedules/Isib/TU-91.167/Seminar_papers/Mattsson_Juha_final.pdf)
- Maula, M. (2001). *Corporate Venture Capital and the Value-Added for Technology – Based New Firms*. (Tesis Doctoral). Recuperado de <https://aaltodoc.aalto.fi/bitstream/handle/123456789/2381/isbn9512260816.pdf?sequence=1>.
- Maula, M., Autio, E. y Murray, G. (2005). Prerequisites for the creation of social capital and subsequent knowledge acquisition in corporate venture capital. *Venture Capital*, 5(2), 117-134.
- Maunula, M. (2006). The Perceived Value-added of Venture Capital Investors. Evidence from Finnish Biotechnology Industry. Recuperado de <http://www.etla.fi/en/publications/dp1030-en/>.
- Meggison, W. y Weiss, K. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(3), 879-892.
- Metrick, A. (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Danvers, Massachusetts: John Willey & Sons, Inc.

- Murray, G. (1996). A Synthesis of Six Exploratory, European Case Studies of Successfully Exited Venture Capital-Financed, New Technology-Based Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 20(4), 41-60.
- Muzyka, D., Birley, S. y Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11(4), 273-287.
- NVCA (2011). Venture Impact - The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies in the US Economy. Recuperado de [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_docman&task=cat\\_view&gid=101&Itemid=584](http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=101&Itemid=584).
- Perry, L.T. (1988). The Capital Connection: How Relationships Between Founders and Venture Capitalists Affect Innovation in New Ventures. *The Academy of Management EXECUTIVE*, 2(3), 205-212.
- Reid, G. y Smith, J. (2002). Investor and investee conduct in the risk appraisal of high technology new ventures in the UK. Recuperado de <http://ideas.repec.org/p/san/crieff/0205.html>.
- Rosenstein, J. (1988). The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology. *Journal of Business Venturing*, 3(2), 159-170.
- Rosenstein, J., Bruno, A.V., Bygrave, W.D. y Taylor, N.T. (1993). The CEO, venture capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing*, 8(2), 99-113.
- Saetre, A. (2003). Entrepreneurial perspectives on informal venture capital. *Venture Capital*, 5(1), 71-94.
- Sahlman, W. (1987). *Note on Financial Contracting: Deals*. Boston: Harvard Business Publishing.
- Sahlman, W. (1989). Aspects of financial contracting in venture capital. *Journal of*

*Applied Corporate Finance*, 1(2), 22-36.

Sahlman, W. (1990). The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521.

Sapienza, H. (1992). When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing*, 7(1), 9-27.

Sapienza, H.J. y Gupta, A.K. (1994). Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist - CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618-1632.

Sapienza, H.J. y Korsgaard, M.A. (1996). The Role of Procedural Justice in Entrepreneur - Venture Capital Relations. *Academy of Management Journal*, 39(2), 544-574.

Sapienza, H., Korsgaard, M.A. y Forbes, D. (2003). The self-determination motive and entrepreneurs' choice of financing. En J. Katz y D. Shepherd (Eds.), *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence & Growth*, Greenwich, CT: JAI Press.. pp. 105-138.

Sapienza, H.J., Manigart, S. y Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11(6), 439-469.

Smith, D.G. (1998). Venture capital contracting in the information age. *Journal of Small and Emerging Business Law*, 2, pp. 133-153.

Steier, L., y Greenwood, R. (1995). Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-investment Stages of New Firm Creation. *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.

Strauss, A. y Corbin, J. (1990). *Basics of Qualitative Research: Grounded Theory Procedures and Techniques*. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications Inc.

- Sweeting, R.C. y Wong, C.F. (1997). A UK 'Hands-off' Venture Capital Firm and the Handling of Post-investment Investor--Investee Relationships. *Journal of Management Studies*, 34(1), 125-152.
- Timmons, J.A. y Bygrave, W.D. (1986). Venture capital's role in financing innovation for economic growth. *Journal of Business Venturing*, 1(2), 161-176.
- Turcan, R. (2008). Entrepreneur-venture capitalist relationships: mitigating post-investment dyadic tensions. *Venture Capital*, 10(3), 281-304.
- Tyebee, T.T. y Bruno, A.V. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Utset, M. (2002). Reciprocal fairness, strategic behavior & venture survival: a theory of venture capital- financed firms. *Wisconsin Law Review*, (1), 45-168.
- Van de Ven, A. H. y Johnson, P. E. (2006). Knowledge for Theory and Practice. *Academy of Management Review*. 31 (4). 802-821.
- Wang, S. y Zhou, H. (2004). Staged financing in venture capital: moral hazard and risks. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), 131-155.
- Wasserman, N. (1999). Venture capital negotiations: VC versus entrepreneur. Recuperado de <http://hbr.org/product/venture-capital-negotiations-vc-vs-entrepreneur/an/800170-PDF-ENG>.
- Wijbenga, F.H., Postma, T.J.B.M., Van Witteloostuijn, A. y Zwart, P. (2003). Strategy and performance of new ventures: a contingency model of the role and influence of the venture capitalist. *Venture Capital*, 5(3), 231-250.
- Wright, M., Busenitz, L.W. y Sapienza, H.J. (2003). *Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar Pub.
- Zacharakis, A. y Meyer, G.D. (1998). Do Venture Capitalists Really Understand

Their Own Decision Process?: A Special Judgement Theory Perspective.  
*Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.

# Apéndices

## Apéndice A

### Noticias selectas sobre el avance de la industria de capital de riesgo en México

# Empresas con modelos de negocio disruptivos se abren paso en México

Airbnb y Uber lideran la tendencia de compartir servicios a través de internet, también compiten firmas nacionales como Aventones, Rides y Mejores Mudanzas. En el país Airbnb creció 400% en 2013 y Uber espera un alza de tres dígitos en 2014.

Ana Medina, 17.05.2014. Última actualización: 18.05.2014  
 ETIQUETAS: [acciones/hipotecas](#), [apps](#), [Aplicaciones](#), [Airbnb](#), [crowdfunding](#), [Uber](#), [Qualtrics](#), [Aventones](#), [Rides](#), [Mejores Mudanzas](#), [CrowFundin](#), [Métrica Social](#), [Kubiz Financiero](#)

ARTICULO 0 Comentarios



En México hay cada vez más empresas nacionales y extranjeras que operan mediante el modelo de 'economía colaborativa', el cual consiste en compartir la propiedad y el acceso a los servicios a través del uso de plataformas digitales.

**A nivel mundial, este modelo de negocio agrupa a más de 200 startups**, las cuales consiguieron recursos por más de 2 mil millones de dólares en capital de riesgo el año pasado. Algunas de ellas ya tienen una amplia presencia en México.

**Dos de las firmas más exitosas con operaciones en México son Airbnb, valuada en 10 mil millones de dólares, y Uber**, una plataforma que acaba de recibir financiamiento y cuyo valor se estima en 18 mil millones de dólares.

Airbnb, el sitio web donde cualquier persona en el mundo puede enlistar algún espacio que tenga disponible para rentarlo, registró en 2013 un crecimiento de 400 por ciento en el número de viajeros en México, donde cuenta con más de 60 mil usuarios y 6 mil propiedades en renta, el doble de las que tenían el año previo.

En tanto que Uber, la plataforma de choferes privados sobre demanda que inició operaciones en México en agosto de 2013, espera un crecimiento de triple dígito para cerrar su primer año en el país. Su director general, Rodrigo Arévalo, asegura que su número de usuarios aumenta un ritmo de 20 por ciento cada semana.

**Intensificarán estrategia para apoyar al capital emprendedor (capital de riesgo)**

Publication: Notimex - Financial News

Provider: Notimex

August 11, 2013 (11:14)

08/11/2013RF1, 29 .

Intensificarán estrategia para apoyar al capital emprendedor México, 11 Ago. (Notimex).- Será más agresivo el respaldo del Fondo de Fondos de Capital Emprendedor México Ventures I, al apoyar la creación y desarrollo de empresas innovadoras de alto valor agregado, afirmó el director general de Nacional Financiera (Nafin), Jacques Rogozinski. Durante su participación en la Semana del Emprendedor, informó que este Fondo se creó de manera conjunta con la Secretaría de Economía (SE), a través de la Corporación Mexicana de Inversiones de Capital. Aseguró que con la creación de vehículos de inversión adecuados y la integración de todos los participantes de la industria de capital de riesgo en la etapa temprana de los emprendedores de negocios, es como la banca de desarrollo fortalecerá esta industria que debe ser un detonador de desarrollo y crecimiento económicos. En un comunicado, subrayó que las empresas requieren capital y existen diversos mecanismos todavía subutilizados, aunado a que actualmente en México sólo se destina 0.06 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) a inversión de capital privado y emprendedor. Por tal motivo, dijo, en el contexto del Programa Nacional de Innovación se creó en 2010 el Fondo de Fondos de Capital Emprendedor México Ventures I, enfocado a negocios en etapas iniciales. Detalló que además de los recursos, aporta una red de contactos y mentores, así como un programa de mejores prácticas de gobierno corporativo que apoya la generación de empleos de calidad y eleva la competitividad a través del seguimiento puntual al destino de los recursos, maximizando la posibilidad de llevar a cabo el plan de negocios más adecuado. El Fondo de Fondos de Capital Emprendedor está integrado por la Corporación Mexicana de Inversiones de Capital, la SE y la Corporación Andina de Fomento, quienes han aportado 80 millones de dólares y han invertido a su vez en ocho fondos, con un promedio de dos millones de dólares por empresa. El siguiente paso para ampliar los apoyos, será una estrategia enfocada especialmente hacia capital semilla, en la etapa más temprana del desarrollo empresarial, para emprendedores mexicanos de alto impacto, expuso Nafin. Rogozinski explicó que en América Latina el monto necesario para iniciar una empresa suele ser de 50 mil dólares promedio; para empresas de tecnología intermedia 100 mil dólares, y un monto mayor para iniciativas de alta tecnología. Señaló que los vehículos que se generarán en un inicio se harán en estrecha relación con la Secretaría de Economía, INADEM, Conacyt y Sedesol; serán administrados también por Nacional Financiera y tendrán un tamaño mayor a los mil millones de pesos. Además, para impulsar la industria de **capital de riesgo en México** y crear nuevos fondos especializados en capital semilla, se desarrolló un ecosistema a nivel nacional integrado por universidades, empresarios, emprendedores, inversionistas y organismos que impulsen este sector, anotó. Indicó que la plataforma incluye opciones de orientación para asistencia técnica, capacitación y asesoría para aquellos proyectos viables que deban replantear su propuesta de negocio y ser susceptibles de capitalización.

# CAPITAL PRIVADO

## RECURSO ESTRATÉGICO



- Más de 200 fondos con capital de riesgo están interesados en aterrizar en América Latina. México se perfila como el territorio más atractivo de la región, con importantes inversiones en puerta. Infraestructura, energía y telecomunicaciones son los sectores que despiertan el apetito.

Una bolsa de 16 mil millones de dólares disponibles para invertirse en proyectos de alto valor está lista para el momento en que la legislación secundaria de las reformas constitucionales permita dar el banderazo de salida a jugosos negocios, principalmente en los sectores energía y telecomunicaciones, aunque infraestructura, consumo y financiero también darán de qué hablar.

De acuerdo con estimaciones de la Asociación Mexicana de Capital Privado (Amexcap), los recursos disponibles de la industria de capital privado podrían triplicarse en cuatro o cinco años para alcanzar los 45 mil millones de dólares.

Sólo en América Latina ya hay 34 mil millones de dólares recaudados en al menos 200 fondos para invertir en la región, según un informe de Latin American Venture Capital Association (LAVCA), con cifras al primer semestre de 2013.

Juan Carlos Pérez Macías, director en México de S&P Capital IQ, la unidad de inteligencia e información estratégica de Standard & Poor's, dice en entrevista que fondos de todo el mundo tienen los ojos puestos en el país, incluso de Oriente Medio con operaciones aquí y que eventualmente buscarían expandir sus negocios ante las oportunidades.

Sin embargo, también es cierto que esta inyección de capital en el mercado no será inmediata. Pasarán por lo menos dos años para que comiencen a fluir los recursos y se defina qué empresas recibirán las capitalizaciones, además de la asesoría y experiencia que por definición provee un fondo de capital en el momento de invertirse en una compañía.

Este fenómeno que registra el país e impacta a las pequeñas y medianas empresas se traducirá en el mediano plazo en un mayor número de salidas a bolsa y la profundización del mercado de valores. ☺

## Apéndice B

### Principales investigaciones sobre el valor agregado del capitalista de riesgo según resultados obtenidos de la revisión de la literatura

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Timmons y Bygrave (1986)	4 variables	Emprendedor	1,501 registros de la base de datos <i>Venture Economics</i> y entrevistas de campo	Las inversiones en empresas innovadoras de base tecnológica requieren más que capital para ser exitosas. El valor agregado del capitalista de riesgo es mayor en las etapas de crecimiento tempranas de la empresa.
Perry (1988)	6 variables	Emprendedor	3 casos de estudio	Se forman relaciones cualitativamente diferentes entre diferentes tipos de capitalistas de riesgo y de emprendedores.
Gorman y Sahlman (1989)	6 variables	Capitalista de riesgo	Encuesta distribuida a 100 capitalistas de riesgo	El capitalista de riesgo le da seguimiento, en promedio, a nueve empresas del fondo, dedicándole la mitad de su tiempo. En cinco de estas empresas participa en su consejo de administración. En estas empresas, el capitalista de riesgo dedica 80 horas de su tiempo en reuniones en la empresa y 30 horas por teléfono por empresa al año. La principal actividad del capitalista de riesgo es ayudar a levantar recursos adicionales para sus empresas.
MacMillan et al. (1989)	4 categorías y 20 variables	Capitalista de riesgo	Encuesta distribuida a 350 capitalistas de riesgo	El capitalista de riesgo se involucra más en las actividades financieras de la empresa que el emprendedor. La actividad a la que le dedica más tiempo el capitalista de riesgo es a su participación en el consejo de administración de la empresa. Por el contrario, a la que le dedica el menor tiempo es a las operaciones del día a día de la empresa.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Gomez-Mejia, Balking y Welbourne (1990)	3 categorías y 22 variables	Capitalista de riesgo y emprendedor	20 entrevistas a 10 capitalistas de riesgo y 10 emprendedores, y reuniones capitalista de riesgo - emprendedor para validar proposiciones desarrolladas a partir de teorías de poder institucional y de dependencia organizacional	El capitalista de riesgo participa activamente en el establecimiento de políticas y en el monitoreo de actividades administrativas de las empresas de alta tecnología que financia. La intensidad de participación depende de la etapa de desarrollo de la empresa, del tamaño de la firma del capitalista de riesgo, de la posición de liderazgo del capitalista de riesgo, de la percepción del desempeño de la empresa, y de los antecedentes del emprendedor.
Sapienza (1992)	8 variables	Capitalista de riesgo y emprendedor	Encuesta distribuida a 51 parejas capitalista de riesgo – emprendedor, y entrevistas para aclarar hallazgos	Implicaciones para el capitalista de riesgo: el nivel de involucramiento en la empresa varía según las circunstancias; el capitalista de riesgo efectivo es el que mantiene una comunicación abierta y frecuente, y el que minimiza el conflicto; existen oportunidades de agregar valor en todas las etapas de desarrollo de la empresa; y los emprendedores con y sin experiencia se benefician con la participación del capitalista de riesgo. Implicaciones para el emprendedor: es importante saber elegir al capitalista de riesgo ya que éste proporciona más que dinero a la empresa; mantener canales de comunicación con el capitalista de riesgo siempre abiertos; y las empresas más innovadoras son las que más se benefician con la participación del capitalista de riesgo.
Ehrlich et al. (1994)	7 categorías y 20 variables	Emprendedor	Encuesta distribuida a 70 emprendedores	Para el emprendedor es importante conocer de quién recibe el capital, y no sólo saber la cantidad de capital que recibe.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Fried y Hisrich (1995)	3 categorías y 15 variables	Capitalista de riesgo	Estudios de caso de 15 capitalistas de riesgo	Diferentes hallazgos relativos al papel y al poder del capitalista de riesgo, y al impacto de estos en la empresa.
Steier y Greenwood (1995)	6 variables	Capitalista de riesgo y emprendedor	Un caso de estudio de una empresa y cuatro firmas de capital de riesgo	El reconocimiento de la empresa en su entorno tiene mayor relevancia que los méritos del plan de negocios del emprendedor.
Murray (1996)	8 variables	Capitalista de riesgo y emprendedor	Seis casos de estudio de inversiones de capital de riesgo en empresas de base tecnológica exitosas	El común denominador de seis casos de éxito de empresas financiadas con capital de riesgo son las habilidades y experiencias extraordinarias de los emprendedores.
Sweeting y Wong (1997)	4 variables	Capitalista de riesgo	Un caso de una firma de capital de riesgo	El acompañamiento de la inversión con poca participación del capitalista de riesgo en la empresa, funciona sólo si existe una confianza mutua entre las partes.
Gabrielsson y Huse (2002)	16 variables	Capitalista de riesgo y emprendedor	Cuatro estudios de un programa para conocer mejor los papeles y procesos del capitalista de riesgo en el consejo de administración de empresas pequeñas y medianas	Es importante para el emprendedor conocer los atributos del capitalista de riesgo al buscar financiamiento. Se contrastó la teoría de la participación del capitalista de riesgo en el consejo de administración de la empresa que financia con la práctica, encontrándose diferencias importantes.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Kaplan y Strömberg (2003)	6 variables	Investigador	Contratos de 14 firmas de capital de riesgo de 213 inversiones en 119 empresas	Las inversiones de capital de riesgo permiten separar derechos a flujos de efectivo generados por la empresa, derechos en el consejo de administración, derechos de voto, derechos de liquidación, y demás derechos de control.
Saetre (2003)	9 variables	Emprendedor	4 casos de empresas financiadas con capital de riesgo	Las habilidades, experiencia, contactos personales y redes de contactos de negocio son componentes importantes del valor agregado del capitalista de riesgo. La mejor manera para que un capitalista de riesgo participe por primera vez en el mercado del capital de riesgo es coinvirtiéndose con un capitalista de riesgo de mayor experiencia.
Busenitz et al. (2004)	3 categorías y 7 variables	Emprendedor	Encuesta distribuida a 837 emprendedores que recibieron capital de riesgo	El despido del emprendedor como director general de la empresa afecta negativamente su desempeño. La justicia procedimental afecta positivamente el desempeño de la empresa.
Maula, Autio, y Murray (2005)	9 categorías y 28 variables	Emprendedor	Encuesta distribuida a 810 empresas fundadas con capital de riesgo	Los capitalistas de riesgo independientes y los capitalistas de riesgo corporativos poseen distinto capital social y conocimiento por lo que el valor agregado a la empresa es diferente.
Maunula (2006)	11 variables	Emprendedor	Entrevistas telefónicas a 38 empresas en biotecnología	Se percibe un mayor valor agregado del capitalista de riesgo mientras mejor sea la relación capitalista de riesgo – emprendedor. La escasa experiencia del emprendedor hace que se perciba un mayor valor agregado del capitalista de riesgo.

Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la revisión de la literatura.

## Apéndice C

### Actividades del capitalista de riesgo en las empresas que financia

#### Conocimientos y Experiencia

- Apoyar a la empresa con sus capacidades comerciales, tecnológicas, financieras, de negociación y de litigio.
- Participar en la planeación estratégica, operativa y comercial de la empresa, y en la actualización de su plan de negocios.
- Participar en la planeación financiera y en la elaboración del presupuesto de la empresa.
- Ser una fuente de información sobre temas relevantes de la industria, de la competencia, y de los negocios.
- Proveer recursos a la empresa.
- Profesionalizar a la empresa.
- Asesorar al emprendedor haciendo uso de su amplia experiencia y conocimientos.
- Estructurar y obtener financiamiento adicional para la empresa; atraer a nuevos socios e inversionistas.
- Coadyuvar a la identificación, selección, reclutamiento, compensación, y separación del personal clave de la empresa.
- Apoyar a la materialización de alianzas y adquisiciones.
- Coadyuvar a la colocación de la empresa en Bolsa.

#### Monitoreo y Control

- Monitorear el desempeño operativo y financiero de la empresa, y retroalimentar a la empresa sobre su desempeño.
- Establecer metas de desempeño demandantes, y definir criterios de valuación de desempeño.
- Introducir controles financieros rigurosos.
- Definir reportes y frecuencia de elaboración.
- Introducir disciplina en la elaboración frecuente de reportes financieros y operativos.
- Desarrollar sistemas para el monitoreo y el control del desempeño de la empresa.
- Coadyuvar a que la organización obtenga ganancias.
- Participar en el consejo de administración.
- Reclutar consejeros independientes.
- Evaluar y reemplazar al director general de la empresa.
- Ser la interfaz con los demás inversionistas.

- Manejar crisis y resolver problemas.
- Poner a la disposición de la empresa una red de contactos de proveedores, clientes potenciales, servicios profesionales, e inversionistas.

**Contactos y Reputación**

- Introducir a la empresa a clientes y proveedores.
- Promover a la empresa en las redes de contactos, y referir a la empresa a contactos selectos.
- Desarrollar nuevos contactos.
- Coadyuvar al aseguramiento de informaciones y de recursos clave.
- Desarrollar a proveedores como contadores, abogados, consultores, y banqueros.
- Beneficiar a la empresa con su reputación.
- Darle validez, credibilidad, y confiabilidad al producto y a la empresa.
- Abrirle puertas a la empresa.

## Apéndice D

### Teorías para el análisis de la relación capitalista de riesgo – emprendedor según resultados obtenidos de la revisión de la literatura

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Admati y Pfleiderer (1994)	Contractual Financiera	Problemas de agencia en la contratación de financiamiento por etapas	Desarrollo de modelo contractual financiero	El único contrato que en cualquier circunstancia resulta en una continuación de financiamiento optima, es aquel que mantiene la proporción de las ganancias para el capitalista de riesgo independientemente de la decisión de continuar.
Sapienza y Gupta (1994)	Agencia	La frecuencia de interacción entre el capitalista de riesgo y el emprendedor como función de los riesgos de agencia y la incertidumbre alrededor de la oportunidad de inversión	51 parejas capitalista de riesgo - emprendedor	La frecuencia de interacción entre el capitalista de riesgo y el emprendedor depende de la congruencia de objetivos entre las partes, de la experiencia del emprendedor desarrollando nuevas empresas, de la etapa de desarrollo de la empresa, y del grado de innovación tecnológica que se busca. Contrario a las expectativas convencionales, el nivel de participación accionaria de la gerencia no impacta la frecuencia de interacción.
Gompers y Lerner (1996)	Contractual Financiera	Cláusulas que normalmente se incluyen en los contratos financieros	140 contratos de inversión	Las restricciones en los contratos financieros son función de las necesidades de monitorear la inversión y de la condición oferta - demanda en la industria.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Sapienza y Koorsgaard (1996)	Justicia Procedimental	¿Cómo afecta al capitalista de riesgo el flujo de información proveniente del emprendedor?	Experimento con 40 estudiantes de maestría y encuestas a 118 capitalistas de riesgo	El informe oportuno del estado que guarda la operación de la empresa por parte del emprendedor promueve una relación positiva entre el emprendedor y el capitalista de riesgo.
Cable y Shane (1997)	Teoría de Juegos	Cooperación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor después de la inversión	Modelo empírico desarrollado a partir de la teoría fundamentada	El modelo del dilema del prisionero es más adecuado para entender la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. En vez de pensar que las partes se comportan exclusivamente buscando un interés personal y oportunista, se reconoce la importancia de establecer relaciones sociales sólidas.
Hellmann (1998)	Contractual Financiera	¿Porqué y en qué circunstancias el emprendedor está dispuesto a ceder el control de la empresa?	Desarrollo de modelo de predicción	El modelo predice que mientras menor sea la participación accionaria del emprendedor y mientras más restringidos sean sus recursos, mayor será el control del inversionista. También, mientras menos apto como Director General sea el emprendedor, mayor será el control del inversionista. Y mientras mayor sea la calidad del equipo directivo de la empresa, menor será el control del capitalista de riesgo.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Utset (2002)	Teoría de Juegos	¿Qué componentes institucionales juegan un papel importante en desestabilizar a una empresa de reciente creación?	Repaso de la literatura sobre la relación capitalista de riesgo - emprendedor	Se incrementa la probabilidad de que una empresa falle, si el emprendedor sigue una estrategia de supervivencia o si el emprendedor no logra los resultados esperados y es forzado a abandonar la dirección de la empresa.
Arthurs y Busenitz (2003)	Agencia	Limitaciones de la teoría de agencia	Repaso de la literatura sobre el estudio de la relación capitalista de riesgo - emprendedor desde la óptica de la teoría de agencia	El poder de explicación de la teoría de agencia en relación a la relación capitalista de riesgo – emprendedor es mayor antes de que entre la inversión a la empresa.
Saetre (2003)	Capital Social	Estudio del capital no-financiero del capitalista de riesgo	20 entrevistas profundas cualitativas parcialmente estructuradas a emprendedores	Mientras mayor sea la experiencia del capitalista de riesgo en una industria en particular mayor será la relevancia de su capital social.
Baum y Silverman (2004)	Capital Humano	Conocer si el capitalista de riesgo escoge empresas ganadoras o las desarrolla	Compilación literaria de la historia de vida de 204 empresas biotecnológicas financiadas con capital de riesgo	El capitalista de riesgo financia empresas con tecnologías que les permiten crecer rápidamente, y colabora con su experiencia de gestión de negocios para crecer a la empresa con el emprendedor.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Busenitz et al. (2004)	Justicia Procedimental	La contribución de la relación capitalista de riesgo - emprendedor al desempeño de la empresa	Estudio longitudinal 1989-1999 con datos iniciales capturados a través de una encuesta, y con un análisis documental para su seguimiento	No se pudo demostrar la importancia de la información estratégica que le proporciona el capitalista de riesgo al emprendedor para mejorar el desempeño de la empresa . Mientras menor sea el desempeño de la empresa mayor es la probabilidad de que el director general de la empresa sea despedido. Las contribuciones del capitalista de riesgo con justicia procedimental mejoran el desempeño de la empresa.
Busenitz et al. (2005)	Información Asimétrica	El compromiso del emprendedor y el de su equipo directivo con el desarrollo de la empresa, y su convencimiento del potencial de la oportunidad de inversión	183 empresas a las que se les dio seguimiento por 10 años	No hay una relación significativa entre el desempeño de la empresa, y las señales que envía el emprendedor al capitalista de riesgo en la etapa inicial del proceso de financiamiento.
Dimov y Shepherd (2005)	Capital Humano	Estudiar la relación entre la educación y la experiencia de los capitalistas de riesgo y el desempeño de la empresa	112 capitalistas de riesgo	El capital humano común del capitalista de riesgo tiene una relación positiva con el número de empresas de su portafolio que se hicieron públicas, sin embargo el capital humano específico no la tiene. El capital humano específico del capitalista de riesgo tiene una relación negativa con el número de empresas que quebraron.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Maula et al. (2005)	Capital Social	Compara el valor agregado del capitalista de riesgo independiente con el del capitalista de riesgo corporativo	Encuestas a 91 empresas de reciente creación de base tecnológica	Los capitalistas de riesgo independientes tienen mejores habilidades para desarrollar una empresa, mientras que los capitalistas de riesgo corporativos tienen un papel más importante para mejorar la credibilidad comercial y pública de las empresas que financian.
De Clercq y Sapienza (2006)	Capital Social	¿Cómo la naturaleza social de la relación con el capitalista de riesgo afecta el desempeño percibido de la empresa?	298 encuestas a un miembro del equipo gerencial de la empresa	El capital relacional y el compromiso de las partes contribuyen directamente a la percepción del desempeño de la empresa.
Knockaert, et al. (2006)	Capital Humano	Relación entre el capital humano del capitalista de riesgo y las características del fondo, y el comportamiento del capitalista de riesgo en el seguimiento de la inversión	68 capitalistas de riesgo y 220 fondos	No se encontró evidencia entre el involucramiento del capitalista de riesgo en el desarrollo de empresas jóvenes de base tecnológica, y el capital humano del capitalista de riesgo o de las características del fondo.
Cannice y Goldberg (2009)	Información Asimétrica	La confianza del capitalista de riesgo y el número de eventos de ofertas públicas iniciales y de fusiones y adquisiciones	Encuestas a 30 capitalistas de riesgo por trimestre durante 14 trimestres	El conocimiento que tiene el capitalista de riesgo de la empresa y la promoción que realiza de ella ante compradores potenciales para colocarla en Bolsa, tienen una relación directa con el monto total de la oferta pública inicial.

Autor	Categorías y Variables de Valor Agregado	Perspectiva del Análisis	Datos	Conclusiones
Fairchild (2010)	Teoría de Juegos	Afectaciones a acuerdos contractuales financieros e impacto en el desempeño de la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor	Desarrollo de un modelo basado en teoría de juegos	Un aumento en las normas de justicia social induce al capitalista de riesgo a ofrecer una mayor participación accionaria al emprendedor, lo que a su vez induce al emprendedor a realizar un mayor esfuerzo para mejorar el desempeño de la empresa.

Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la revisión de la literatura.

## Apéndice E

### Ejemplo del proceso de codificación

1 P: Es decir una vez que, sí, sí, sí. Y pues en realidad de forma indistinta tratamos con uno u  
2 otro. A veces tratándose de diferente tema es con uno o con el otro.

3

4 I: Ah! Fijate.

5

6 P: Cuando se trata de cuestiones que tienen que ver con firmas o redacción de contratos de  
7 abogados y eso, se ocupa más Alan. Cuando se trata más de la operación del negocio  
8 interviene más Aldo, pero eso es una cosa convencional de ellos, es decir, ellos como se  
9 dividen su propio trabajo, 'por nuestra parte decimos, bueno yo tengo una serie de  
10 responsabilidades con el fondo y las trato con quien el fondo determine que las tengo que  
11 tratar, en realidad eso a nosotros nos es indiferente.

12 **Investigador**

13 I: Correcto, sí, está bien.

14 **Participante**

15 P: Inclusive tenemos muchas juntas con gente de ellos, en donde ni siquiera vienen ellos,  
16 viene gente de ellos y las tratamos igual, digamos, y los asumimos como representantes  
17 fieles y completos de la actividad ...

18

19 I: Muy bien. En el proceso de negociación ¿qué aspectos del acuerdo te interesaba  
20 fundamentalmente negociar con ellos?

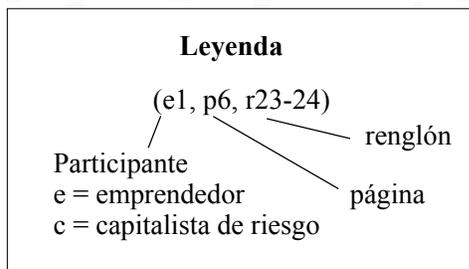
21

22 P: Bueno, te decía yo que nuestra principal motivación de interés era reunir el capital que

23 necesitábamos, entonces **nuestro interés estaba en cuándo vas a obtener el capital y a**  
24 **cambio de qué.** Eso, yo diría es la parte principal de lo que era nuestro interés, contestando

25 así literalmente la pregunta de qué le interesaba a usted negociar, eso. Segundo, este,  
26 después de eso digamos la cuestión de la administración de la empresa y las autoridades de  
27 la empresa que es una cosa que también es importante en ese tipo de tratos porque uno  
28 tiene, eso sí, que entender desde el principio que se pierde autoridad, eso sí no tiene  
29 remedio, son condiciones que desde el principio se establecen, pero ahí hay una digamos,  
30 un camino muy ancho ¿no?, entonces eso también era muy importante dejarla bien

e1



6

## Apéndice F

### Carta introductoria

México, D.F. a 10 de febrero de 2012

Luis Antonio Márquez Heine  
Director General  
Asociación Mexicana de Capital Privado, A.C.  
Lamartine #711  
Col. Bosques de Chapultepec  
11580 México, D.F.

Asunto: Investigación sobre el valor agregado en la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor de empresas jóvenes de alto impacto en México.

Apreciable Luis Antonio Márquez:

La presente es para informarle que el doctorando Enrique Gustavo Antonio Wiencke Olivares está llevando a cabo la investigación “Valor Agregado en la Relación entre el Capitalista de Riesgo y el Emprendedor de Empresas Jóvenes de Alto Impacto en México”, bajo la supervisión del que suscribe esta carta en calidad de director de tesis. El análisis que se pretende realizar es considerado oportuno dado el avance que ha tenido la industria de capital de riesgo en el país, y, con seguridad, los resultados que se logren ayudarán a la academia y a los demás interesados a entender este tipo de financiamiento en el contexto mexicano.

El trabajo del doctorando se enfocará a conocer un tema que es clave para diferenciar el capital de riesgo de otros tipos de financiamiento ya que busca entender cómo el capitalista de riesgo agrega valor a la empresa que financia. Enrique ya concluyó el desarrollo del marco teórico y del marco metodológico, y está listo para hacer el trabajo de campo que consistirá en entrevistar al representante del fondo que se sienta en el consejo de la empresa que capitaliza y al director general de dicha empresa. Los resultados de la investigación se plasmarán en una tesis de doctorado de acceso universal que buscará contribuir al desarrollo de la industria e impulsar el interés de la academia por estudiar este singular financiamiento de proyectos innovadores.

Para que Enrique pueda concluir su estudio es de vital importancia que los fondos de capital de riesgo le puedan abrir sus puertas y le compartan sus experiencias capitalizando a empresas mexicanas, y, en este sentido, cualquier apoyo de su parte para la realización de las entrevistas sería de extrema utilidad.

Le saludo atentamente,

Dr. Arturo Morales Castro  
Profesor Tiempo Completo  
UNAM  
Facultad de Contaduría y Administración  
Teléfono oficina: 5622-8280 al 82

## Apéndice G

### Descripción del alcance de la investigación

#### Valor Agregado en la Relación entre el Capitalista de Riesgo y el Emprendedor Investigación para Obtener el Grado de Doctor en Administración

La presente investigación se circunscribe a lo que se conoce en inglés como *venture capital*, capital de riesgo. En este tipo de financiamiento, el capitalista de riesgo canaliza recursos de terceros reunidos en un fondo sólo a aquellas empresas jóvenes innovadoras con alto potencial de crecimiento que les permitan generar un alto rendimiento por sus inversiones. Estas empresas son dirigidas, en general, por emprendedores que poseen una orientación casi exclusiva hacia la investigación continua o que tienen una educación técnica que les permite concretar desarrollos tecnológicos, y que, sin embargo, no cuentan con el conocimiento ni la experiencia necesarias para administrar un negocio, en particular en la etapa quizá más demandante de su crecimiento que corresponde a su desarrollo temprano. Es por esto que el capitalista de riesgo al capitalizar a estas empresas, no sólo les proporciona el dinero para el financiamiento de su innovación sino que contribuye de forma activa al desarrollo de la empresa proporcionando un valor agregado en forma, por ejemplo, de asesorías administrativas y de relaciones con nuevas fuentes de financiamiento.

Por lo anterior, pareciera ser que el financiamiento con capital de riesgo se distingue de otros tipos de financiamiento porque el financiero privilegia al rubro del valor agregado en la ecuación capital de riesgo igual a dinero más valor agregado. La presente investigación tiene como finalidad estudiar el segundo elemento de esta ecuación para entender cómo el capitalista de riesgo agrega valor a las empresas que financia, a través del análisis de su relación con el emprendedor. Por supuesto la convicción del que realiza esta investigación es que en la medida en que se comprenda esta participación del capitalista de riesgo en la administración de la empresa, en esa medida habrá más empresas innovadoras interesadas en considerar al capital de riesgo como su fuente de financiamiento, y se podrán tener relaciones capitalista de riesgo - emprendedor más productivas.

La investigación se llevaría a cabo entrevistando al capitalista de riesgo que se sienta en el Consejo de la empresa financiada, y al Director General de la empresa, que se supone que en la mayoría de los casos es el emprendedor mismo.

#### Antecedentes

El financiamiento con capital de riesgo es un financiamiento particularmente selectivo, y, sin embargo, son pocas las empresas que entregan los altos rendimientos que se necesitan para compensar los altos riesgos incurridos por el capitalista de riesgo. Por un lado, son contadas las empresas que logran ser financiadas con capital de riesgo, sólo aquellas con un desarrollo innovador con el potencial de convertirse en un éxito comercial. La literatura sobre el capital de riesgo destaca que de cada 100 proyectos que son considerados por un capitalista de riesgo, sólo uno termina siendo financiado. Por otro lado, son pocas las empresas financiadas con capital de riesgo que llegan a cumplir con las expectativas de crecimiento y rendimiento del inversionista, como lo subraya la *National Venture Capital Association* de los Estados Unidos que de cada 10 empresas financiadas con capital de riesgo, sólo una llega a convertirse en un “cuadrangular”.

Lo anterior destaca que a pesar del gran trabajo que lleva a cabo el capitalista de riesgo para seleccionar a la empresa que financia, el dinero y el valor agregado del capitalista de riesgo no son garantía de que la empresa joven innovadora con un alto potencial de crecimiento llegue a convertirse en una gran compañía. Se pueden distinguir dos grandes actividades que pudieran incidir en el éxito del proyecto financiado con capital de riesgo: una que tendría que ver con la selección del proyecto de inversión que lleva a cabo el capitalista de riesgo, y la otra con la forma de relacionarse y de trabajar en equipo del capitalista de riesgo y del emprendedor para incrementar el valor de la empresa.

En la investigación propuesta se busca contribuir al entendimiento de esta segunda gran actividad que realiza el capitalista de riesgo junto con el emprendedor de empresas jóvenes innovadoras para incrementar el valor de la empresa, es decir, en esta investigación no se analizará lo concerniente a la selección de proyectos por parte del capitalista de riesgo..

### **Alcance del Estudio**

En Estados Unidos y en otras partes del mundo se han llevado a cabo estudios sobre cómo el emprendedor se puede beneficiar de la ayuda del capitalista de riesgo para impulsar el crecimiento de su empresa, y de cómo los capitalista de riesgo buscan maximizar los rendimientos de sus inversiones administrando un portafolio de empresas financiadas con capital de riesgo, sin embargo la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor se ha visto como si tratara de una “caja negra”. El cómo se genera valor entre las partes es un tema que no se ha estudiado en México, tanto lo que respecta al contenido del valor agregado, como a los mecanismos que se implementan para la transferencia de valor del capitalista de riesgo al emprendedor.

El objetivo general de la investigación es describir cómo el financiamiento con capital de riesgo proporciona valor agregado a la empresa, por lo que la pregunta central de la investigación es: ¿cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia en su relación con el emprendedor de empresas jóvenes de alto impacto? Para darle soporte a este cuestionamiento central, a continuación se plantean tres preguntas complementarias. El término valor agregado es un término confuso e indeterminado que requiere ser acotado en el contexto del capital de riesgo, por lo que la segunda pregunta de investigación es: ¿qué recursos del capitalista de riesgo se canalizan a la empresa para agregarle valor?. Enseguida se plantea la necesidad de conocer de qué medios se valen las partes para agregar valor a la empresa, de ahí que la tercera pregunta de investigación es: ¿cuáles son los mecanismos con los que el capitalista de riesgo agrega valor a la empresa que financia?. Finalmente, para conocer cómo funcionan estos mecanismos y saber qué factores afectan su funcionamiento se propone la cuarta pregunta de investigación: ¿qué factores inciden sobre estos mecanismos que determinan finalmente el valor agregado a la empresa?

Para buscar mejorar el apoyo que otorgan los capitalistas de riesgo a los emprendedores para el crecimiento de sus empresas, es necesario poder contestar con detalle estas preguntas. El conocer los mecanismos de transferencia de valor y su funcionamiento permitirá poder pensar en la posibilidad de mejorarlos, de hacer más eficiente la transferencia de valor, y de lograr que un mayor número de empresas materialicen su alto potencial de crecimiento.

### **Método de Investigación**

La investigación es de corte cualitativo y permitirá comprender el actuar del capitalista de riesgo y del emprendedor en su cometido de agregarle valor a la empresa financiada con capital de riesgo en México. El estudio identificará la naturaleza de las realidades individuales de las partes, conociendo el

contenido y la dinámica de sus relaciones mutuas, e incorporando el contexto situacional. Esto a través de un estudio de campo que captará, revisará y analizará informaciones que se obtendrán mediante la realización de entrevistas tanto al capitalista de riesgo como al emprendedor. Estas entrevistas se realizarán con el apoyo de una guía de entrevista.

Ya que la investigación busca entender un fenómeno contemporáneo en una realidad mexicana, se considera usar el método de la teoría fundamentada para el análisis de la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. La metodología de la teoría fundamentada permitirá conocer las opiniones de los participantes sobre el valor agregado del capitalista de riesgo para buscar desarrollar un modelo que explique sus relaciones sociales complejas en un contexto de valor agregado.

Se analizarán las díadas capitalista de riesgo - emprendedor para conocer sus percepciones sobre las actividades de valor agregado proporcionados por el capitalista de riesgo a la empresa a través del emprendedor. La población del estudio son todas las díadas capitalistas de riesgo - emprendedor existentes en el país. Se estima que este universo está formado por nueve fondos de capital de riesgo privados y el Fondo Emprendedores CONACYT - NAFIN. El número total de empresas financiadas con capital de riesgo en el país se calcula en 80. Las empresas deben ser de reciente creación, que hayan desarrollado alguna innovación y que tengan un alto potencial de crecimiento. Los emprendedores a entrevistar se seleccionarán cuando se establezca el primer contacto con el capitalista de riesgo participante.

El instrumento de investigación es una guía de entrevista para el emprendedor y otra para el capitalista de riesgo. La guía consta de preguntas específicas para obtener el perfil de la díada y de preguntas abiertas para construir la realidad del hecho social a partir de lo que se recupere de los informantes. La guía de entrevista es ecléctica e incorpora elementos tomados de la literatura sobre el capital de riesgo, de la experiencia del que realiza esta investigación, y de opiniones de participantes en la industria.

Se entrevistará primero al capitalista de riesgo, la persona que representa al fondo de capital de riesgo y que se sienta en el Consejo de la empresa, para conocer sus perspectivas de lo que es el valor agregado, de los medios que usa para transferir ese valor a la empresa, y de cómo adecua esta transferencia dependiendo del tipo de inversión de que se trate. Posteriormente, se entrevistará al emprendedor o Director General de la empresa para conocer sus expectativas del valor agregado que espera que el capitalista de riesgo le proporcione. Las entrevistas se llevarían a cabo en las oficinas de cada una de las partes y tendrían una duración aproximada de 90 minutos.

### **Producto de la Investigación**

El producto esperado de la investigación es un documento completo que describa el proceso de transferencia de valor del capitalista de riesgo a la empresa a través de su relación con el emprendedor, según las percepciones de cada una de las partes. Estas opiniones del capitalista de riesgo y del emprendedor se usarán para poder contestar las preguntas de investigación que se plantearon en un inicio. El documento describirá una realidad de lo que hoy día es el financiamiento con capital de riesgo en el país, y resaltará la importancia del valor agregado en este tipo de financiamiento.

### **Beneficios para el Capitalista de Riesgo**

La contribución que pueden llevar a cabo los capitalistas de riesgo al entendimiento de lo que es el financiamiento con capital de riesgo en México, mediante su participación en esta investigación, es

muy grande. Permitirá diferenciar lo que es el capital de riesgo, *venture capital*, del capital privado, *private equity*, al entender el valor agregado que proporciona el capitalista de riesgo a la empresa que financia, y ,por ende, explicar lo que lo hace distinto a los otros tipos de financiamiento empresarial. Este entendimiento permitirá que un mayor número de proyectos emprendedores innovadores de alto potencial de crecimiento se lleven a cabo al poder acercar las expectativas del capitalista de riesgo y del emprendedor con respecto al desarrollo de la empresa.

Los beneficios para el capitalista de riesgo al participar en esta investigación se pueden resumir desde dos ángulos: el primero tiene que ver con la descripción de la relación que guarda en la actualidad con el emprendedor para darle seguimiento a la inversión del fondo y para agregarle valor a la empresa, y el segundo relacionado con la manera en que otros fondos agregan valor a las empresas de su portafolio.

- ¶ El capitalista de riesgo que participe en esta investigación conocerá cómo es su relación con el emprendedor y la empresa capitalizada, al llevar a cabo actividades encaminadas a agregarle valor a la empresa. Temas de comportamiento y de relaciones sociales como la confianza entre las partes, el compromiso, la justicia, la empatía y las redes sociales, así como temas de innovación como resultado del trabajo del capitalista de riesgo, y otros más, permitirán explicar el fenómeno y hacer más eficiente el proceso de transferencia de valor.
- ¶ El capitalista de riesgo que participe en esta investigación podrá conocer cómo otros fondos agregan valor a las empresas que capitalizan, y también podrán tener la oportunidad de mejorar sus mecanismos para agregar valor, de hacer más eficiente la transferencia de valor a la empresa, y de lograr que un mayor número de empresas se desarrollen.

## Apéndice H

### Semblanza del investigador



#### Enrique Wiencke

Enrique es actualmente el Director *Venture Capital* del despacho BWB.

Trabaja con los Directores Generales de empresas medianas para ayudarlos a resolver problemas estratégicos, financieros, de gobierno corporativo, y de inversión. Anteriormente, Enrique fue fundador y Director General del despacho eValue, boutique investment banker, que se especializaba en la valuación, due diligence, inversión y seguimiento a inversiones en empresas con alto potencial de crecimiento. Enrique es consejero en los Consejos de Administración de 4 de estas empresas. Previo a eValue, Enrique ocupó puestos de alta dirección en empresas multinacionales en áreas de ventas y mercadotecnia, de desarrollo de negocios, de planeación estratégica, y de finanzas. También fue consultor en estrategia de negocio en el despacho McKinsey & Co. Enrique es Ingeniero en Electrónica y Comunicaciones del Tecnológico de Monterrey, tiene una Maestría en Ingeniería de la Universidad de Tokio, Japón y un MBA de Sloan School of Management del MIT en los Estados Unidos. Enrique puede ser contactado en el correo electrónico [ewiencke@bwb.com.mx](mailto:ewiencke@bwb.com.mx).

## Apéndice I

### Hoja de captura de datos para la caracterización de los capitalistas de riesgo y sus fondos

#### Capitalista de Riesgo

1. Edad
2. Profesión
3. Máximo nivel de educación
4. Años capitalizando empresas

#### Fondo de Capital de Riesgo

5. Años en operación
6. Número de socios directores
7. Número de empleados
8. Monto del fondo, millones de pesos
9. Empresas capitalizadas a la fecha

**Apéndice J****Hoja de captura de datos para la caracterización de los emprendedores y sus empresas**

## Emprendedor

1. Edad
2. Profesión
3. Máximo nivel de educación
4. ¿Primer emprendimiento?

## Empresa

5. Años en operación
6. Años operando con capital de riesgo
7. Ventas anuales, millones de pesos
8. Número de empleados
9. Monto de capitalización, millones de pesos

## Apéndice K

### Guía para la entrevista con el capitalista de riesgo

#### Selección de la Inversión

- ¿Cómo buscas oportunidades de inversión?
- ¿Qué criterios empleas para seleccionar una oportunidad de inversión?
- ¿De qué manera interactúas con el emprendedor durante la selección de la inversión?
- ¿Qué aspectos del acuerdo de inversión te interesaron negociar en particular?
- Para ti, ¿qué aspectos del acuerdo le interesaban negociar al emprendedor?
- ¿Cuál fue el proceso que seguiste para negociar los términos de la inversión?
- ¿Cómo consideras el acuerdo de inversión alcanzado?
- ¿Cómo seleccionarías una próxima inversión y cómo negociarías con el emprendedor?

#### Monitoreo y Control

- ¿Cómo se establecieron las metas de desempeño de la empresa?
- ¿Cómo llevas a cabo el seguimiento del desempeño de la empresa?
- ¿Cómo le compartes al emprendedor tus observaciones sobre el desempeño de la empresa y tus sugerencias para mejorar sus resultados?
- ¿Qué influencia puedes ejercer sobre el emprendedor para exigirle resultados?
- ¿Qué acciones puedes tomar para corregir el desempeño de la empresa?
- ¿Cómo piensas ahora realizar el monitoreo y el control del desempeño de la empresa?

#### Valor Agregado

- ¿De qué forma colaboras con el emprendedor para impulsar el desarrollo de la empresa?
- ¿Qué información le proporcionas al emprendedor para que le agregue valor a la empresa?
- ¿Qué servicios le proporcionas a la empresa para mejorar su desempeño?
- ¿Cómo consideras tu relación con el emprendedor?
- ¿De qué manera apoyas al emprendedor en el plano personal para impulsar el desarrollo de la empresa?
- A partir de ahora, ¿cómo piensas agregarle valor a la empresa?

#### Contactos y Reputación

- ¿De qué manera tus contactos le han ayudado a la empresa a desarrollarse?
- ¿Cómo la reputación tuya y la del fondo han ayudado al desarrollo de la empresa?
- ¿Cómo piensas ahora usar tus contactos y reputación para impulsar el crecimiento de la empresa?

#### Resultados

- Desde tu perspectiva, ¿qué beneficios ha recibido la empresa al ser financiada con capital de

riesgo?

- ¿Cómo el valor agregado que le proporcionas a la empresa se traduce en desarrollos innovadores?
- ¿De qué manera tu contribución se ha reflejado en los resultados financieros de la empresa?
- ¿Qué actividades piensas ahora realizar para continuar mejorando los resultados de la empresa?
- En suma, según tú, ¿cuál debiera ser el valor agregado del capitalista de riesgo?

## Apéndice L

### Guía para la entrevista con el emprendedor

#### Selección del Capitalista de Riesgo

- ¿Porqué decidiste financiar tu proyecto con capital de riesgo?
- ¿De qué manera preparaste a tu empresa para hacerla atractiva al capital de riesgo?
- ¿Cómo buscaste a los fondos de inversión y qué criterios usaste para seleccionar a tu fondo?
- ¿De qué manera interactuaste con el capitalista de riesgo durante el proceso de selección?
- ¿Qué aspectos del acuerdo de inversión te interesaron negociar en particular?
- ¿Qué aspectos del acuerdo de inversión le interesaban negociar al capitalista de riesgo?
- ¿Cuál fue el proceso que seguiste para negociar los términos del acuerdo de inversión?
- ¿Cómo consideras el acuerdo de inversión alcanzado?
- ¿Cómo seleccionarías un próximo fondo y cómo negociarías con el capitalista de riesgo?

#### Monitoreo y Control

- ¿Cómo se establecieron las metas de desempeño de la empresa?
- ¿Cómo lleva a cabo el capitalista de riesgo el seguimiento del desempeño de la empresa?
- ¿Cómo te comparte el capitalista de riesgo sus observaciones sobre el desempeño de la empresa y sus sugerencias para mejorar sus resultados?
- ¿Qué influencia ejerce el capitalista de riesgo sobre ti para exigirte resultados?
- ¿Qué acciones puede tomar el capitalista de riesgo para corregir el desempeño de la empresa?
- ¿Cómo te gustaría que el capitalista de riesgo realizara el monitoreo y el control del desempeño de la empresa?

#### Valor Agregado

- ¿Cómo colabora contigo el capitalista de riesgo para impulsar el desarrollo de la empresa?
- ¿Qué información te proporciona el capitalista de riesgo para agregarle valor a la empresa?
- ¿Qué servicios te proporciona el capitalista de riesgo para agregarle valor a la empresa?
- ¿Cómo consideras tu relación con el capitalista de riesgo?
- ¿Cómo te apoya el capitalista de riesgo en el plano personal para desarrollar la empresa?
- ¿Cómo te gustaría que tu relación con el capitalista de riesgo contribuya adicionalmente al crecimiento de la empresa?

#### Contactos y Reputación

- ¿Cómo te han servido los contactos del capitalista de riesgo para el desarrollo de la empresa?
- ¿Cómo piensas que la reputación del capitalista de riesgo le ha ayudado a la empresa?
- ¿Cómo te gustaría que el capitalista de riesgo usara sus contactos y su reputación para continuar impulsando el desarrollo de la empresa?

**Resultados**

- ¿Qué beneficios ha recibido la empresa al ser financiada con capital de riesgo?
- ¿Cómo el valor agregado del capitalista de riesgo impacta la innovación de la empresa?
- ¿Cómo la contribución del capitalista de riesgo se presenta en los resultados financieros de la empresa?
- ¿Cómo te gustaría que el capitalista de riesgo colaborara contigo para que la empresa obtuviera mejores resultados?
- En suma, según tú, ¿cuál debiera ser el valor agregado del capitalista de riesgo?

**Apéndice M****Datos generales de las entrevistas con los capitalistas de riesgo**

Capitalista de Riesgo	Ubicación	Fecha	Duración en Minutos
c1	México, DF	21 de agosto de 2012	68
c2	México, DF	24 de julio de 2012	85
c3	Monterrey, NL	28 de agosto de 2012	104
c4	México, DF	23 de agosto de 2012	97
c5	México, DF	1 de agosto de 2012	56
c6	México, DF	26 de julio de 2012	53
c7	México, DF	10 de julio de 2012	60
c8	México, DF	12 de julio de 2012	79
c9	Monterrey, NL	27 de agosto de 2012	76

**Apéndice N****Datos generales de las entrevistas con los emprendedores**

Emprendedor	Ubicación	Fecha	Duración en Minutos
e1	México, DF	15 de agosto de 2012	78
e2	México, DF	11 de julio de 2012	79
e3	Monterrey, NL	8 de agosto de 2012	99
e4	México, DF	10 de agosto de 2012	54
e5	México, DF	5 de septiembre de 2012	75
e6	México, DF	17 de julio de 2012	103
e7	México, DF	6 de septiembre de 2012	65
e8	México, DF	28 de agosto de 2012	115
e9	Monterrey, NL	9 de julio de 2012	68

## Apéndice O

### Los 53 códigos que surgieron del análisis de los datos de los emprendedores

1	asesoría	28	largo camino
2	auditoría	29	medición del desempeño
3	aval	30	mejores prácticas
4	capacidad de ejecución	31	metas de desempeño
5	capital con talento	32	modelo de negocio
6	casos de éxito	33	objetivo común
7	certidumbre	34	observaciones del desempeño
8	clima de negocio	35	orden
9	compromiso	36	parámetros de inversión
10	confianza	37	participación activa
11	consejero	38	personal clave
12	consultoría externa	39	plusvalía
13	contactos	40	preparación
14	controles	41	promoción
15	coyuntura	42	protección minoritaria
16	credibilidad	43	relación
17	dilución	44	rendimiento financiero
18	dinero	45	reporteo
19	enfoque	46	reputación
20	evidencia	47	respeto
21	experiencia	48	riesgo
22	financiamiento previo	49	salida
23	gobierno corporativo	50	tercerización
24	incentivos	51	transparencia
25	innovación	52	valor
26	institucionalización	53	visión compartida
27	inversión condicionada		

## Apéndice P

### Los 15 códigos exclusivos de los emprendedores

- 1 auditoría
- 2 aval
- 3 casos de éxito
- 4 clima de negocio
- 5 credibilidad
- 6 dinero
- 7 evidencia
- 8 experiencia
- 9 financiamiento previo
- 10 gobierno corporativo
- 11 innovación
- 12 personal clave
- 13 protección minoritaria
- 14 salida
- 15 transparencia

## Apéndice Q

### Los 38 códigos comunes a los emprendedores y a los capitalistas de riesgo

1	asesoría	21	modelo de negocio
2	capacidad de ejecución	22	objetivo común
3	capital con talento	23	observaciones del desempeño
4	certidumbre	24	orden
5	compromiso	25	parámetros de inversión
6	confianza	26	participación activa
7	consejero	27	plusvalía
8	consultoría externa	28	preparación
9	contactos	29	promoción
10	controles	30	relación
11	coyuntura	31	rendimiento financiero
12	dilución	32	reporteo
13	enfoque	33	reputación
14	incentivos	34	respeto
15	institucionalización	35	riesgo
16	inversión condicionada	36	tercerización
17	largo camino	37	valor
18	medición del desempeño	38	visión compartida
19	mejores prácticas		
20	metas de desempeño		

## Apéndice R

### Los 17 códigos exclusivos de los capitalistas de riesgo

- 1 alineación de objetivos
- 2 asimetría de la información
- 3 atracción de talento
- 4 disciplina
- 5 ejecución
- 6 empresa líder
- 7 financiamiento
- 8 hitos
- 9 idoneidad
- 10 pensar en grande
- 11 razón
- 12 receptividad
- 13 resultados
- 14 sello de calidad
- 15 sentido común
- 16 urgencia
- 17 venta

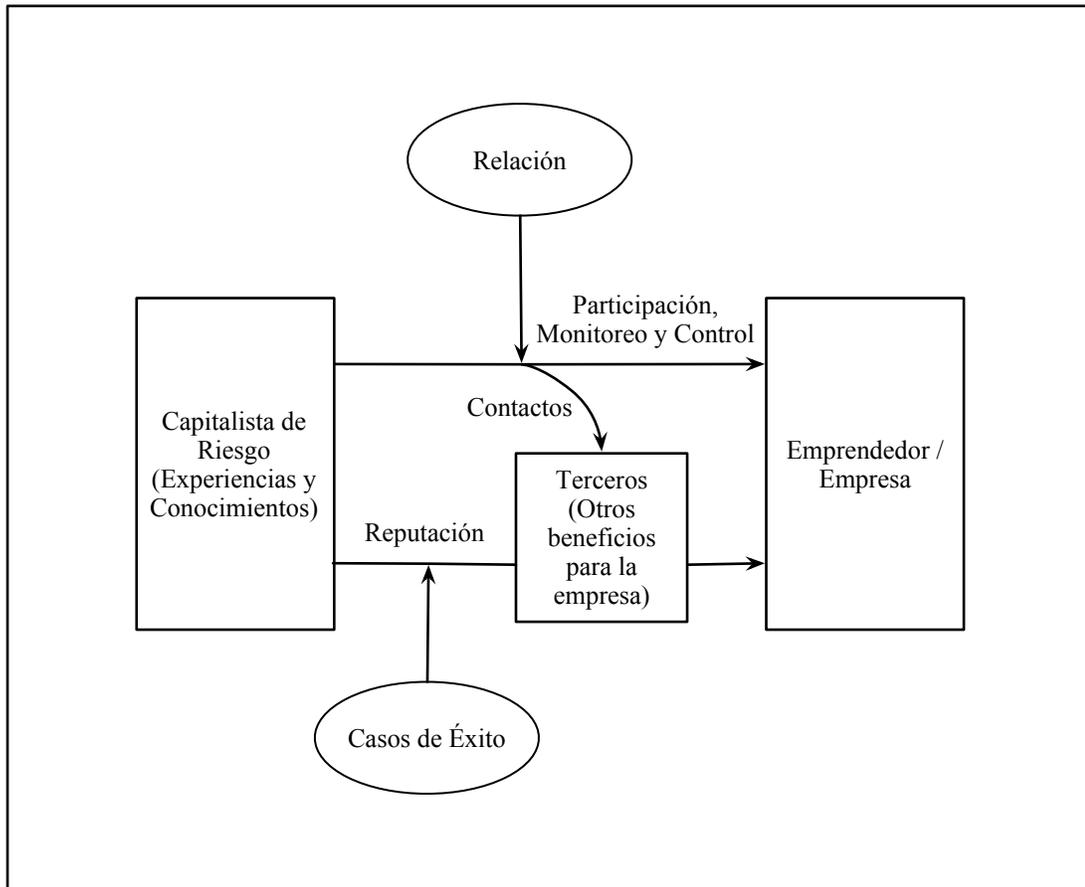
### Apéndice S

#### Principales propiedades y características de las categorías surgidas de los datos de los participantes

Categoría	Propiedades	Características
SALIDA (Categoría central)	Rentable – No rentable Pública - Privada Parcial - Total A tiempo – A Destiempo	Programada Obligada Conveniente Recompra forzada Conveniente para el capitalista Garantizada Rápida Acordada Caso de éxito Sujeta a rendimientos Múltiplos de referencia
CERTIFICACIÓN	Efectiva Relacional Intensa	Confiabilidad Aval Abre puertas Caso de éxito Certidumbre Imagen Credibilidad Referencias Sello de calidad Marca Señal de mercado

Categoría	Propiedades	Características
CRECIMIENTO	Alto – Bajo Rentable – No Rentable Orgánico - Externo	Rápido Incentivado Líder de mercado Acompañado Económico Mejores prácticas Comprometido Controlado De la empresa Del equipo de trabajo Fondeado con suficiencia
PARTICIPACIÓN	Activa Formal - Informal Directa	Informada Comprometida Con experiencia Con conocimiento Profesional Constructiva Empática Honestas Continua Mejores prácticas En equipo

Categoría	Propiedades	Características
RELACIÓN	Apoyo-Oposición Cercana Buena - Mala	Respeto Confianza Objetivo común Transparencia Receptiva Justa Profesional De amistad De socio Abierta Empática

**Apéndice T****Modelo conceptual de cómo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa que financia**

Fuente: Elaboración propia basada en resultados obtenidos de la encuesta de la investigación.