

CÓMO FINANCIAR TU
NEGOCIO Y NO MORIR
EN EL INTENTO

FINANCIAMIENTO
INTELIGENTE

¡Ingresa a www.financiamientointeligente.cl y podrás acceder a información, documentos de inversión y entrevistas que te permitirán financiar de mejor forma tu empresa!

ERWIN BORONIG ESPINOSA
GONZALO MIRANDA ARRATIA

PROYECTO APOYADO POR



EJECUTADO POR



SOCIOS

australcapital

BERNA

© 2018, Gonzalo Miranda Arratia, Erwin Boronig Espinosa

Impreso en Chile

1ª Edición: Santiago de Chile. Marzo 2018

ISBN edición impresa: 978-956-393-421-2

ISBN edición electrónica ebook: 978-956-393-422-9

Edición general:

Mariana Vergara H.

Daniela Jofré Z.

Diseño:

Proyecto Visión Diseño

Todos los derechos reservados.

Esta publicación no puede ser reproducida ni en todo ni en parte, ni registrada en, o transmitida por, un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, magnético, electroóptico, por fotocopia, o cualquier otro, sin el permiso previo por escrito de los autores.

*A nuestras familias,
fuente de energía eterna.*

INDICE

PRÓLOGO	9
INTRODUCCIÓN: FINANCIAMIENTO INTELIGENTE	12
PARTE I: CAPITAL	
CAPÍTULO I: EL MUNDO DE LOS INVERSIONISTAS	19
1.1 EL PROCESO DE LEVANTAR CAPITAL	20
1.2 TIPOS DE INVERSIONISTAS	21
1.3 EL PROCESO DE INVERSIÓN	26
1.4 ¿QUÉ BUSCAN LOS INVERSIONISTAS?	28
1.5 EL INVERSIONISTA MÁS ALLÁ DEL DINERO	32
1.6 RENTABILIZACIÓN DE INVERSIONES	36
CAPÍTULO II: ESTRUCTURAS DE INVERSIÓN	39
2.1 CREANDO LA EMPRESA DESDE CERO	40
2.2 VALOR PRE Y POST-MONEY	42
2.3 INVITANDO INVERSIONISTAS A NUESTRA EMPRESA	44
2.4 EFECTOS DE UNA OFERTA DE COMPRA	47
2.5 ACCIONES PREFERENTES	48
2.6 EFECTOS DE RONDAS SUCESIVAS DE INVERSION	51
2.7 CONSEJOS AL EMPRENDEDOR	56
CAPÍTULO III: ¿CUÁNTO VALE MI EMPRESA?	57
3.1 VALOR VERSUS PRECIO	58
3.2 ¿DE DÓNDE PROVIENE EL VALOR DE MI EMPRESA?	60
3.3 MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO	61
3.4 ¿CÓMO VALORIZAR DISTINTOS TIPOS DE EMPRESAS?	75
3.5 LA IMPORTANCIA DE LOS CONCEPTOS DE VALORIZACIÓN	79
CAPÍTULO IV: DOCUMENTOS DE INVERSIÓN	81
4.1 ETAPAS EN EL LEVANTAMIENTO DE CAPITAL	82
4.2 DOCUMENTOS COMERCIALES	83
4.3 EL PROCESO DE DUE DILIGENCE	86
4.4 DOCUMENTOS LEGALES	87
4.5 EL VALOR DE UN EMPRENDEDOR INFORMADO	94

PARTE II: DEUDA

CAPÍTULO V: DEFINICIÓN DE DEUDA Y TIPOS DE ACREEDORES	97
5.1 DEFINICIÓN DE DEUDA	98
5.2 CONDICIONES BÁSICAS AL NEGOCIAR UN CRÉDITO	100
5.3 OPERACIONES DE LEASING VERSUS CRÉDITOS CON GARANTÍAS REALES	105
5.4 TIPOS DE ACREEDORES	106
5.4.1 PROVEEDORES	107
5.4.2 BANCOS	109
5.4.3 COMPAÑÍAS DE SEGURO	113
5.4.4 MUTUARIAS	114
5.4.5 EMPRESAS DE FACTORING NO BANCARIAS	114
CAPÍTULO VI: ESTRUCTURAS DE ENDEUDAMIENTO: ¿CUÁNTO Y CÓMO ENDEUDARSE?	119
6.1 ESTRUCTURAS DE ENDEUDAMIENTO	120
6.2 LA GRAN ECUACIÓN: EL BALANCE	120
6.3 CUÁNTO Y CÓMO ENDEUDARSE	123
6.3.1 DEUDA EN RELACION AL PATRIMONIO	124
6.3.2 DEUDA EN RELACION A LA LIQUIDEZ	128
6.3.3 DEUDA EN RELACIÓN A LA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS	133
CAPÍTULO VII: ALTERNATIVAS DE ENDEUDAMIENTO	137
7.1 ALTERNATIVAS DE DEUDA DE CORTO PLAZO	138
7.1.1 FINANCIAMIENTO CON PROVEEDORES	139
7.1.2 FINANCIAMIENTO CON DEUDA BANCARIA DE CORTO PLAZO	141
7.1.3 FINANCIAMIENTO CON OPERACIONES DE FACTORING	143
7.2 ALTERNATIVAS DE DEUDA DE LARGO PLAZO	145
7.2.1 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON PROVEEDORES	146
7.2.2 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON BANCOS	147
7.2.3 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON COMPAÑÍAS DE SEGURO	149
7.2.4 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON MUTURIAS	150
PARTE III: NEGOCIACIÓN	153

PRÓLOGO

La realidad del emprendimiento en Chile en el año 2000 era muy distinta a la que se observa el 2018, en ese entonces con una clara falta de iniciativas privadas y públicas para promover el emprendimiento, incluyendo la inexistencia de incubadoras de negocios, redes de inversionistas ángeles, capital semilla, fondos de *venture capital* y una educación que promoviera el emprendimiento en el país.

Afortunadamente, ese panorama cambiaría radicalmente a comienzos de esa década. Desde el sector público, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) impulsaría una serie de iniciativas público-privadas para promover el emprendimiento y la innovación, incluyendo programas de capital semilla que otorgaba capital para emprendimientos nacientes, la creación de más de veinte incubadoras albergadas al alero de universidades a lo largo de Chile, la formación de redes de inversionistas ángeles que buscaban invertir en empresas en etapas tempranas y la creación de fondos de capital de riesgo que incentivaba a inversionistas privados a participar en inversiones en empresas de alto potencial (y riesgo).

En el año 2001, Endeavor (www.endeavor.org), una organización en ese entonces poco conocida en Chile, relanzaría sus operaciones en el país con el objetivo de promover el emprendimiento de alto impacto, impulsando la búsqueda y apoyo a emprendedores locales, en industrias innovadoras y que pudieran competir en el mercado global. Tres elementos destacaban del modelo de Endeavor: primero, comprometía a empresarios consolidados en Chile para apoyar a la nueva generación de emprendedores chilenos, como una forma de dar contribuir al país que los vio surgir; segundo, no ofrecía financiamiento a los emprendedores, sino que una red de apoyo que los acompañaba para poder hacer crecer sus negocios; y tercero, era una organización sin fines de lucro, sin más agenda que promover el desarrollo del país por medio del surgimiento de más y mejores emprendedores.

En octubre de 2001 Endeavor comenzaría operaciones en Chile y me ofrecería la dirección ejecutiva de la corporación. Ese sería el comienzo de un apasionante viaje al mundo del emprendimiento, desde donde conocería y ayudaría a los mejores emprendedores del país a cumplir sus sueños empresariales, muchos de ellos en compañías jóvenes y promisorias.

En esos años, la mayor necesidad que manifestaban los emprendedores era la falta de capital para financiar sus proyectos, un fenómeno que se mantiene hasta el día de hoy. Sin embargo,

al poco andar nos dimos cuenta que las necesidades de los emprendedores eran mucho más profundas que la falta de acceso a recursos financieros. Muchos de ellos tenían escasas redes de contacto, muy pocas personas a quien pedirles consejo y una ambición empresarial circunscrita a Chile.

Para dar solución a esta realidad, Endeavor desarrolló una red de mentores en distintas disciplinas, los cuales daban su tiempo desinteresadamente a la corporación para ayudar a los emprendedores a desarrollar sus negocios. En este contexto, a comienzos del año 2001 invité a formar parte de la red de mentores a un profesional del mundo financiero con el que me había tocado trabajar años antes, Erwin Boronig, co-autor de este libro. Con el tiempo, Erwin se convertiría en uno de los mentores más activos y comprometidos de Endeavor, recibiendo en distintas ocasiones el premio al mentor más destacado del año de esta organización.

En el año 2003, la Escuela de Ingeniería de la Pontificia Universidad Católica de Chile, mi *alma máter*, me invitaría a diseñar y dictar un curso en emprendimiento, el primero en su clase en esa universidad. Con mucho entusiasmo, invité a Erwin a co-dictar el curso, invitación que dio origen a la cátedra de Tópicos en Emprendimiento que dictamos durante catorce años en esa casa de estudios.

Desde esa tribuna, observamos con asombro y optimismo el gran avance que el emprendimiento ha tenido en Chile, con alumnos motivados por desarrollar proyectos propios, con universidades volcadas a hacer del emprendimiento una alternativa deseable para su alumnado y con un país que hoy valora positivamente ser emprendedor.

Después de este largo recorrido, hace algunos meses decidimos junto a Erwin que era tiempo de compartir parte de nuestra experiencia y conocimiento en una publicación que sirviera de guía a todos los emprendedores interesados en conocer de financiamiento. En mi caso, hoy dedicado a la inversión de fondos de capital privado a través de Austral Capital, aportaría la mirada de la inversión de capital en empresas en distintas etapas de desarrollo, que incluye tomar participación en la propiedad de iniciativas de alto potencial de crecimiento, con todos los desafíos que ello conlleva. En el caso de Erwin, hoy dedicado a las finanzas corporativas, refinanciamiento de deuda y administración de activos, aportaría la mirada de la deuda como alternativa de financiamiento.

Una particularidad de esta iniciativa, que no debe pasar inadvertida, es el concepto de financiamiento “inteligente”, que va más allá del sólo hecho de acceder a financiamiento ya sea de capital o deuda. Tiene que ver con la calidad del financiamiento obtenido, tanto en la forma de estructurarlo como en las capacidades adicionales que pueden ofrecer inversionistas y otras instituciones a las empresas

donde invierten.

Como es de suponer, este esfuerzo es posible gracias al apoyo de distintas instituciones y personas, entre las cuales nos gustaría destacar a la Pontificia Universidad Católica de Chile a través de su filial DICTUC S.A., a CORFO a través del Programa de Apoyo al Entorno para el Emprendimiento e Innovación y a distintos empresarios chilenos que, en forma anónima, han colaborado para que esta iniciativa sea una realidad.

A todos ellos, muchas gracias por compartir el sueño de un Chile más emprendedor, innovador y próspero.

Gonzalo Miranda Arratia, marzo de 2018

INTRODUCCIÓN:

FINANCIAMIENTO INTELIGENTE

El acceso a financiamiento es probablemente el tema más recurrente en emprendedores de distintos países, industrias y tamaños. Ya sea porque la empresa está recién comenzando o por la imperiosa necesidad de caja para una empresa que enfrenta un escenario competitivo adverso, el financiamiento representa un desafío permanente en la creación y desarrollo de empresas de diversa índole. Tradicionalmente, las dos grandes fuentes de financiamiento para una empresa han sido el capital y la deuda.

En el caso del capital, los emprendedores deberán evaluar tempranamente en la vida de sus empresas la alternativa de incorporar socios inversionistas y así disponer de caja para hacer crecer sus empresas. Los emprendedores e inversionistas compartirán, en teoría, el mismo interés: el éxito económico de la empresa donde participan. No obstante, este aparente alineamiento de intereses no da cuenta de la naturaleza de cada socio, sus intereses particulares, motivaciones y lo que la empresa representa para cada uno de ellos. En el caso del emprendedor, muy probablemente la empresa representará un proyecto personal, eventualmente de toda una vida, el que sentirá íntimamente ligado a su persona y gestión. Los inversionistas, por su parte, estarán dispuestos a asumir ciertos riesgos al participar en la propiedad de una empresa y la verán como un vehículo para rentabilizar su inversión en el tiempo.

En el caso de la deuda, ésta representa una alternativa de financiamiento que da en teoría más libertad a los emprendedores para desarrollar sus empresas, por cuanto éstos deberán responder sólo por el monto de la deuda, pero no por la forma en cómo llevar adelante sus negocios. En este contexto, los bancos e instituciones financieras han cumplido tradicionalmente un importante rol en otorgar líneas de crédito de corto plazo para la operación, créditos de largo plazo para financiar activos como terrenos o maquinarias y servicios de *factoring* que permitan acceder a flujos de caja en forma anticipada, entre muchos productos financieros disponibles. Dado que los bancos e instituciones financieras prestan dinero de terceros (los ahorrantes como usted y como yo), éstos deberán evaluar en forma muy cuidadosa el riesgo de no pago de esos préstamos, exigiendo muchas veces garantías a las empresas y sus socios para asegurar el pago de la deuda. Lo anterior limita en forma importante el acceso a crédito de empresas que están comenzando, aquellas de alto riesgo, donde no hay activos disponibles para asegurar el compromiso de pago.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE FINANCIARSE CON CAPITAL

Al analizar las ventajas y desventajas de contar con financiamiento vía capital, es importante describir en términos generales al inversionista dispuesto a proveer capital. Algunas de sus características son las siguientes:

- _ Disponen de capital (caja) para invertir en la empresa.
- _ Su principal objetivo es obtener retornos financieros sobre su capital.
- _ Están dispuestos a asumir riesgos calculados para obtener mejores retornos.

Si la descripción de un inversionista fuera sólo la recién mencionada, entonces significaría que no importa qué inversionista aporta dinero ya que serían básicamente todos iguales. Sin embargo, hay otras características que pueden describir a un inversionista, tales como:

- _ Experiencia en la industria donde la empresa se desempeña.
- _ Red de contactos en distintos mercados donde la empresa podría beneficiarse.
- _ Prestigio y sólida posición financiera en el mercado.
- _ Metodología de trabajo y disciplina que permita preparar la empresa para su crecimiento.

Al observar estas características, ninguna de ellas relacionada al monto de inversión, es claro que los aspectos cualitativos pueden marcar una gran diferencia entre un inversionista y otro. Esta capacidad, más allá de los recursos financieros provistos, es lo que da origen al concepto de financiamiento inteligente.

En particular, financiarse con capital puede tener las siguientes ventajas para el emprendedor:

1) Los Inversionistas pueden ayudar a crecer el negocio. En el contexto recién descrito, los socios adecuados pueden ayudar a empresas emergentes o establecidas a tener mayor acceso a clientes, proveedores, asesores y personal para cumplir con los planes trazados. Más aún, el prestigio de esos inversionistas puede acelerar y facilitar en forma importante el desarrollo de negocios para la empresa.

2) Los inversionistas no estresan la caja de la empresa. Por lo general, un inversionista está dispuesto a invertir capital en una empresa con un horizonte de inversión de mediano o largo plazo. Esto significa

que el inversionista asume, al momento de invertir, que la empresa tomará algunos años antes de llegar a un tamaño relevante y ser rentable. Ello quita presión a la caja de la empresa y permite a los emprendedores dedicarse a desarrollar su negocio, teniendo la tranquilidad que cuentan con recursos financieros suficientes para ello. Por esta razón, decimos que el capital es “paciente” frente a otras alternativas de financiamiento, ya que está dispuesto a esperar que los resultados ocurran en el tiempo.

3) Los inversionistas comparten el riesgo del negocio. Esto significa que el inversionista obtendrá retornos solamente si la empresa es exitosa y asumirá las pérdidas si el negocio es un fracaso. Este hecho permite a emprendedores e inversionistas estar alineados respecto del curso de la empresa, un elemento central al momento de negociar la incorporación de socios.

4) La inversión de capital mejora los estados financieros de la empresa. Como veremos más adelante, el riesgo de una empresa está íntimamente ligado al giro de su negocio y a los resultados e índices financieros obtenidos de sus estados financieros. La inversión de capital servirá tanto para bajar el riesgo del negocio como para mejorar los estados financieros, al disponer de más recursos propios y menos deuda.

5) El inversionista maximiza el valor de la empresa y ayuda a salir del negocio en el futuro. Por su naturaleza, el inversionista buscará maximizar el valor de la empresa por sobre cualquier otra consideración. Más aún, enfocará sus esfuerzos futuros en generar escenarios que permitan eventualmente vender la empresa a terceros, generando opciones de salida tanto para él como para el emprendedor.

Por otra parte, al analizar las desventajas de contar con inversionistas, podemos mencionar las siguientes:

1) La propiedad de la empresa es compartida. Por definición, un inversionista de capital negociará una participación en la propiedad de la empresa, lo que significará que el emprendedor ya no será dueño del 100% de su empresa, debiendo compartir las ganancias futuras con el inversionista. En términos de la industria, el emprendedor compartirá sus **derechos económicos** con el inversionista.

2) La administración de la empresa es compartida. Al invertir en una empresa, el inversionista buscará mecanismos para proteger su inversión que se traducirán en derechos de acceso a información, administración y control, limitando el campo de acción del emprendedor en la administración de la empresa. En particular, el inversionista solicitará tener representación en el directorio de la empresa, vetos para ciertas decisiones sensibles y un control cercano de la caja. En jerga de la industria, el emprendedor compartirá sus **derechos políticos** con el inversionista.

Veremos en capítulos posteriores cómo compartir los derechos económicos y políticos entre el emprendedor y el inversionista, tema central en la negociación llevada a cabo entre ambos. Los acuerdos finalmente alcanzados en este sentido serán determinantes en la relación societaria de ambas partes en el tiempo.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE FINANCIARSE CON DEUDA

Al igual que en el caso del capital, al analizar las ventajas y desventajas de contar con financiamiento vía deuda, es necesario describir las características de las instituciones financieras que lo otorgan. Algunas de estas características se presentan a continuación:

- _ Mayoritariamente, prestan capital de los ahorrantes (personas como usted y como yo).
- _ Son instituciones altamente reguladas de manera de evitar poner en riesgo los recursos de los ahorrantes.
- _ Su principal objetivo es obtener retornos financieros bajo escenarios de riesgo bajo.

Al observar estas características, queda claro que el perfil de clientes para este tipo de financiamiento probablemente tenderá a estar acotado a un cierto tipo de empresas, aquellas que efectivamente no impliquen un riesgo medio o alto de no pago de los créditos otorgados. Dicho esto, veamos algunas ventajas de contar con financiamiento vía deuda.

1) No se comparte la propiedad de la empresa. La obtención de un crédito por parte de la empresa no involucra ningún tipo de derecho sobre la propiedad de la misma, permitiendo al emprendedor mantener inalterada su participación en la propiedad de la empresa.

2) El emprendedor tiene libertad absoluta para dirigir su negocio. La obtención de un crédito por parte de la empresa generalmente no otorga ningún tipo de injerencia en el negocio al acreedor. En ciertos casos, el acreedor puede solicitar que anualmente la empresa informe sobre los estados financieros de la misma o cumpla con algunas restricciones financieras (llamadas *covenants*), pero ello no afecta la independencia del emprendedor para llevar adelante su negocio. En este sentido, el emprendedor no compromete derechos políticos o de administración al aceptar un crédito.

3) Mejora rentabilidad de los accionistas. Dado que una empresa puede financiar su actividad ya sea con deuda, capital o con una combinación de ambos, el uso de mayor deuda implicará una menor necesidad de capital a ser aportado por los accionistas. En un contexto de negocios exitoso, pagada la deuda el inversionista observará que una proporción importante de las utilidades obtenidas (que le pertenecen) fueron financiadas por el banco y no por él, aumentando el retorno sobre el capital invertido. Este índice de rentabilidad se denomina “retorno sobre el patrimonio” y se calcula como la

utilidad de la empresa dividida por el patrimonio de la misma.

Por otro lado, al analizar las desventajas de contar con deuda podemos mencionar las siguientes:

1) Los acreedores son demandantes de caja. Por definición, el acreedor (por ejemplo, un banco) establecerá un calendario de pago de los créditos contraídos, afectando permanentemente la caja de la empresa.

2) Los acreedores no apoyan los malos resultados. Independiente de los resultados financieros de la empresa, el acreedor siempre buscará cobrar los créditos otorgados, aún a costa de la empresa y de sus socios.

3) Los acreedores no aportan en el crecimiento y profesionalización de la empresa. Los acreedores no cumplen rol alguno en el crecimiento y profesionalización de la empresa, aun cuando evalúan al equipo de gestores al momento de aprobar un crédito.

4) Los acreedores exigen garantías reales. Dada su naturaleza aversa al riesgo, los acreedores exigirán garantías reales (propiedades, maquinarias, etc.) como mecanismo alternativo para pagarse de sus acreencias en caso que la empresa no pueda hacerlo. Ello incluirá compromisos formales de los socios para avalar esas deudas con sus bienes personales.

5) El no pago a un acreedor afectará significativamente la capacidad de la empresa y sus socios para obtener recursos adicionales en el sistema financiero. Dado que el sistema financiero está interconectado, el no pago de deudas de una empresa quedará registrado y afectará seriamente su capacidad de conseguir recursos adicionales. Incluso, las acciones que impulsen los acreedores afectados por el no pago de deudas podrá derivar en juicios, embargo de bienes y otras acciones que afectarán la credibilidad de la empresa y sus socios en el mercado.

CAPITAL VERSUS DEUDA

Como es de suponer, la decisión de financiamiento de una empresa deberá tomar en cuenta muchos de los aspectos recién mencionados. No obstante, sería un falso dilema plantear una disyuntiva entre capital y deuda, ya que en la mayoría de los casos una adecuada combinación de ambas fuentes de financiamiento beneficiará en forma importante a la empresa. Como veremos en el desarrollo del libro, existe una amplia variedad de opciones tanto de inversionistas que aportan capital como de instituciones que proveen deuda.

En la primera parte del libro nos enfocaremos en el financiamiento vía capital, describiendo la lógica de inversión de distintos inversionistas incluyendo fondos colectivos, inversionistas ángeles, *venture*

capitalists y grupos empresariales. Analizaremos en profundidad las estructuras de inversión generalmente utilizadas, los incentivos e intereses de emprendedores e inversionistas al acordar un aumento de capital, la forma de valorizar la empresa tanto desde la mirada del emprendedor como del inversionista, para finalizar con una descripción de las etapas y documentos que intervienen en una inversión de capital.

Una vez finalizada esta primera parte, el lector contará con una perspectiva general del proceso de levantamiento de capital, disponiendo de todas las herramientas para entender y llevar adelante un proceso de esas características.

En la segunda parte del libro abordaremos en detalle los conceptos relacionados a la obtención de deuda, incluyendo la descripción de distintos tipos de acreedores, condiciones básicas al negociar un crédito, estructuras de endeudamiento y alternativas de endeudamiento de corto y largo plazo.

Una vez finalizada esta segunda parte, el lector tendrá una visión amplia de las alternativas de financiamiento vía deuda, cómo se relacionan con el capital y cómo afecta la rentabilidad y riesgo de la empresa.

Finalmente, en la tercera parte del libro abordaremos un elemento central al momento de levantar capital o deuda: el proceso de negociación tanto con inversionistas como con instituciones financieras. Para ello utilizaremos como referencia el método Harvard, el cual aplicaremos a ejemplos prácticos que reflejarán los conceptos expuestos a lo largo del libro.

Sin más preámbulos, comencemos.

PARTE I
CAPITAL

1.1 EL PROCESO DE LEVANTAR CAPITAL

El proceso de levantar capital es un proceso complejo, que toma considerable tiempo y requiere de preparación y dedicación importante por parte de los involucrados, incluyendo emprendedores, inversionistas y asesores de distinta índole.

Si bien el objetivo principal de este proceso es conseguir capital para financiar el crecimiento y desarrollo de la empresa, sus implicancias son muchos más profundas que el solo hecho de conseguir capital, por cuanto establece una serie de reglas, derechos y deberes que los socios deberán aceptar y cumplir en el tiempo, estableciendo condiciones bajo las cuales se tomarán decisiones y se administrará la empresa en el futuro.

En general, el proceso de levantar capital involucra distintas etapas, que incluye:

- 1) Desarrollo de un Plan de Negocios, documento que describe el negocio y detalla el plan de crecimiento de la empresa, el cual será presentado a los inversionistas;
- 2) Valorización de la empresa, proceso que estima cuál es el valor de la empresa antes de la entrada del inversionista;
- 3) Negociación y acuerdo de las condiciones generales de inversión, incluyendo valorización, monto a invertir, uso de los fondos y derechos del inversionista entrante;
- 4) Aprobar satisfactoriamente, a ojos del inversionista, la revisión del estado actual del negocio en diversos aspectos, incluyendo temas financieros, contables, legales, tributarios y de recursos humanos¹;
- 5) Negociación y acuerdo de un Pacto de Accionistas que regirá la relación entre los accionistas de la empresa en el tiempo, y
- 6) Negociación de otros documentos complementarios que podrían afectar los derechos y deberes de los accionistas.

El proceso recién mencionado suele ser descrito por los emprendedores como demandante y muy distractor de las actividades habituales de la empresa. Si a eso le sumamos una situación financiera eventualmente delicada, el proceso impone una alta exigencia a sus gestores en términos de dedicación y tiempo.

¹ Proceso denominado Due Diligence.

En general, un proceso de negociación y levantamiento de capital exitoso puede demorar entre cuatro y seis meses, habiendo casos que puede extenderse hasta por doce meses. Sin perjuicio de lo exigente que puede resultar, su importancia radica en que este proceso definirá las condiciones bajo las cuales los distintos accionistas basarán su relación societaria futura, definiendo la estructura de la empresa para crecer y captar más recursos en el tiempo.

Como el lector podrá sospechar, las disciplinas involucradas en el proceso de levantamiento de capital son variadas, ya que involucran tanto conocimientos en finanzas, contabilidad, aspectos legales y regulatorios como también habilidades para negociar y entusiasmar a potenciales inversionistas. Para ser exitoso en este proceso, resulta importante para el emprendedor entender la perspectiva del inversionista, los distintos tipos de inversionistas que se encuentran en el mercado, sus características, incentivos, estilos de inversión y potencial aporte a la empresa. A continuación, daremos una mirada a este mundo.

1.2 TIPOS DE INVERSIONISTAS

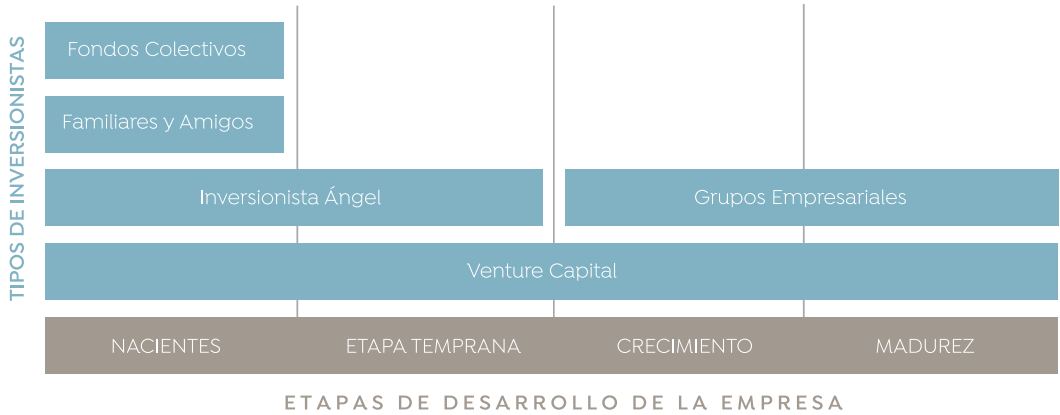
Invertir capital en empresas potencialmente rentables, es una industria tan antigua como el comercio y los negocios. Como es de suponer, distintos negocios suponen distintos niveles de riesgo, desde inversiones en el sector inmobiliario (de menor riesgo relativo) hasta inversiones en empresas del sector de tecnología o biotecnología (de mayor riesgo).

En este contexto, nuestra intención es enfocarnos en negocios donde la participación de emprendedores e inversionistas resulta una combinación fundamental para lograr el éxito de los mismos. Esto incluye no sólo empresas que están en sus primeras etapas de desarrollo, sino también empresas establecidas que enfrentan importantes oportunidades de crecimiento y expansión. Sin perjuicio de lo anterior, los temas y herramientas tratados en este libro son aplicables a todo tipo de negocios, incluyendo aquellos en que el potencial de crecimiento es moderado.

En términos generales, podemos distinguir al menos cinco tipos de inversionistas en el mundo de la inversión, los cuales se presentan en la Figura 1.1

Como se muestra en la Figura 1.1, categorizamos a los inversionistas por la etapa de desarrollo de las empresas donde invierten, las que van desde empresas nacientes hasta empresas maduras y establecidas. Como es de suponer, la inversión en empresas nacientes involucra un mayor riesgo para el inversionista que aquellas inversiones en empresas más consolidadas, pero a su vez éstas pueden representar mayores rentabilidades. Así, habrá inversionistas dispuestos a tomar mayor

Figura 1.1
Inversionistas por Tipo de Empresa



riesgo por la expectativa de mayor rentabilidad y otros que preferirán menor riesgo aún a costa de una menor rentabilidad. El tipo de inversionista que el emprendedor decida abordar deberá considerar esta relación entre el riesgo y el potencial retorno del negocio y qué inversionistas se ajustan a ese perfil de riesgo/retorno.

En la Figura 1.1 también se observa que existen distintos tipos de inversionistas para una misma etapa de desarrollo de la empresa. Por ejemplo, para el caso de empresas nacientes existen alternativas de familiares y amigos, fondos colectivos, inversionistas ángeles y fondos de *venture capital*. Si bien todos ellos invierten dinero, sus características y formas de relacionarse con la empresa y sus gestores varían considerablemente, por lo que el emprendedor deberá evaluar estas diferencias al momento de decidir qué tipo de inversionista invitar a su empresa.

A continuación, describimos brevemente cada tipo de inversionista.

1. Fondos colectivos (*crowdfunding*)

Esta forma de financiamiento es relativamente nueva en el mundo y surge de la mano de la aparición de las redes sociales. Ella consiste en conseguir pequeños montos de capital de un gran número de personas y así financiar las necesidades de capital de la empresa que está comenzando. Esto se logra generalmente listando el proyecto o negocio en una página web especializada que pone en contacto a emprendedores con posibles inversionistas.

Una de las plataformas más conocidas en la actualidad para obtener *crowdfunding* es Kickstarter², sitio web que se define como una “plataforma para financiar, elaborar y compartir proyectos creativos”. Si bien el monto promedio levantado por empresas en Kickstarter promedia los US\$ 10.000, existen numerosos casos de éxito de empresas que han logrado levantar montos considerablemente mayores. Tal es el caso de Elan Lee, quien levantó US\$ 8.8 MM en Kickstarter para financiar su exitoso juego de cartas *Exploding Kittens*.

2. Familiares y amigos (*family, friends and fools*)

Este tipo de inversionista se refiere a la primera fuente de financiamiento externo a la que comúnmente acuden los emprendedores, que corresponde al grupo de gente más cercano a ellos. Muchos de estos inversionistas son personas que conocen al emprendedor personalmente, probablemente no entienden mucho del negocio al que son invitados, tampoco son inversionistas sofisticados y, por lo tanto, ponen capital en la empresa como una forma de apoyo personal al emprendedor.

Las ventajas de este tipo de financiamiento es que es relativamente rápido de conseguir, bajo condiciones establecidas por el emprendedor y por participaciones minoritarias en la empresa que permitirán al emprendedor mantener el control de la misma. Algunas de las desventajas de esta alternativa de financiamiento es que no permite validar frente al mercado el verdadero potencial y valor de la empresa, el capital aportado generalmente es limitado y eventualmente puede afectar las relaciones del emprendedor con esos inversionistas (familia y amigos), si la empresa enfrenta dificultades en el tiempo.

3. Inversionistas ángeles

Se denomina Inversionistas Ángeles a inversionistas individuales, generalmente personas de alto patrimonio, que están dispuestas a invertir capital en empresas en etapas tempranas y cuya principal motivación es ayudar al emprendedor a desarrollar su empresa e involucrarse en ese proceso. Estos inversionistas invierten su propio dinero en iniciativas que los motivan y que les parecen de buen potencial. Entre ellos generalmente se cuentan emprendedores exitosos y ex ejecutivos de empresas. Una de las ventajas de atraer a un inversionista ángel es su experiencia ejecutiva o empresarial, su extensa red de contactos y su dedicación a la empresa.

Un ejemplo de inversionista ángel es Peter Thiel, co-fundador de Paypal (1999), empresa que sería vendida en US\$ 1.500 MM en el año 2002. Posterior a esa venta, Peter se convertiría en inversionista

² <https://www.kickstarter.com/>

ángel, filántropo, activista político y autor. En el año 2004 fue el primer inversionista ángel en Facebook, donde invertiría US\$ 500.000 por un 10,2% de propiedad en la empresa.

4. Grupos empresariales (*family offices*)

Una alternativa cada vez más disponible en Latinoamérica es la inversión de grupos empresariales locales en proyectos y empresas de distintas industrias. En general, estos grupos empresariales han surgido gracias al éxito que ellos han experimentado en industrias como el retail, telecomunicaciones, minería, banca y otras industrias de gran tamaño. Este éxito ha significado para esos grupos una alta disponibilidad de efectivo, lo que los ha llevado a establecer equipos gerenciales dedicados a invertir esos recursos, generalmente en industrias distintas a las que dieron origen a los mismos.

En el caso de Chile existe un creciente número de *family offices* tales como Megeve (familia Solari Donaggio), Inder (familia Del Rio), Drake (familia Ibáñez), Costa Verde (familia Cueto) y Devon (familia Luksic), todos de reconocida trayectoria y prestigio en Chile y Latinoamérica, los cuales invierten activamente en distintas industrias.

5. Venture capital

Los fondos de *venture capital* se distinguen de los demás inversionistas antes mencionados, porque su única actividad es buscar, seleccionar, invertir, ayudar a crecer y vender su participación en compañías de alto potencial de crecimiento. Generalmente este tipo de inversionistas exige un estándar más alto en cuanto a la validación del negocio, potencial de crecimiento y calidad del equipo gestor, requiriendo generalmente de un detallado Plan de Negocios por parte del emprendedor. Algunas de las ventajas de contar con fondo de *venture capital* es el acceso a montos de capital mayores, conocimiento de la industria donde se desenvuelve la empresa y una amplia red de contactos potencialmente beneficiosa para la empresa.

Silicon Valley en California, Estados Unidos, es probablemente el ejemplo más nítido de este tipo de inversionistas. Empresas como Google, Twitter y Uber han recibido inversiones de reconocidos fondos de capital de riesgo como Sequoia, Kleiner Perkins y Benchmark, entre otros, los que han sido clave en el desarrollo inicial de esas empresas. Siendo una industria naciente en Latinoamérica, conocidos son los fondos de *venture capital* Monashees (Brasil), Kaszek Ventures (Argentina), Austral Capital (Chile) y Alta Ventures (México).

La descripción de los distintos tipos de inversionistas recién expuesta es una simplificación dentro de una amplia variedad de inversionistas activos en el mercado. Todos ellos presentan distintas

características, estilos de inversión y motivaciones, lo que hace necesario describirlos en mayor detalle. En la Tabla 1.1 a continuación presentamos esta descripción.

Tabla 1.1
Características por Tipo de Inversionistas

INVERSIONISTA	¿QUIÉNES SON?	RAZÓN DE LA INVERSIÓN	VENTAJAS	DESVENTAJAS
FONDOS COLECTIVOS (CROWFUNDING)	Individuos, desconocidos por emprendedor	Interesados en apoyar proyectos novedosos	Permite conseguir capital en forma simple y rápida	Sólo algunos proyectos elegibles
FAMILIA & AMIGOS	Individuos, conocidos por el emprendedor	Interesados en apoyar al emprendedor	Permite conseguir capital en forma simple y rápida	Sólo capital, sin valor agregado
INVERSIONISTAS ÁNGELES	Individuos, con experiencia empresarial o ejecutiva	Interés por involucrarse en el negocio	Aporta conocimiento, experiencia y redes de contacto	Capital limitado, dedicación puede generar conflicto con el emprendedor
GRUPOS EMPRESARIALES	Empresas o holdings empresariales	Entrada a nuevos negocios e industrias en largo plazo	Prestigio, respaldo económico y redes de contacto	Interés por control; aversión al riesgo
VENTURE CAPITAL	Fondos de inversión dedicados	Creación de valor y rentabilidad	Experiencia en industria, redes de contacto, disciplina y opciones de salida	Horizonte de inversión acotado, estándar exigido alto

1.3 EL PROCESO DE INVERSIÓN

Como es de suponer, los distintos tipos de inversionistas presentan distintos niveles de sofisticación y análisis al momento de decidir una inversión en una empresa, que puede ir desde un simple análisis del potencial de mercado de una empresa naciente a un análisis más profundo y riguroso para empresas en operación.

En general, los inversionistas individuales tendrán procesos de inversión más simples en comparación con aquellos donde la decisión de inversión involucra a una organización, ya sea ésta una empresa, holding o fondo de inversión y donde no necesariamente el que toma la decisión de inversión final es el dueño del capital.

Un elemento esencial para un emprendedor en búsqueda de capital es entender el proceso de decisión de los inversionistas con los que ha tomado contacto. Cuando esos inversionistas son personas naturales, es muy probable que ese proceso sea expedito, pero menos formal, lo que puede generar incertidumbre de cuándo contar con los recursos financieros. En el caso de inversionistas más institucionales, el proceso de inversión será probablemente más extenso y formal, pero más cierto una vez aprobada la inversión.

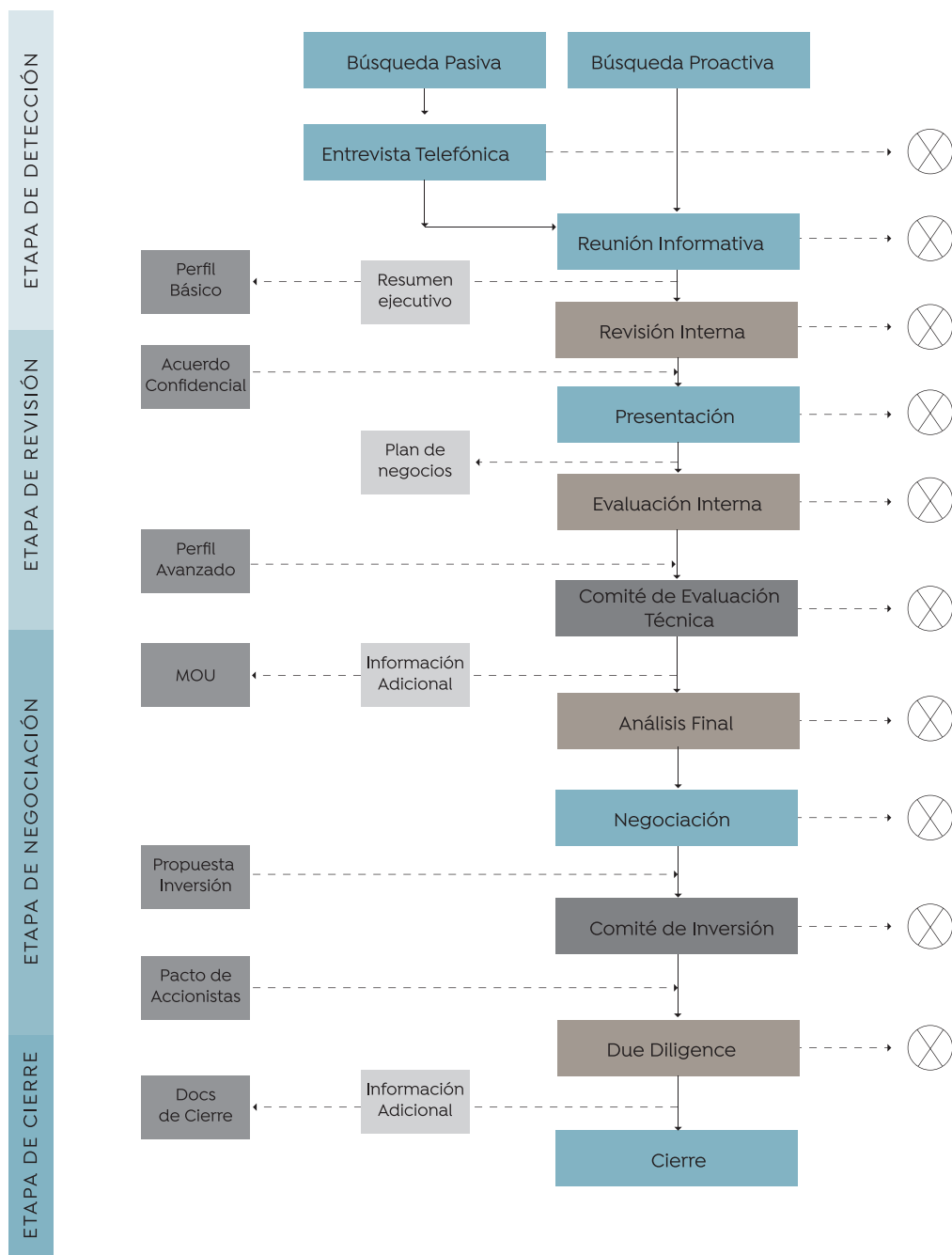
En la Figura 1.2 se presenta un esquema típico del proceso de inversión de un inversionista dedicado, sea este un grupo empresarial o un fondo de capital de riesgo.

En ella se puede apreciar las distintas etapas que un inversionista de este tipo sigue para decidir una inversión, incluyendo etapas de detección, revisión, negociación y cierre. A su vez, el esquema menciona algunos documentos a ser presentados por el emprendedor en este proceso, tales como el Resumen Ejecutivo y el Plan de Negocios³. Finalmente, la figura muestra algunos de los documentos que se irán generando en el proceso de inversión tales como Acuerdos de Confidencialidad, Memorando de Entendimiento (MOU), Pacto de Accionistas y otros documentos que abordaremos en mayor detalle en los capítulos siguientes.

Lo importante en esta etapa es que el lector pueda apreciar en términos generales lo que involucra conseguir capital de un inversionista, para posteriormente familiarizarse de algunos aspectos específicos del proceso de inversión. Sin embargo, antes de entrar en esa área resulta importante entender las motivaciones y objetivos de los inversionistas, que presentamos a continuación.

³ En inglés, *Business Plan*.

Figura 1.2
Proceso de Inversión de Inversionista Dedicado



1.4 ¿QUÉ BUSCAN LOS INVERSIONISTAS?

Desde la perspectiva de un inversionista, ya sea éste un individuo, una empresa o un fondo de inversión, su principal objetivo es obtener retornos financieros considerando el riesgo que está dispuesto a asumir para conseguir esos retornos.

En un extremo, un inversionista averso al riesgo probablemente optará por no invertir en empresas, sino que invertirá en instrumentos financieros debidamente respaldados y seguros. Un ejemplo de estos instrumentos son aquellos emitidos por países solventes como Chile, a través de los bonos emitidos por su Banco Central. Esta opción de inversión ofrecía una rentabilidad real de un 1,15% anual a los inversionistas para horizontes de inversión a 10 años al 02 de junio de 2017⁴. Esto significa que un inversionista que a esa fecha invirtió \$ 100, recibiría un valor equivalente \$ 112,11 reales al final de los diez años, es decir, multiplicaría su inversión 1,12 veces en 10 años. Si bien este resultado representa una rentabilidad real anual bastante baja, es muy segura.

Del mismo modo, otros inversionistas con mayor apetito por rentabilidad optarán por inversiones más rentables y menos seguras, como invertir en proyectos inmobiliarios o la bolsa de valores, cuya rentabilidad en el caso de Chile se mide por el índice IPSA. Alternativamente, habrá otros inversionistas en busca de rentabilidades aún mayores que optarán por invertir, por ejemplo, en empresas de tecnología.

En el Gráfico 1.1 a continuación, se presentan rentabilidades asociadas a esos cuatro instrumentos de inversión en Chile.

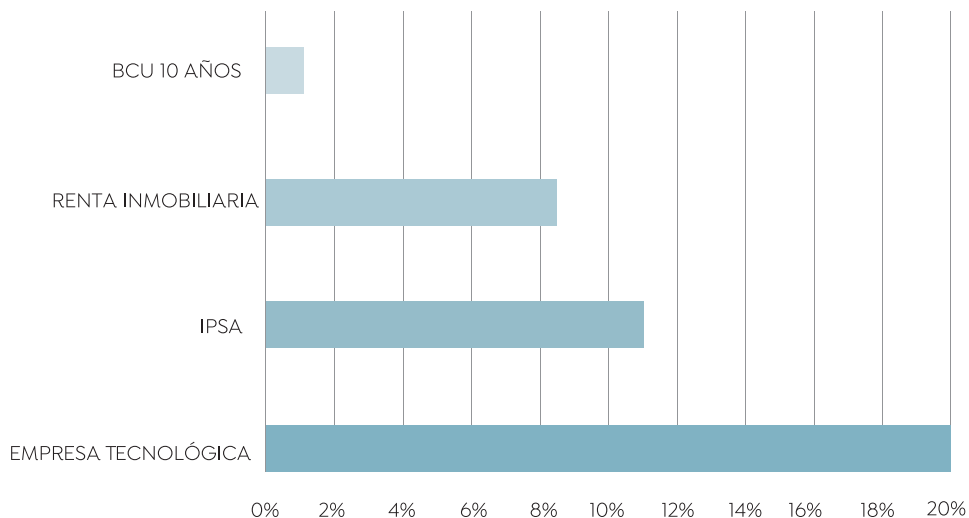
Del Gráfico 1.1 se observa que inversionistas en el sector de desarrollo inmobiliario en Chile esperan, en promedio, un retorno anual de un 8,25% y aquellos que invierten en la bolsa local un 10,9% real anual. Finalmente, aquellos que optan por invertir en empresas tecnológicas chilenas esperan obtener un 20,00% de rentabilidad real anual. De lo anterior, se observa que conforme los inversionistas optan por mayores rentabilidades, deben asumir mayores riesgos.

El valor del tiempo para un inversionista

En general, la rentabilidad de un inversionista depende fundamentalmente de dos variables: i) el mayor valor de su inversión en el futuro y ii) el tiempo que demora en lograr ese mayor valor.

⁴ Fuente: Banco Central de Chile

Gráfico 1.1
Rentabilidad real anual por tipo de inversión



Fuente: elaboración propia en base a datos de mercado a junio de 2017.

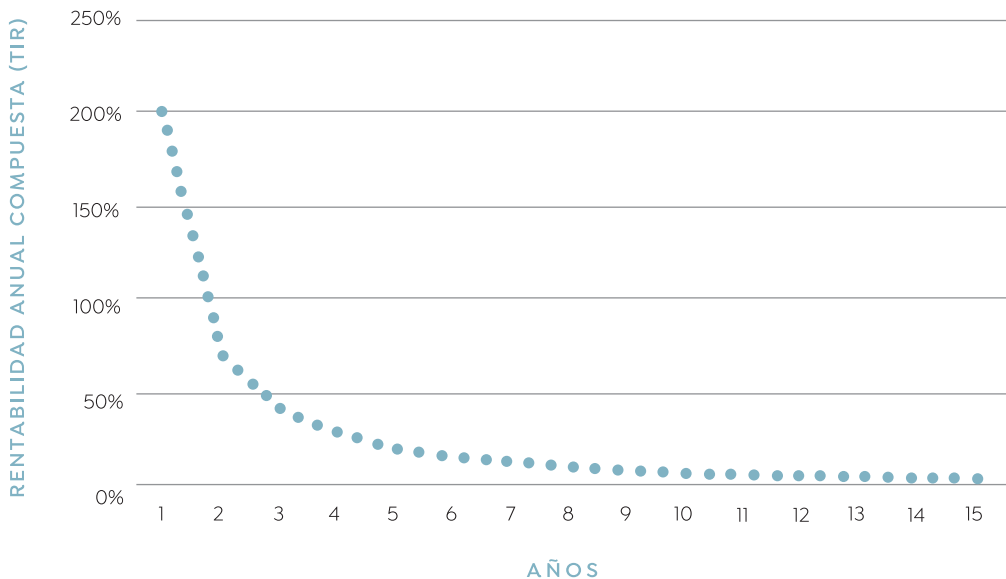
Se entiende por riesgo a la probabilidad de ocurrencia de un evento que tenga consecuencias financieras distintas a las esperadas. Si bien el concepto de riesgo usualmente se asocia con consecuencias financieras negativas, en su sentido más amplio el riesgo incluye la probabilidad que las consecuencias financieras sean mejores a las esperadas. En general, decimos que un inversionista percibe mayor riesgo cuando el resultado de una determinada inversión presenta un grado de incertidumbre mayor.

Ambas variables están íntimamente ligadas y no se puede analizar una sin la otra.

A modo de ejemplo, una inversión que logra multiplicar su valor tres veces (3X en jerga de inversión) puede ser una excelente inversión si ello se logró en un período de tres años, ya que implícitamente habrá logrado una rentabilidad anual compuesta de un 44%⁵. No obstante, si esa multiplicación de valor (3X) se logró en un período de diez años, entonces la rentabilidad anual compuesta habrá sido de un 11,61%, demasiado baja para el riesgo asumido por el inversionista en esa inversión en particular. En este caso, ese inversionista hubiera preferido invertir en otra opción con menos riesgo para obtener la misma rentabilidad. Así, el tiempo juega un rol crucial en determinar la rentabilidad obtenida por un inversionista.

El Gráfico 1.2 muestra el efecto del tiempo en la rentabilidad de una inversión, expresada en los mismos términos del ejemplo recién descrito, donde una inversión es multiplicada tres veces (3X) en distintos lapsos de tiempo.

Gráfico 1.2
Rentabilidad anual de una inversión 3X en función del tiempo



⁵ Este valor se obtiene al despejar la variable r de la ecuación $(1+r)^3 \text{ años}=3$

Como el Gráfico 1.2 muestra, en la medida que el inversionista se demora más tiempo en multiplicar el valor de su inversión (3X en este ejemplo), su rentabilidad cae, pasando de una rentabilidad del 200% si se demora un año en obtenerla a una rentabilidad del 8% si se demora 15 años. Así, el tiempo es el principal enemigo de un inversionista y por lo tanto deberá esforzarse por que éste sea el mínimo posible al multiplicar el valor de la empresa.

Debido a ello, el inversionista analizará detenidamente tanto el potencial de mayor valor de una empresa como el tiempo que tome en alcanzar ese valor. Si una de esas dos variables (mayor valor o tiempo) se ven afectadas, entonces la rentabilidad del inversionista también lo será. En la Tabla 1.2 se presenta la relación entre el número de años que demora multiplicar un inversionista su inversión versus el múltiplo logrado, obteniendo como resultado su rentabilidad real anual compuesta.

Por ejemplo, un inversionista que logra multiplicar el valor de su inversión dos veces en cinco años, logrará una rentabilidad anual de un 14,9%, equivalente al inversionista que logró multiplicar su inversión tres veces en ocho años o cuatro veces en diez años.

Tabla 1.2
Rentabilidad en función del tiempo y multiplicador de valor

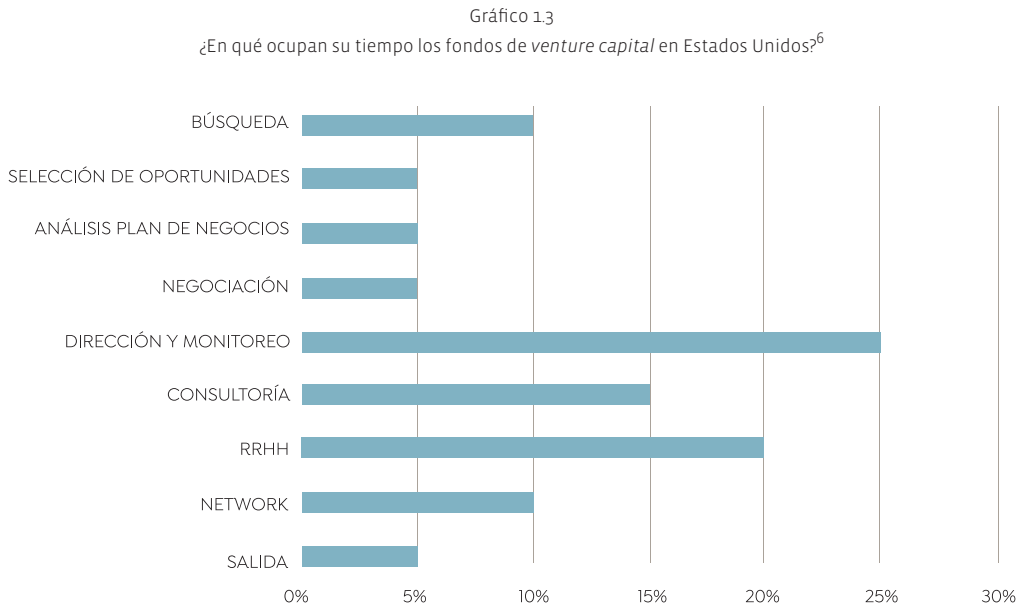
AÑOS / MÚLTIPLOS	1X	2X	3X	4X	5X	6X	7X	8X	9X	10X
5	0,0%	14,9%	24,6%	32,0%	38,0%	43,1%	47,6%	51,6%	55,2%	58,5%
6	0,0%	12,2%	20,1%	26,0%	30,8%	34,8%	38,3%	41,4%	44,2%	46,8%
7	0,0%	10,4%	17,0%	21,9%	25,8%	29,2%	32,0%	34,6%	36,9%	38,9%
8	0,0%	9,1%	14,7%	18,9%	22,3%	25,1%	27,5%	29,7%	31,6%	33,4%
9	0,0%	8,0%	13,0%	16,7%	19,6%	22,0%	24,1%	26,0%	27,7%	29,2%
10	0,0%	7,2%	11,6%	14,9%	17,5%	19,6%	21,5%	23,1%	24,6%	25,9%

1.5 EL INVERSIONISTA MÁS ALLÁ DEL DINERO

Con bastante frecuencia los emprendedores se preguntan qué aporta un inversionista más allá del dinero. Esta resulta ser una excelente pregunta antes de decidir a qué inversionistas aproximarse e invitar a ser parte de la empresa. Lógicamente la respuesta dependerá de las características de cada inversionista, desde aquellos que sólo aportan capital y requieren información continua de cómo evoluciona el negocio hasta aquellos inversionistas involucrados en la gestión diaria de la empresa. En nuestra experiencia, existe un delicado equilibrio de parte del inversionista entre estar demasiado alejado de la gestión y estar demasiado cerca, lo que en ambos casos puede afectar el desempeño de la empresa.

Cuando hablamos de financiamiento inteligente (título de este libro!), precisamente nos referimos a inversionistas que, además de proveer capital, generan valor adicional a la empresa, lo que permite que ésta crezca y se desarrolle de mejor forma en el tiempo.

A modo de ejemplo, en el Gráfico 1.3 se muestra a qué dedican su tiempo los inversionistas de *venture capital* en Estados Unidos.



⁶ Fuente: "How Venture Capital Works" Bob Sider – Harvard Business Review, Reprint 98611.

Del Gráfico 1.3 se desprende que más del 70% del tiempo los inversionistas están dedicados a apoyar a las empresas donde han invertido, más allá de los recursos financieros proveídos. Esto incluye actividades de dirección, consultoría, recursos humanos y acceso a redes de contacto.

El nivel de involucramiento y dedicación que un inversionista debiera tener, depende en forma importante de las características particulares de la empresa, tamaño, capacidades internas y potencial de crecimiento de la misma. En la Figura 1.3 se presentan las principales áreas donde los inversionistas pueden aportar al desarrollo de la empresa.

Figura 1.3
Ámbitos de aporte de un inversionista



Credibilidad y prestigio. Tal vez el efecto más importante en la entrada de un nuevo socio a una empresa es el potencial efecto que éste hecho produce en el mercado. Con bastante frecuencia empresas pequeñas y medianas enfrentan la desconfianza del mercado por no ser conocidas, por ofrecer servicios innovadores pero no probados o simplemente por el riesgo de desaparición en el futuro, con las consecuencias para los clientes que creyeron en esa empresa. Es común observar que la entrada de un inversionista de prestigio mejora la capacidad de negociación con la banca, acelera los procesos de decisión con socios comerciales y genera nuevas oportunidades de negocios que antes no estaban disponibles.

Validación de la estrategia de la empresa. Una de las funciones de mayor importancia que cumple un inversionista, generalmente participando en el directorio de la empresa, es la validación de la estrategia de crecimiento. Este proceso incluye definiciones respecto de cuál es el negocio en que se está y cuál es el plan para conseguir los objetivos propuestos. Más interesante aún, este proceso permite enfocar los esfuerzos y descartar iniciativas que, si bien pueden ser interesantes o rentables, no están alineadas con la estrategia central de la empresa.

En este sentido, es común observar en los socios fundadores una gran capacidad para detectar y proponer nuevas iniciativas al directorio de la empresa. Contar con una estrategia consensuada y precisa permitirá orientar de mejor forma los esfuerzos de los fundadores, desechando iniciativas que distraigan a la empresa del camino trazado.

Recursos financieros (presentes y futuros). La entrada de nuevos socios comúnmente incluye el aporte de recursos financieros frescos a la empresa. Más aún, la entrada de capital generalmente mejora los índices financieros de la empresa⁷, haciéndola más elegible para obtener créditos del sistema financiero. Ello, sumado a la capacidad de los nuevos socios de invertir más recursos en el futuro y atraer otros inversionistas, permite a la empresa enfrentar con mayor certidumbre su plan de crecimiento.

Recursos humanos. Tal vez el aspecto más importante en el desarrollo de una empresa, tiene que ver con la capacidad de atraer talentos. En empresas pequeñas y medianas este desafío es mayor, por cuanto las empresas son típicamente gestionadas por sus fundadores bajo un esquema muy “emprendedor”, donde el esfuerzo y la dedicación son altos pero la experiencia previa y especialización escasean.

En este contexto, la llegada de socios permite dar una mirada a los recursos humanos necesarios para ejecutar la estrategia definida, acceder a redes de contacto y profesionales que en otras circunstancias probablemente no estarían disponibles y complementar los equipos de trabajo existentes con profesionales probados en el mercado. Ello redundará en una ejecución más expedita, segura y confiable.

Redes de contacto. Uno de los aspectos que revisten mayor importancia en el éxito de una empresa dice relación con la capacidad de sus gestores por relacionarse con terceros, ya sean estos proveedores, clientes, asesores, inversionistas o reguladores. Para pequeñas y medianas empresas que están en proceso de crecimiento, este acceso no siempre está disponible, ya sea porque se está incursionando en nuevos mercados o industrias, por la juventud de los gestores o por la falta de tiempo y dedicación de éstos para acceder a las redes adecuadas. Contar con inversionistas conocidos en el mercado permite a estas empresas acelerar sus procesos de negocios, acceder a información de mejor calidad y dimensionar de mejor forma las oportunidades y riesgos de los negocios que están impulsando.

⁷ El índice comúnmente utilizado para estos efectos se denomina *leverage* y se obtiene de dividir la deuda total de la empresa por su patrimonio. Al realizar un aumento de capital, la deuda se mantiene constante, pero el patrimonio aumenta, disminuyendo consecuentemente el *leverage*.

Rentabilidad. Por su naturaleza, el inversionista estará generalmente muy atento a la capacidad de crear valor por parte de la empresa. Dependiendo del tipo de inversionista y de la naturaleza del negocio, algunos inversionistas privilegiarán las utilidades de corto plazo mientras otros se enfocarán en construir las capacidades para generar utilidades de largo plazo. En cualquier caso, esta mirada financiera ayudará a los gestores a entender las variables que más inciden en la rentabilidad de su negocio e inculcará en ellos la disciplina necesaria para alcanzar los objetivos financieros trazados.

Riesgo. Con mucha frecuencia, los socios gestores de empresas pequeñas y medianas tienen una capacidad innata para detectar oportunidades en el mercado. Esta gran habilidad generalmente va acompañada de una relativa incapacidad para evaluar los riesgos asociados a esas iniciativas. Si bien esta incapacidad puede resultar deseable en etapas tempranas de desarrollo de un negocio, conforme estos crecen y se hacen más complejos, se requiere de una mirada más sistemática a la administración de riesgos que enfrenta la empresa. Un inversionista experimentado será capaz de dimensionar los riesgos y hacer recomendaciones relativas a esa evaluación, tomando riesgos cuando se requiera o evitándolos cuando las circunstancias así lo sugieran.

Reporting. Es frecuente escuchar a emprendedores quejarse de las altas necesidades de información que tienen directores e inversionistas que participan en la empresa. Por lo general, esa crítica se relaciona a la pérdida de tiempo que significa confeccionar reportes de gestión y estados financieros periódicamente versus dedicar ese tiempo a desarrollar el negocio.

Por lo general, esta situación se agudiza cuando el inversionista requiere estados financieros auditados anualmente, lo que significa que una vez al año la empresa deberá emitir estados financieros (Balance, Estado de Resultados y Flujo de Caja) que deberán ser revisados y aprobados por auditores expertos de acuerdo a los estándares que exigen las normas contables. Es común que este proceso de auditoría sea muy deficiente el primer año, lo que paulatinamente mejorará conforme la empresa adopte prácticas y estándares financiero/contables.

Esta información, una vez disponible, resulta un instrumento valioso para analizar el negocio, su rentabilidad y sus desafíos. Más aún, resulta una herramienta fundamental al momento de buscar nuevo financiamiento o vender la empresa a terceros.

1.6 RENTABILIZACIÓN DE INVERSIONES

En la sección 1.4 de este capítulo mencionamos que la principal motivación de un inversionista es obtener una rentabilidad positiva en un horizonte de tiempo determinado y que esta rentabilidad debiera estar alineada con el riesgo involucrado en el proyecto o empresa. A mayor riesgo, el inversionista debiera buscar una mayor rentabilidad para justificar el riesgo asumido.

La rentabilización de una inversión se puede obtener fundamentalmente por dos vías:

Pago de dividendos. En este caso, la empresa repartirá a sus accionista anualmente parte o la totalidad de las utilidades o ganancias obtenidas, generalmente a prorrata de sus participaciones accionarias. A este pago se le denomina dividendo y se expresa en términos de \$/acción (pesos por acción).

A modo de ejemplo, una empresa que reparte anualmente \$ 100 de dividendos, le pagará a un accionista que posee el 30% de las acciones de la empresa, un dividendo equivalente a \$ 30, monto que se obtiene de multiplicar las dos cifras anteriores.

Ganancia de Capital. En este caso, el inversionista obtiene un beneficio económico por la venta de sus acciones en la empresa, por una sola vez. En nuestro ejemplo anterior, si la empresa se vende en una cifra total de \$ 3.000, entonces el accionista que posee el 30% de las acciones de la empresa recibirá \$ 900, monto que se obtiene de multiplicar las dos cifras anteriores.

La decisión de un inversionista de permanecer en la propiedad de la empresa y percibir dividendos todos los años o vender su participación y recibir un pago por una sola vez, dependerá de cómo se comparan esas dos cifras, del horizonte de inversión del inversionista y de las expectativas futuras del negocio.

No obstante, en algún minuto del tiempo un inversionista buscará salir de la propiedad de la empresa vía la venta de su participación accionaria. Dado que este proceso puede tomar tiempo, el inversionista dedicará parte de su energía prospectando alternativas de venta, lo que en la jerga financiera se conoce como “estrategias de salida”.

En la Tabla 1.3 a continuación se presentan algunas estrategias de salida comúnmente buscadas por inversionistas, indicando en cada caso sus ventajas y desventajas.

Tabla 1.3
Estrategias de salida

TIPOS DE SALIDA	DESCRIPCIÓN	VENTAJA	DESVENTAJA
VENTA ESTRATÉGICA	Empresa es adquirida por empresa de la misma industria.	Inversionistas y emprendedores venden sus acciones y emprendedores pueden negociar acuerdo de estadía con nuevos socios.	No siempre existe alineamiento entre comprador y gestores de la empresa adquirida, con el riesgo de disminuir potencial de empresa.
FUSIÓN CON OTRA EMPRESA	Empresa se fusiona con otra empresa de mayor tamaño en misma industria.	Accionistas pueden obtener pago en efectivo o acciones en una compañía de mayor tamaño / potencial.	Filosofía de desarrollo del negocio puede variar significativamente con empresa fusionada, desalineando a emprendedores.
FRANQUICIA O ROYALTY	Empresa llega a acuerdos con terceros para distribuir su tecnología o modelo de negocios en otros mercados.	Accionistas perciben parte del precio al cierre del acuerdo y el resto conforme la franquicia o royalty que se implementa.	Éxito de la empresa se entrega a terceros, con el riesgo asociado a ello. Fórmula es común en empresas de biotecnología.
MANAGEMENT BUYOUT	Empresa es comprada o recomprada por el <i>management</i> de la empresa ya sea endeudándose con terceros o sujeto a un plan de pago con accionistas vendedores.	Permite alinear intereses de salida de inversionistas y de estadía de emprendedores y el <i>management</i> .	Dependiendo del valor de la empresa, muchas veces es inviable la venta de la misma al <i>management</i> .
OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES	Empresa se lista en el mercado público de acciones.	Permite valorizar la empresa en el mercado público, generando liquidez para los accionistas.	Empresa requiere de un tamaño y estructura mínimo para poder listarse. El proceso es costoso y altamente regulado.

Como el lector podrá observar, las alternativas de salida son diversas y difíciles de anticipar. Es por ello que el inversionista dedicará importantes esfuerzos en generar estas alternativas, las cuales pueden resultar no sólo beneficiosas para él o ella, sino que también para los demás accionistas y socios fundadores.

En este capítulo hemos dado una primera mirada al mundo de los inversionistas, caracterizándolos por su naturaleza, estilo de inversión e incentivos económicos, todos elementos fundamentales para entender el proceso de levantamiento de capital. Estos elementos nos permitirán entender de mejor manera como abordar el proceso de búsqueda de inversionistas que es, en realidad, la búsqueda de socios de mediano y largo plazo.

Como mencionamos en el capítulo anterior, el proceso de levantamiento de capital es un proceso complejo que requiere dominar distintos conceptos que permitan al emprendedor llevar a buen puerto sus intenciones por conseguir financiamiento privado.

En este contexto, uno de los aspectos centrales de un adecuado financiamiento dice relación con cómo estructurar una inversión, es decir, cómo establecer un marco general de reglas, deberes y derechos con los inversionistas que responda a los naturales intereses de cada parte y, al mismo tiempo, vaya en beneficio de la empresa y su desarrollo futuro.

En general, los aspectos centrales en una negociación con inversionistas incluyen:

Derechos económicos. Se refiere a cómo se reparten los beneficios económicos generados por la empresa, ya sea a través de dividendos, ganancias de capital (usualmente por venta de parte o la totalidad de la compañía), disminuciones de capital o liquidación.

Derechos políticos, de control y administración. Se refiere a cómo se tomarán las decisiones al interior de la compañía en un amplio espectro de temas, desde la conformación del directorio hasta decisiones relacionadas a la administración y operación del negocio.

Otras obligaciones y restricciones. Se refiere a obligaciones que afectan a los distintos accionistas de la empresa, entre las cuales se cuentan las representaciones y garantías que los emprendedores establecen en favor de los inversionistas y que protegen a estos últimos de hallazgos no esperados en la empresa.

Afortunadamente, existe una enorme variedad de herramientas que permiten tomar en consideración tanto los intereses de los emprendedores como de los inversionistas que hacen una inversión posible, algunas de las cuales mencionaremos en detalle en este capítulo.

2.1 CREANDO LA EMPRESA DESDE CERO

En general, la propiedad de una empresa se materializa al poseer acciones de la misma, es decir, al poseer títulos de propiedad que constituyen, sumados, el 100% de propiedad de la empresa. Estos títulos o acciones tienen un valor por acción que, multiplicado por el número de acciones válidamente suscritas y pagadas, dará como resultado el valor nominal de la empresa. Decimos que este valor es nominal, ya que está basado en lo que los accionistas pagaron por esas acciones en algún momento del tiempo, valor que no captura necesariamente el valor económico de la empresa, materia que abordaremos en detalle en el Capítulo III.

A modo de ejemplo, supongamos que dos emprendedores quieren formar una empresa llamada iSoft S.A. dedicada al desarrollo de aplicaciones para iPhone y Android. Algunas decisiones que deberán tomar como emprendedores serán las siguientes:

Tipo de Sociedad a formar. En este caso, supondremos que los emprendedores tienen la expectativa de levantar capital de un inversionista externo una vez constituida la sociedad, por lo que deberán optar por un tipo de sociedad que permita relacionarse e interactuar de buena forma con accionistas externos.

Si bien existen distintos tipos de sociedades para comenzar un negocio⁸, los emprendedores deberán elegir entre aquellos tipos de sociedades que fueron diseñadas para permitir la convivencia de distintos accionistas, como son las sociedades anónimas o sociedad por acciones. En ambos casos, estas sociedades permiten establecer reglas internas de interacción que facilitan la relación entre socios y la administración de la empresa. Típicamente, estas empresas estructurarán un “gobierno corporativo” a partir de las participaciones accionarias de cada inversionista, quienes elegirán un Directorio con el fin de administrar a la empresa.

Un emprendedor nunca debiera utilizar sociedades de personas para invitar inversionistas. Este tipo de sociedades no son aptas para recibir inversión por cuanto no cuentan con la estructura o reglas que permitan administrar a muchos inversionistas distintos al mismo tiempo. Un ejemplo de estas sociedades son las denominadas de Responsabilidad Limitada.

¿Quién aporta el capital inicial? Por el momento, supondremos en este ejemplo que los emprendedores cuentan con ahorros sólo por US\$ 1.000 y han decidido utilizar esos recursos como único aporte de capital para formar iSoft S.A., sabiendo que a continuación necesitarán levantar US\$ 100.000 para hacer viable su emprendimiento. Al aportar cada uno de ellos US\$ 500, la participación accionaria de cada uno será de un 50% de la propiedad de la empresa.

8 Sociedades de Responsabilidad Limitada, Sociedades Anónimas, Sociedades por Acciones, etc.

¿Cuántas acciones emitir en la creación de iSoft S.A.? Como mencionamos anteriormente, las acciones reflejarán, sumadas, la propiedad del 100% de la empresa. En rigor, los emprendedores pueden elegir arbitrariamente el número de acciones a emitir, que en teoría podría ir desde dos acciones en nuestro ejemplo (ya que son dos socios) hasta un número lo suficientemente grande como, por ejemplo, 1.000.000 de acciones o más. En ambos casos, la totalidad de las acciones, sean dos o un millón, representará el 100% de la propiedad de la empresa. La única diferencia radicará en que el precio por acción será distinto en cada escenario.

No obstante, en el primer caso (dos acciones que refleja el 100% de la propiedad), el número de acciones resulta extremadamente restrictiva por cuanto no permite a los emprendedores fragmentar la propiedad y eventualmente disponer de parte de esas acciones para venta a terceros u otros fines. Es por ello que, si bien el número de acciones a emitir en la creación de una sociedad es arbitrario, resulta conveniente elegir un número de acciones lo suficientemente alto que permita flexibilidad futura a los emprendedores en la utilización de esas acciones.

¿Cuál es el valor de mi empresa antes y después de crearla? Antes de crear la empresa iSoft S.A., ésta no existe, por lo tanto, su valor es cero. Una vez formada y realizado el aumento de capital inicial de US\$ 1.000 por parte de los emprendedores, la empresa valdrá lo que valía antes (cero) más la inversión de los emprendedores (US\$ 1.000), es decir, US\$ 1.000 en total.

2.2 VALOR PRE Y POST-MONEY

Aquí conviene detenerse un momento y hacer algunas definiciones generales que nos servirán en el resto del capítulo y del libro.

Valor PRE-MONEY. Se denomina el valor PRE-MONEY (en adelante, “PRE”) al valor de la empresa antes de la entrada de una inversión (INV) en la forma de un aumento de capital en la empresa.

Valor POST-MONEY. Se denomina valor POST-MONEY (en adelante, “POST”) al valor de la empresa una vez realizado el aumento de capital. Dado que la empresa vale hoy lo que valía antes de la inversión más la inversión realizada, sabemos que:

$$\text{POST} = \text{PRE} + \text{INV} \quad (1)$$

En el ejemplo, el valor PRE = 0 antes de la creación de la empresa, la INV = US\$ 1.000 y el valor POST = US\$ 1.000.

Hechas estas definiciones, estamos en posición de crear la Tabla de Capitalización⁹ de la empresa, que da cuenta de los accionistas de la compañía, tipo de acciones emitidas, números de acciones y monto pagado por acción. Esto se muestra en la Tabla 2.1 a continuación.

Tabla 2.1
Tabla Capitalización iSoft S.A

FORMACIÓN EMPRESA (US\$)			
Val Pre-Money		-	
Monto Inversión		1.000	
Val Post-Money		1.000	
Precio / Acción		0,0005	
ACCIONISTAS	TIPO DE ACCIÓN	#ACCIONES	% ACCIONARIA
<i>Formación empresa</i>			
Emprendedor 1	Común	1.000.000	50,0%
Emprendedor 2	Común	1.000.000	50,0%
Total		2.000.000	100,0%

En ella se puede observar que se emitieron dos millones de acciones, siendo pagadas por cada emprendedor en partes iguales, quedando cada uno con un 50% de propiedad de la empresa. Dado que se aportó un total de US\$ 1.000 por dos millones de acciones, el precio por acción es:

$$\text{Precio / acción} = \text{US\$ } 1.000 / 2.000.000 = \text{US\$ } 0,0005 / \text{acción}$$

¿Cuánto vale nuestra empresa después del aumento de capital? Una vez realizado el aumento de capital, la empresa vale US\$ 1.000. Sin embargo, como veremos en el capítulo siguiente de valorización, el valor de la empresa no depende del capital aportado en el pasado sino de sus proyecciones de crecimiento y rentabilidad futura, a lo que denominamos valor económico. Así, en nuestro ejemplo, la empresa vale nominalmente US\$ 1.000, pero no sabemos aún su valor económico, el cual deberemos determinar antes de invitar a inversionistas externos a invertir en ella.

⁹ En inglés, *Cap Table*.

2.3 INVITANDO INVERSIONISTAS A NUESTRA EMPRESA

En nuestro ejemplo, los socios fundadores han trabajado arduamente en un Plan de Negocios que presenta con bastante detalle las proyecciones de iSoft S.A. para los próximos años. Después de numerosos análisis, los emprendedores han estimado que el capital necesario para operar el primer año es de US\$ 100.000. Además, han estimado que el valor de la empresa hoy, basado en sus proyecciones futuras, es de US\$ 400.000, valor que asumiremos como cierto por el momento y del cual explicaremos su origen en el capítulo sobre valorización.

En este escenario, los emprendedores han establecido que el valor hoy de su empresa, antes de recibir una inversión de terceros, es de US\$ 400.000 (PRE), sin perjuicio que nominalmente la empresa vale solo US\$ 1.000, valor también llamado “valor contable” o “valor libro” de la empresa.

La primera pregunta a responder de todo emprendedor en este caso es: Dado que mi empresa vale US\$ 400.000, ¿qué porcentaje de propiedad debiera entregar al inversionista por una inversión de US\$ 100.000? Para responder esta pregunta resulta importante entender primero qué fin se le dará al dinero. Las opciones son dos:

Compra de Acciones. En este caso, los US\$ 100.000 se utilizarán para que el inversionista compre acciones de propiedad de los socios fundadores, es decir, parte de los dos millones de acciones en su poder. Dado que el valor establecido por ellos por el 100% de las acciones es de US\$ 400.000, el inversionista obtendrá un 25% de la propiedad de la empresa ($\text{US\$ } 100.000 / \text{US\$ } 400.000$). En este caso, el dinero va al bolsillo de los emprendedores y no a la empresa y el número de acciones vigentes o emitidas sigue siendo dos millones de acciones, pero repartidas entre los fundadores y el inversionista.

Aumento de Capital. En este caso, como en la mayoría de los casos para empresas que requieren capital para su operación, los emprendedores deberán captar capital para financiar la operación y crecimiento futuro de la empresa. Para ello, deberán emitir nuevas acciones, adicionales a los dos millones de acciones existentes y asignarle un precio a cada acción de manera de obtener el capital requerido.

En este caso, el porcentaje de propiedad cedido por los emprendedores por el dinero inyectado en la empresa se calcula de la siguiente manera:

PRE = US\$ 400.000 (Valor de la empresa antes de la inversión)

INV = US\$ 100.000 (Monto aumento de capital en empresa)

POST = PRE + INV = US\$ 500.000 (Valor empresa después de la inversión)

La participación accionaria del inversionista se calculará como el aporte que hizo (INV = US\$ 100.000) sobre el valor de la empresa después de la inversión (POST). Así, el método general para calcular la participación accionaria del inversionista es:

$$\% \text{ Participación Inversionista} = \text{INV} / \text{POST} \quad (2)$$

En nuestro ejemplo, esto corresponderá a $\text{US\$ } 100.000 / \text{US\$ } 500.000 = 20\%$ de propiedad al inversionista y 80% de propiedad a los emprendedores, lo que contrasta con el 25% de propiedad que obtenía el mismo inversionista al comprar acciones de los fundadores.

A estas alturas el lector, sin darse cuenta, se ha convertido en interlocutor sofisticado a ojos de un inversionista. Ello, por el sólo hecho de entender los conceptos de PRE y POST MONEY.

Ahora bien, como mencionamos al comienzo de este capítulo, la propiedad de la empresa se refleja en la cantidad de acciones que tiene cada socio. En el caso de un aumento de capital, ¿cuántas acciones deberemos emitir (crear) a suscribir (pagar) por parte del nuevo inversionista para que éste no posea más del 20% de la propiedad de la empresa?

De la Tabla 2.1 sabemos que las acciones totales antes de una nueva emisión son 2.000.000 de acciones. Además, sabemos que una vez emitidas las nuevas acciones, los emprendedores seguirán teniendo 2.000.000 de acciones, pero estas representarán el 80% de propiedad. Así, el número de acciones a emitir a favor del inversionista se puede calcular de la siguiente manera:

$$\frac{N^{\circ} \text{ Acciones Fundadores}}{(N^{\circ} \text{ Acciones Inversionistas} + N^{\circ} \text{ Acciones Fundadores})} = 80\%$$

Dado que el número de acciones de los fundadores es conocido (dos millones de acciones), de la ecuación anterior obtenemos que el número de acciones a emitir en favor del inversionista será de 500.000 acciones. El precio por acción pagado por el inversionista habrá sido, entonces:

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Acción}} = \frac{\text{US\$ 100.000}}{500.000 \text{ acc}} = \text{US\$ 0,2 / acc}$$

En la Tabla 2.2 se presenta la nueva Tabla de Capitalización, que resume esta nueva ronda de capital, donde ha ingresado un inversionista ángel.

Tabla 2.2
Nueva Tabla Capitalización iSoft S.A

FORMACIÓN EMPRESA (US\$)				1A RONDA INVERSIONISTA ÁNGEL (US\$)	
Val Pre-Money	-			Val Pre-Money	400.000
Monto Inversión	1.000			Monto Inversión	100.000
Val Post-Money	1.000			Val Post-Money	500.000
Precio / Acción	0,0005			Precio / Acción	0,2000
ACCIONISTAS	TIPO DE ACCIÓN	#ACCIONES	% ACCIONARIA	#ACCIONES	% ACCIONARIA
<i>Formación empresa</i>					
Emprendedor 1	Común	1.000.000	50,0%	1.000.000	40,0%
Emprendedor 2	Común	1.000.000	50,0%	1.000.000	40,0%
<i>1A Ronda Inversionista</i>					
Inversionista Ángel 1				500.000	20,0%
Total		2.000.000	100,0%	2.500.000	100,0%

En ella se observa que la propiedad de la empresa ha cambiado, tendiendo el inversionista un 20% de participación accionaria y un 80% los fundadores en conjunto. Además, sabemos que ahora la empresa cuenta con US\$ 101.000 en caja, asumiendo que no ha habido egresos netos de caja por gastos o inversiones en ese período.

2.4 EFECTOS DE UNA OFERTA DE COMPRA

Supongamos que al día siguiente de realizado el aumento de capital recién mencionado, una empresa del rubro tecnológico se interesa por comprar el 100% de iSoft S.A., para lo cual hace una oferta de compra del 100% de las acciones de la empresa por US\$ 200.000. En teoría, parece una oferta atractiva, ya que la empresa tiene hoy sólo US\$ 101.000 en caja y, de recibir ese pago, los accionistas obtendrían una ganancia de US\$ 99.000 en su conjunto.

En la Tabla 2.3 analizamos que pasa si se efectúa la venta de la empresa en esos términos y cuál es la rentabilidad de cada socio.

Tabla 2.3
Rentabilidad Accionistas iSoft S.A

	INVERTIDO (US\$)	OBTENIDO POR VENTAS ACCIONES (US\$)	GANANCIA / PÉRDIDA (US\$)
Emprendedor 1	-500	80.000 (40%)	79.500
Emprendedor 2	-500	80.000 (40%)	79.500
Inversionista Ángel 1	-100.000	40.000 (20%)	-60.000

En ella se puede observar que ambos fundadores, producto de la venta a un precio de US\$ 200.000, obtienen una ganancia de US\$ 79.500 cada uno, en circunstancias que el inversionista pierde US\$ 60.000. A todas luces, no parece razonable la transacción para el inversionista.

Este ejemplo muestra que, al momento de hacer una inversión, un inversionista deberá tomar ciertos resguardos para proteger sus intereses económicos y alinearlos con los socios fundadores. En el ejemplo recién comentado, los intereses económicos no están alineados ya que a los fundadores les conviene vender cuando al inversionista no. A continuación, revisaremos algunos conceptos y herramientas relativos a los derechos económicos asociados a las acciones preferentes¹⁰, aspecto fundamental en la negociación entre emprendedores e inversionistas.

¹⁰ Acciones suscritas por los inversionistas y que tienen ciertas preferencias por sobre las acciones de los fundadores, llamadas acciones comunes.

2.5 ACCIONES PREFERENTES

En una estructura típica de inversión, los fundadores de la empresa habrán puesto sus ideas, trabajo, esfuerzo y algo de dinero para hacer de su emprendimiento una empresa exitosa. Generalmente, habrán invertido poco dinero en comparación con el dinero que eventualmente le solicitarán a uno o más inversionistas. A su vez, el inversionista pondrá sumas importantes de dinero, valorizará la empresa en base a sus proyecciones futuras y asumirá el riesgo de perder ese capital si la empresa fracasa.

Bajo este escenario, el concepto de “alineación de intereses económicos” entre emprendedores e inversionistas se refiere fundamentalmente a dos aspectos:

_ Compartir las ganancias entre todos los accionistas (fundadores e inversionistas) cuando la empresa sea exitosa, típicamente a través de la venta de la empresa a un tercero.

_ Acotar las pérdidas económicas del inversionista si la empresa tiene un mal desempeño económico en el futuro, es decir, cuando no se cumplen las proyecciones hechas por los emprendedores.

A efectos de cumplir con estos objetivos, es común en los acuerdos de inversión suscritos entre inversionistas y emprendedores dar algún tipo de preferencia y protección a las acciones suscritas por el inversionista.

Una manera bastante frecuente de proteger los derechos económicos del inversionista, es emitir **acciones preferentes** que, como su nombre lo indica, otorga ciertas preferencias a las acciones de los inversionistas por sobre las acciones de los socios fundadores, llamadas **acciones comunes**. La principal característica de una acción preferente es que posee una prioridad de liquidación, esto es, en un escenario de venta o de cierre de la empresa.

En nuestro ejemplo de iSoft S.A., supondremos que las acciones emitidas en favor del inversionista equivalente al 20% de propiedad de la empresa tienen preferencia de liquidación (venta de la empresa). A estas acciones les llamaremos acciones Serie A, cuya preferencia consiste en que sus dueños podrán optar entre dos escenarios al momento de liquidación o venta:

_ Recibir la totalidad del capital pagado por esas acciones y nada más, equivalente a US\$ 100.000, ó

_ Convertir las acciones Serie A (500.000 acciones de acuerdo a lo que se muestra en la Tabla

2.2) en acciones comunes y recibir la prorrata de pago por esas acciones en la liquidación de la empresa.

Este esquema de acciones permite al inversionista protegerse cuando el precio de liquidación es bajo y, por otro lado, compartir las ganancias a prorrata de su participación cuando la venta de la empresa se hace a un valor alto. En la Tabla 2.4 se muestran varios escenarios de liquidación para analizar la preferencia recién mencionada.

Tabla 2.4
Liquidación iSoft S.A
Escenario # 1 Acciones Preferentes Inversionistas

PRECIO VENTA (US\$)	DERECHOS ECONÓMICOS		GANANCIA / PÉRDIDA (US\$)	
	SERIE COMÚN	SERIE A.PREFERENTE	FUNDADORES	INVERSIONISTAS
50.000	0	50.000	0	-50.000
100.000	0	100.000	0	0
200.000	100.000	100.000	100.000	0
500.000	400.000	100.000	400.000	0
700.000	560.000	140.000	560.000	40.000
1.000.000	800.000	200.000	800.000	100.000

Como el lector podrá apreciar, con las preferencias definidas para las acciones Serie A, el inversionista está en un mejor pie para recuperar su inversión. De hecho, en el escenario de venta del 100% de la empresa al valor de US\$ 200.000 de nuestro ejemplo, el inversionista recupera su inversión en comparación con la pérdida de US\$ -60.000 que absorbía bajo este mismo escenario mostrado en la Tabla 2.3.

De la Tabla 2.4 se puede apreciar también que, bajo este esquema de preferencias, el valor de venta “indiferente” para el inversionista es de US\$ 500.000, ya que en ese monto obtiene los mismos US\$ 100.000 aplicando su preferencia de pago o su prorrata del 20%. Así, para valores de venta sobre ese punto de indiferencia, al inversionista siempre le convendrá convertir sus acciones a acciones comunes e ir por su prorrata del 20%.

En la tabla anterior se puede apreciar también que en rangos de precio de venta entre US\$ 100.000 y US\$ 500.000, los fundadores tendrán un incentivo de venta cuando el inversionista no obtiene ganancia en ese tramo, lo que significa nuevamente una falta de alineamiento de intereses.

Para evitar esta situación, supongamos que los inversionistas proponen preferencias ligeramente distintas para la Serie A, estableciendo que ante un escenario de liquidación las acciones Serie A tendrán derecho a lo siguiente:

- _ Recibir la totalidad del capital pagado por esas acciones equivalente a US\$ 100.000, y
- _ Recibir la prorrata de pago de sus acciones una vez pagada la preferencia de capital mencionada anteriormente.

En la Tabla 2.5 se muestra el resultado de este nuevo esquema de preferencias para las acciones Serie A. Como se puede apreciar en ella, en el tramo US\$ 100.000 a US\$ 500.000 el inversionista no sólo recupera su inversión, sino que también comparte la ganancia con el emprendedor en una proporción 20/80. Evidentemente, este segundo esquema alinea de mejor forma los intereses de ambos accionistas.

Tabla 2.5
Liquidación iSoft S.A
Escenario # 2 Acciones Preferentes Inversionistas

PRECIO VENTA (US\$)	DERECHOS ECONÓMICOS		GANANCIA / PÉRDIDA (US\$)	
	SERIE COMÚN	SERIE A PREFERENTE	FUNDADORES	INVERSIONISTAS
50.000	0	50.000	0	-50.000
100.000	0	100.000	0	0
200.000	80.000	120.000	80.000	20.000
500.000	320.000	180.000	320.000	80.000
700.000	480.000	220.000	480.000	120.000
1.000.000	720.000	280.000	720.000	180.000

Como muestran los ejemplos recién descritos, resulta importante contar con estructuras de inversión que permitan alinear los intereses de emprendedores e inversionistas. Las acciones preferentes, junto a otras herramientas que mencionaremos más adelante, juegan un papel protagónico en este sentido.

En materia de preferencia de acciones, existe una infinidad de alternativas a ser consideradas al momento de negociar con inversionistas. El emprendedor debe considerar que las preferencias otorgadas en una ronda actual pueden repercutir en las preferencias que futuros inversionistas soliciten en las próximas rondas de inversión. Por lo tanto, el proceso de negociación deberá incluir un análisis de escenarios futuros donde nuevas rondas de inversión son requeridas y cómo ellas pueden afectar los intereses de los socios fundadores.

2.6 EFECTOS DE RONDAS SUCESIVAS DE INVERSION

Es normal que empresas en etapas tempranas de su desarrollo, especialmente aquellas con alto potencial de crecimiento, deban enfrentar sucesivas rondas de inversión conforme crecen y se expanden. Ello debe ser analizado con especial consideración por parte de los fundadores de la empresa, los que generalmente poseen acciones comunes, sin preferencia y, por ende, están rezagados en sus preferencias económicas ante los inversionistas de las distintas rondas de inversión.

A modo de ejemplo, supongamos que la empresa ISoft S.A. ha tenido tres rondas de inversión en los últimos años (A, B y C), cada una de ellas con distintas preferencias, valorizaciones e inversiones involucradas, las que se detallan a continuación.

Serie A¹¹

- _ Aumento de capital por US\$ 100.000
- _ Valorización Pre-Money de US\$ 400.000
- _ Preferencia sobre capital de 1X sobre acciones comunes más prorrata accionaria ante escenario de venta o liquidación.

¹¹ Caso presentado en Tabla 2.2

Posterior a la emisión de la Serie A de acciones preferentes, cualquier evento de venta o liquidación de iSoft S.A. pagará primero el total del capital a la Serie A (US\$ 100.000), para después repartir el remanente en forma proporcional a las acciones de la empresa (80% a emprendedores y 20% a inversionista). Así, el valor de venta o liquidación de la empresa determinará cuánto recibirán los emprendedores y el inversionista respectivamente.

Serie B

- _ Aumento de capital por US\$ 500.000
- _ Valorización Pre-Money de US\$ 2.000.000
- _ Preferencia sobre capital de 1.5X sobre acciones comunes más prorrata accionaria ante escenario de venta o liquidación.

Posterior a la emisión de la Serie B de acciones preferentes, éstas tendrán una preferencia sobre las acciones Serie A recién descritas y las series comunes de los emprendedores. En este escenario, cualquier evento de venta o liquidación pagará primero el total del capital invertido por la serie B multiplicado por 1.5 ($\text{US\$ } 500.000 \times 1.5 = \text{US\$ } 750.000$), para después dar paso a las preferencias de la Serie A descrita en el punto anterior. Sólo después que la serie A se ha pagado la preferencia ($\text{US\$ } 100.000 \times 1$), podrá determinarse el monto a repartir entre todos los accionistas a prorrata de sus participaciones, incluyendo la serie común en manos de los emprendedores.

Serie C

- _ Aumento de capital por US\$ 3.000.000
- _ Valorización Pre-Money de US\$ 6.000.000
- _ Preferencia sobre capital de 2.0X sobre acciones comunes más prorrata accionaria ante escenario de venta o liquidación.

Posterior a la emisión de la Serie C de acciones preferentes, éstas tendrán una preferencia sobre las acciones Serie B, A y comunes mencionadas. En este escenario, cualquier evento de venta o liquidación pagará primero el total del capital invertido por la serie C multiplicado por dos ($\text{US\$ } 3.000.000 \times 2 = \text{US\$ } 6.000.000$), para después dar paso a las preferencias de la Serie B descrita en el punto anterior y a la serie A en ese orden. Sólo después de ello podrá determinarse el monto a repartir entre todos los accionistas a prorrata de sus participaciones, incluyendo la serie común en manos de los emprendedores.

Al observar los detalles recién expuestos en la emisión de acciones series A, B y C podemos

concluir que la compañía fue capaz de levantar capital por US\$ 3.600.000¹² en las series A, B y C. Además, dadas las preferencias de cada serie, podemos concluir que en un evento de liquidación o venta por un monto de hasta US\$ 6.850.000, los emprendedores recibirán US\$ 0 por sus acciones. En efecto, al recibir una oferta por ese monto, las preferencias establecidas indican que cada inversionista recibirá lo siguiente, en orden inverso:

Serie C = US\$ 3.000.000 * 2.0 = US\$ 6.000.000	
Serie B = US\$ 500.000 * 1.5 = US\$ 750.000	
Serie A = US\$ 100.000 * 1.0 = US\$ 100.000	
Total	US\$ 6.850.000

Esto significa en la práctica que, a pesar de haber levantado sólo US\$ 3.600.000, los emprendedores han entregado preferencias de US\$ 6.850.000 y no capturarán parte del valor de venta o liquidación de su empresa hasta ese monto.

Con la información entregada de cada serie, estamos en posición de construir, paso a paso, la nueva Tabla de Capitalización de la empresa, para lo cual debemos utilizar las ecuaciones (1) y (2) mencionadas en este capítulo.

En la Tabla 2.6 se presenta la Tabla de Capitalización completa de iSoft S.A., incluyendo todas las rondas de inversión y las valorizaciones PRE y POST en cada ronda. En ella se puede observar que entre la primera y segunda ronda la empresa aumentó su valor desde US\$ 500.000 (POST 1ª Ronda) a US\$ 2.000.000 (PRE 2ª Ronda). Asimismo, la empresa aumentó su valor entre la segunda y tercera ronda desde US\$ 2.500.000 (POST 2ª Ronda) a US\$ 6.000.000 (PRE 3ª Ronda), con los beneficios implícitos para todos los accionistas de rondas anteriores.

En efecto, de la misma tabla se puede observar que los accionistas de la Serie A pagaron US\$ 0,2/acción, versus la Serie B que pagó US\$ 0,8/acción y la Serie C que pagó US\$ 1,92/acción. Si bien los accionistas de rondas posteriores pagaron más caro por acción, a su vez exigieron preferencias con mayores beneficios económicos sobre sus acciones.

¹² US\$ 100.000 + US\$ 500.000 + US\$ 3.000.000

Tabla 2.6
Tabla Capitalización iSoft S.A

ACCIÓNISTAS	TIPO DE ACCIÓN	FORMACIÓN EMPRESA (US\$)				1A RONDA INVERSIONISTA ÁNGEL (US\$)				2A RONDA INVERSIONISTA ÁNGEL (US\$)				3A RONDA VENTURE CAPITAL (US\$)			
		Val Pre-Money	Monto Inversión	Val Post-Money	Precio / Acción	% ACCIONARIA	#ACCIONES	% ACCIONARIA	Precio / Acción	Val Pre-Money	Monto Inversión	Val Post-Money	Precio / Acción	Val Pre-Money	Monto Inversión	Val Post-Money	Precio / Acción
Formación empresa		-															
Emprendedor 1	Común	1.000	1.000	1.000	1,000	100,0%											
Emprendedor 2	Común																
1A Ronda Inversionista																	
Inversionista Ángel 1	A																
2A Ronda Inversionista																	
Inversionista Ángel 2	B																
3A Ronda Inversionista																	
VC#1	C																
Total		2.000.000	100,0%	2.500.000	100,0%	100,0%	3.125.000	100,0%	4.687.500	100,0%							

Conocida la Tabla de Capitalización de la empresa, resulta interesante analizar qué retornos obtienen los fundadores y demás accionistas bajo esta estructura de financiamiento ante distintos precios de venta del 100% de la empresa. La Tabla 2.7 presenta este análisis, para escenarios de venta entre US\$ 10 MM y US\$ 100 MM considerando las tres rondas de financiamiento mencionadas.

Tabla 2.7
Escenarios de venta iSoft S.A
Retorno Accionistas

ACCIONISTAS	TIPO DE ACCIÓN	PREFERENCIA	ESCENARIO 1 (US\$)	ESCENARIO 2 (US\$)	ESCENARIO 3 (US\$)	ESCENARIO 4 (US\$)
Formación empresa						
Emprendedor 1	Común		672.000	4.938.667	9.205.333	19.872.000
Emprendedor 2	Común		672.000	4.938.667	9.205.333	19.872.000
1A Ronda inversionista						
Inversionista Ángel 1	A	1X	436.000	2.569.333	4.702.667	10.036.000
2A Ronda inversionista						
Inversionista Ángel 2	B	1,5X	1.170.000	3.836.667	6.503.333	13.170.000
3A Ronda inversionista						
VC#1	C	2X	7.050.000	13.716.667	20.383.333	37.050.000
Total			10.000.000	30.000.000	50.000.000	100.000.000

En este análisis se observa que en un escenario de venta a un precio relativamente bajo (US\$ 10 MM), los emprendedores solo capturan un 13.44% del valor de venta¹³ cada uno. En el otro extremo, al vender la empresa en US\$ 100 MM, los emprendedores capturan un 39.74%¹⁴ del valor de venta cada uno, lo que sugiere que los incentivos están bien alineados entre emprendedores e inversionistas, ya que este esquema logra premiar en el *upside* a los emprendedores con una mayor participación de las ganancias y proteger en el *downside* a los inversionistas.

Es interesante notar además que bajo el Escenario 4 de la Tabla 2.7 –éxito indiscutido de la inversión– el primer inversionista multiplica el valor de su inversión inicial en 100 veces, el segundo inversionista en 26 veces y el tercer inversionista en 12 veces, lo que da cuenta del aparente mayor retorno a aquellos inversionistas que invirtieron primero y asumieron mayor riesgo. No obstante, si suponemos que el inversionista Serie A estuvo diez años como accionista en la empresa, el inversionista serie B estuvo seis años y el inversionista serie C, estuvo tres años, entonces podemos estimar su rentabilidad anual compuesta, la que se muestra en la siguiente tabla.

¹³ Calculado como $US\$ 672.000 \times 2 / US\$ 10.000.000$.

¹⁴ Calculado como $US\$ 19.872.000 \times 2 / US\$ 100.000.000$.

Tabla 2.8
TIR Accionistas Preferentes

SERIE A	INVERSIÓN (US\$)	RETORNO (US\$)	AÑOS	TIR ANUAL
A	100.000	10.036.000	10	58,55%
B	500.000	13.170.000	6	72,49%
C	3.000.000	37.050.000	3	131,15%

Paradójicamente, la TIR o rentabilidad anual compuesta para el inversionista serie C fue mayor a la de los otros inversionistas, aun cuando asumió en teoría menor riesgo al momento de invertir, ya que la empresa se encontraba más consolidada. La razón de ello se debe fundamentalmente a dos factores: i) el reducido tiempo en que logró su rentabilidad (tres años) y ii) sus preferencias accionarias (2X), objetivamente más atractivas desde un punto de vista económico que las series anteriores.

2.7 CONSEJOS AL EMPRENDEDOR

El análisis numérico presentado en este capítulo permite concluir que la participación accionaria per se de los emprendedores en su empresa, generalmente vía acciones comunes, se ve fuertemente afectada en su valor económico por los derechos de las series preferentes. Por ende, el emprendedor deberá no sólo resguardar su participación accionaria total, sino que también negociar de buena forma las preferencias de las sucesivas rondas de inversión.

En la misma línea, es probable que un inversionista enfrentado a una valorización elevada de la empresa, esté inclinado a solicitar mayores preferencias en su serie de acciones, de manera de protegerse en escenarios de venta negativos o intermedios. Es precisamente ese balance entre valorización y preferencias lo que el emprendedor deberá equilibrar al momento de cerrar un aumento de capital en su empresa.

En este contexto, en el siguiente capítulo abordaremos el proceso de valorización de la empresa, lo que permitirá otorgar al emprendedor las herramientas necesarias para entender el origen del valor de su empresa y abordar de mejor forma el proceso de negociación con inversionistas.

“Un cínico es aquel que conoce el precio de todo, pero el valor de nada.”

Oscar Wilde

Una pregunta frecuente entre los emprendedores en busca de capital se refiere a cómo determinar el valor de su empresa. Esta pregunta es particularmente sensible cuando la empresa está en una etapa temprana de su desarrollo y sus proyecciones financieras se basan fundamentalmente en supuestos, con poca evidencia concreta que pueda respaldar esas proyecciones ante terceros.

3.1 VALOR VERSUS PRECIO

Un aspecto importante de analizar antes de conocer mecanismos para determinar el valor de una empresa, es la diferencia entre “valor” y “precio” de un bien en general, ya sea éste una casa, una máquina o una empresa. Cuando hablamos de valor, nos referimos a la capacidad de ese bien por generar un beneficio económico en el tiempo. Cuando hablamos de precio, nos referimos al monto que está dispuesto a pagar un tercero en algún momento del tiempo por ese mismo bien. Como veremos a continuación, valor y precio no son lo mismo.

A modo de ejemplo, el valor de un automóvil utilizado como taxi estará dado por su capacidad de generar ingresos por concepto de traslado de pasajeros y los costos asociados a ello (bencina, mantención del vehículo, horas pagadas al conductor, etc.). Si producto de este análisis concluimos que el taxi puede generar un flujo neto (ingresos-egresos) de US\$ 500/mes, entonces tenemos una base sólida para estimar el valor de ese vehículo. Supongamos que producto de este análisis, misterioso aún para el lector, concluimos que el taxi debiera valer US\$ 20.000. Entonces podemos decir que “*producto de un análisis de los ingresos y egresos asociados al taxi*” hemos determinado su valor.

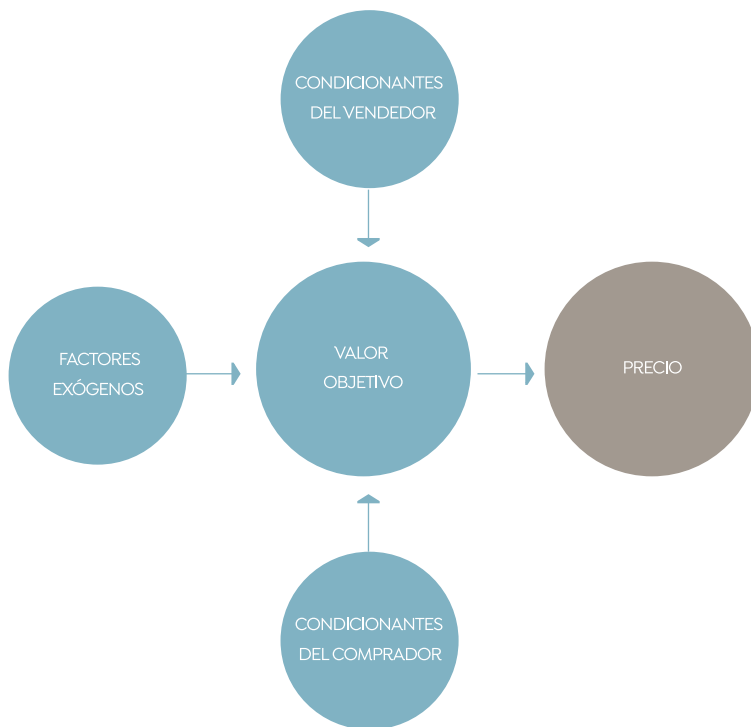
Ahora bien, supongamos que pretendemos comprar un taxi y nos damos cuenta que sólo hay un taxi en el mercado, es decir, es un bien escaso. Es probable que al vendedor no le interese mucho el análisis recién expuesto y probablemente me cobrará más que su valor por ser el único taxi disponible. Por el contrario, si el mercado está saturado de taxis (sobreoferta) o un vendedor en particular está con una necesidad imperiosa de dinero, muy probablemente podré comprar un taxi más barato, aun cuando el análisis económico sigue siendo el mismo. En este caso, el precio será menor a su valor.

Entender la diferencia entre valor y precio permitirá al emprendedor entender de mejor manera el proceso de negociación con inversionistas, los cuales ofrecerán un precio mayor, igual o menor al valor de la empresa dependiendo de las condiciones externas que afecten este proceso. No

obstante, el emprendedor deberá en todo momento tener conciencia del origen del valor de su negocio, independiente de la dinámica de negociación propia de este tipo de procesos.

En la Figura 3.1 se presenta la diferencia entre valor y precio.

Figura 3.1
Diferencia entre Valor y Precio



En general, decimos que el precio es el resultado de una transacción (compra o venta de un bien) donde no sólo interviene el valor del bien, sino también factores exógenos, condicionantes del vendedor o condicionantes del comprador.

En el caso del taxi, podemos cambiar nuestro ejemplo y utilizar una máquina, una marca, una empresa o un puente en particular, manteniéndose la definición de valor inalterada. Como es de suponer, determinar el valor de un taxi parece más simple a primera vista que encontrar el valor de la marca Coca Cola, de una empresa de tecnología o del puente *Golden Gate* en San Francisco, California. A pesar de la mayor o menor dificultad de valorizar bienes de distinta naturaleza, la definición de valor se mantiene.

3.2 ¿DE DÓNDE PROVIENE EL VALOR DE MI EMPRESA?

De acuerdo a lo mencionado, el valor de una empresa proviene de su capacidad para generar un beneficio económico en el tiempo. Pero ¿qué se entiende por beneficio económico en el tiempo? Existen diversos caminos para intentar responder esta pregunta, desde aquellos que intentan establecer el valor de una empresa comparándola con otras empresas similares que operan en el mercado hasta aquellos métodos basados en la capacidad futura de la empresa por generar caja, dividendos o utilidades.

No obstante los distintos métodos existentes, un aspecto importante de destacar en la determinación del valor de una empresa es el hecho que en el proceso de valorización nos veremos obligados a entender en profundidad su estructura de ingresos y costos, sus márgenes, sus gastos y su capacidad de crecer y competir en el tiempo. En este sentido, el proceso de valorización – es decir, el proceso de entender el origen del valor – es más valioso que el valor en sí que logremos determinar, lo que a su vez nos dotará de argumentos, herramientas y razones para enfrentar de buena forma una negociación con posibles inversionistas.

Como el lector podrá sospechar, el proceso de valorización considera hacer supuestos sobre la empresa y sus proyecciones futuras. Ello significa que la valorización hecha por una persona determinada será probablemente distinta a aquella valorización hecha por otra persona, ya que ambas habrán usado supuestos distintos. En este sentido, en el proceso de determinar el valor de una empresa existe incertidumbre y su resultado no es necesariamente un valor exacto sino más bien un rango de valor, rango que será el punto de partida de las conversaciones con posibles inversionistas.

En la Tabla 3.1 se presenta un resumen de la metodología de valorización de una empresa europea dedicada a prestar asesorías en este ámbito.

Tabla 3.1
Ejemplo metodologías de valorización

MÉTODO DE VALORIZACIÓN	PONDERACIÓN	ESCENARIO 1	ESCENARIO 2	ESCENARIO 3	ESCENARIO 4	ESCENARIO 5
Flujo de Caja Descontado	25%	0,8	0,7	0,5	0,4	0,3
Opciones	25%	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
Venture Capital	25%	4,1	3,8	3,5	3,3	3,1
Comparable de Mercado	25%	4,9	4,8	4,6	4,5	4,4
TOTAL		2,7	2,5	2,3	2,2	2,1

Como se puede apreciar, la empresa de asesorías utiliza cuatro métodos distintos de valorización. Más importante aún, se puede apreciar que cada método genera un rango de valor considerablemente distinto a los otros al comparar distintos escenarios. Por ejemplo, el método de Flujo de Caja Descontado genera un valor que fluctúa entre US\$ 0.8 MM y US\$ 0.3 MM, en comparación con el método de comparables de mercado que genera un valor entre US\$ 4,9 MM y US\$ 4,4 MM.

Para ahorrarse problemas, el evaluador de este ejemplo estima un valor promedio bajo cada escenario, dándole igual peso relativo a cada método (25%) obteniendo un rango agregado de valor que se mueve entre US\$ 2.7 MM y US\$ 2.1 MM. De haber considerado otros métodos u otros supuestos, con seguridad este rango de valor habría sido distinto.

Si bien existen distintos métodos para valorizar empresas, como los mostrados en la tabla anterior, probablemente el de mayor difusión y solidez teórica es el denominado Flujo de Caja Descontado. Este método tiene la virtud de enfocarse en la capacidad de generar caja de una empresa, un elemento importante no sólo para efectos de valorización sino para entender las características del negocio y su viabilidad. A continuación, revisaremos en extenso este método.

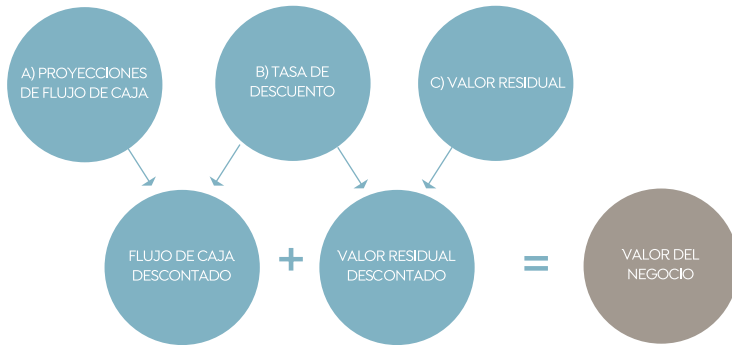
3.3 MÉTODO DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Este método, como su nombre lo sugiere, se centra en analizar la capacidad de la empresa por generar flujos de caja en el tiempo. ¿Pero qué se entiende por flujo de caja? Se entiende por flujo de caja a los ingresos percibidos en efectivo por la empresa menos los egresos incurridos en efectivo por ella en un período de tiempo determinado. Si esa diferencia entre ingresos y egresos de efectivo (o caja) es positiva, decimos que la empresa tuvo en ese período un **flujo de caja positivo**, en caso contrario decimos que la empresa tuvo un **flujo de caja negativo**.

Una de las virtudes de esta metodología es que aun cuando la empresa esté recién comenzando y no tenga un historial de ventas o utilidades que mostrar al día de hoy, este método permite calcular su valor basado en las expectativas futuras de su flujo de caja. Necesitamos, sin embargo, una metodología para capturar ese valor futuro y poder traerlo al presente. En la Figura 3.2 se muestra la metodología general para el cálculo del valor de una empresa, incluyendo conceptos como:

- _ Flujo de Caja
- _ Flujo de Caja Descontado (Valor Presente)
- _ Tasa de Descuento
- _ Valor Residual

Figura 3.2
Metodología de valorización
Flujos de caja descontado



A continuación, revisaremos cada uno de estos conceptos, de manera tal que el lector pueda entender en detalle su origen y forma de cálculo. Ello dotará de herramientas que le permitan de mejor forma entender el origen del valor de su empresa y negociar de mejor forma su valor ante la entrada de inversionistas.

Proyecciones de Flujo de Caja

Para estimar el flujo de caja de la empresa en un período determinado, deberemos hacer una estimación lo más detallada posible de los ingresos de caja que tendrá esa empresa (en efectivo) y cuáles serán sus egresos de caja en ese mismo período (en efectivo).

A modo de ejemplo, la siguiente tabla muestra el flujo de caja de la empresa de tecnología Web Services Inc. dedicada al desarrollo de páginas web, para los siguientes cinco años.

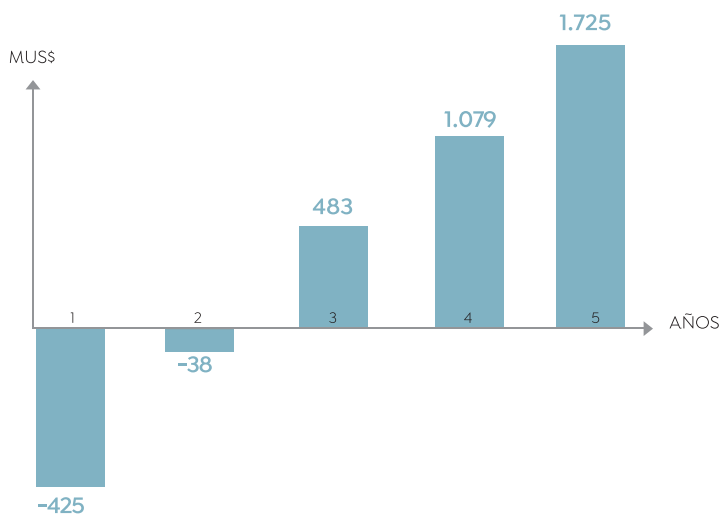
Tabla 3.2
Flujo de Caja Neto / año
Web Services Inc.

	AÑO 1 (US\$)	AÑO 2 (US\$)	AÑO 3 (US\$)	AÑO 4 (US\$)	AÑO 5 (US\$)
Ingresos de Caja	101.239	583.771	1.131.145	1.870.190	2.684.578
Egresos de Caja	(526.254)	(622.038)	(648.095)	(790.407)	(958.601)
Flujo de Caja Neto Período	(425.015)	(38.267)	483.050	1.079.783	1.725.977

Como se puede apreciar en la Tabla 3.2, la empresa presenta un flujo de caja negativo durante el primer año de operación equivalente a -US\$ 425.015, es decir, los ingresos de ese período en efectivo no alcanzan a cubrir los egresos en efectivo, por lo que se produce un flujo de caja negativo. Como se ve en la misma tabla, al hacer el análisis del segundo año, vemos que el flujo de caja de ese año también es negativo, pero por un monto menor al del año anterior, llegando a -US\$ 38.267. A partir del tercer año, sin embargo, vemos que el flujo de caja (ingresos-egresos) es positivo y alcanza un monto de US\$ 483.050, cifra que sube a US\$ 1.079.783 el cuarto año y a US\$ 1.725.977 el quinto año.

Si graficamos el flujo de caja neto por año, obtenemos un gráfico como el que se muestra a continuación:

Gráfico 3.1
Flujo de Caja Neto / año
Web Services Inc.



La forma del Gráfico 3.1 recién expuesto, es decir, flujos de caja neto negativos en los primeros años de vida de una empresa para después pasar a flujo de caja netos positivos en los años posteriores, es típico de empresas que están en sus primeros años de operación. Al observar el gráfico, es evidente que durante el primer y segundo año de vida la empresa requiere de capital externo para poder operar, de lo contrario no podrá hacer frente a sus exigencias de pago y será inviable.

El valor del dinero en el tiempo

Para calcular el valor de la empresa en función de sus flujos de caja en el tiempo, resulta necesario una breve introducción del concepto del valor del dinero en el tiempo.

En general, decimos que el dinero tiene un valor distinto en el tiempo dependiendo de cuando se produzca ese flujo de dinero. ¿Cómo es esto? Por ejemplo, tener US\$ 100 hoy vale más que tener US\$ 100 en cinco años más, aun cuando en ambos casos son los mismos US\$ 100. La razón que explica esta diferencia de valor es que si yo tengo US\$ 100 hoy, puedo depositarlos en una cuenta de ahorro y tener en cinco años más un monto mayor a esa cifra por el solo hecho de haber ganado intereses.

En el ejemplo recién mencionado, llamamos Valor Presente al valor del dinero al día de hoy, en este caso US\$ 100. Sin embargo, si el banco me da una tasa de interés del 5% anual, esos US\$ 100 se habrán transformado en US\$ 127,62 en cinco años más, valor que llamamos Valor Futuro.

Para calcular el monto en el año 5 a una tasa de interés del 5% anual, debemos actualizar los US \$100 cada año a esa tasa. Así, al final del primer año tendremos $US\$ 100 + 5\% \cdot 100 = US\$ 105$ en la cuenta. Al final del segundo año tendremos $US\$ 105 + 5\% \cdot 105 = US\$ 110,25$ y así sucesivamente. El monto final lo podemos calcular también como $US\$ 100 \cdot 1,05^5 = US\$ 127,62$.

En términos generales, para obtener el valor futuro en función del valor presente, debemos multiplicar el Valor Presente por una tasa de interés anual, tal como mencionamos en el ejemplo recién mostrado. Dado que este monto se actualiza año a año por esa tasa de interés (5% en el ejemplo), decimos que esa tasa es “compuesta”, por cuanto se aplica cada año hasta obtener el valor buscado.

De la misma manera, si nos dan el valor futuro podremos obtener el valor presente dividiendo el valor futuro por una tasa de descuento (interés) compuesta por cada año. Así, la relación entre valor presente y valor futuro de un flujo de caja se define como:

$$\text{Valor Presente} = \frac{\text{Valor Futuro}}{(1 + r)^n} \quad (1)$$

Donde:

r: tasa de descuento (o interés)

n: número de períodos que estoy descontando el flujo de caja.

La Tasa de Descuento

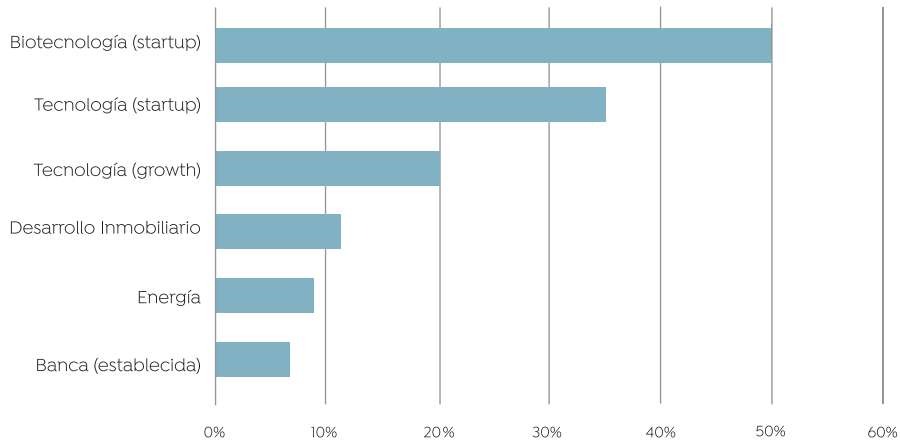
Conceptualmente, la tasa de descuento de un flujo de caja está asociado al riesgo intrínseco que ese flujo tiene asociado. De esta forma, el flujo de caja proyectado de una empresa de biotecnología que está recién comenzando con sus pruebas científicas en laboratorio deberá considerar una tasa de descuento más alta comparada con el mismo flujo de caja de una empresa establecida con menor riesgo. A pesar de tener el mismo flujo de caja, en este caso la empresa de biotecnología valdrá menos que la establecida, ya que la tasa de descuento mayor reducirá el valor presente de esos flujos en forma significativa comparada con la otra empresa.

El método más reconocido para estimar la tasa de descuento de un proyecto o empresa y cuyo detalle está fuera del alcance de este libro, es el método conocido como CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado en la década de los sesenta y que estima la tasa de descuento a aplicar a una empresa basado en i) la tasa libre de riesgo en el mercado (generalmente asociada a las tasas de interés entregadas por bonos del banco central de un país), ii) la rentabilidad del mercado (generalmente medida como la rentabilidad de la bolsa de valores de un país en un período determinado) y iii) la variabilidad que el valor de una acción de una empresa de la bolsa de valores “parecida a mi empresa” experimenta ante fluctuaciones del mercado (factor llamado Beta). Existe abundante bibliografía que aborda en detalle la metodología para estimar la tasa de descuento del flujo de caja de una empresa. Para un análisis más detallado del concepto de flujo de caja y tasa de descuento, recomendamos “*Principles of Corporate Finance*” de Richard A. Brealey y Steward C. Myers.

Si bien no abordaremos el cálculo teórico de la tasa de descuento, es importante que el lector tenga una noción general de las tasas de descuento utilizadas en distintos tipos de proyectos y empresas, dotándolo así de un criterio general.

Como lo hemos mencionado con anterioridad, la tasa de descuento refleja el riesgo intrínseco de los flujos de caja proyectados para una empresa en una industria en particular, por lo que difieren caso a caso. A modo de ejemplo, en el Gráfico 3.2 se presentan las tasas de descuentos para los flujos de distintas empresas en Chile.

Gráfico 3.2
Tasas de descuento por industria



Fuente: elaboración propia en base a datos de mercado a junio de 2017.

Como se puede apreciar en el Gráfico 3.2, dependiendo del tipo de industria y de la etapa de desarrollo de la empresa, las tasas de descuento varían significativamente. Como procedimiento general para determinar la tasa de descuento para un proyecto en particular, el interesado debiera optar por hacer un análisis teórico de la tasa de descuento y contrastar ese resultado con las tasas de descuento observadas en el mercado e industria de interés.

Cálculo del Flujo de Caja Descontado

La fórmula mostrada con anterioridad se aplica para traer al presente un valor determinado que ha ocurrido en el futuro. Pero como vimos en la Tabla 3.2, el flujo de caja de la compañía Web Services Inc. presenta flujos positivos o negativos distintos todos los años. La pregunta es entonces, cómo puedo traer todos esos flujos de caja, de distintos años y de distinta cuantía, al presente. Excelente pregunta que se responde de manera general a continuación.

Así como en la ecuación (1) estimamos el valor presente de un flujo único que ocurre en el futuro, para calcular el valor presente de varios flujos futuros descontamos cada flujo por una tasa de descuento (o interés), teniendo especial cuidado en descontarla considerando el año en que ocurre. Para ejemplificar, tomaremos el flujo de caja de Web Services Inc., la cual presentaba los siguientes flujos al final de cada año.

Tabla 3.3
Flujo de Caja / Neto (US\$)
Web Services Inc.

	AÑO 1 (US\$)	AÑO 2 (US\$)	AÑO 3 (US\$)	AÑO 4 (US\$)	AÑO 5 (US\$)
Flujo de Caja Neto Período	(425.015)	(38.267)	483.050	1.079.783	1.725.977

En este caso, el valor presente respecto del año cero del flujo de caja, se calcula de la siguiente manera:

$$C_1 = \frac{-425.015}{(1 + 0,05)} = -404.776$$

$$C_2 = \frac{-38.267}{1,05 * 1,05} = -34.709$$

$$C_3 = \frac{483.050}{(1,05)^3} = +417.276$$

$$C_4 = \frac{1.079.783}{(1,05)^4} = +888.340$$

$$C_5 = \frac{1.725.977}{(1,05)^5} = +1.352.348$$

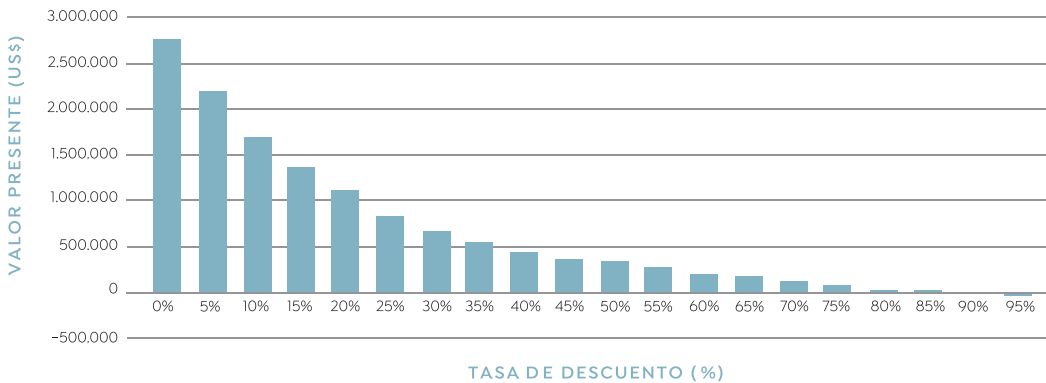
Así, el valor presente de todos los flujos de Web Services Inc. es la suma de C1 a C5, equivalente a US\$ 2.218.480 cuando utilizamos una tasa de descuento de un 5%. Decimos, en este caso, que el valor de la empresa es de US\$ 2.2 MM.

El lector podrá comprobar en las ecuaciones anteriores que, si se utiliza una tasa de descuento mayor al 5% (elegida arbitrariamente sólo para efectos de ejemplificar el cálculo de valor presente), entonces el valor presente disminuirá. Es más, al ir subiendo paulatinamente la tasa de descuento,

llegará un punto donde el valor presente será US\$ 0. A esa tasa de descuento en particular se le llama Tasa Interna de Retorno (TIR), muy utilizada en la jerga financiera para referirse al atractivo de una empresa o proyecto. Mientras mayor sea la TIR, más atractiva será la inversión.

En el Gráfico 3.3 se muestra cómo cambia el valor presente de los flujos de caja presentados en la Tabla 3.3 en función de distintas tasas de descuento aplicadas al flujo de caja de Web Services Inc. En él se visualiza el marcado efecto de la tasa de descuento en dicho valor. En el ejemplo, éste llega a cero cuando la tasa de descuento utilizada es de un 86,85% anual. En este caso, podemos decir que la TIR del flujo de caja de Web Services Inc. es un 86,85%.

Gráfico 3.3
Valor Presente vs. Tasa de Descuento
Web Services Inc.



El Valor residual

En el ejemplo de cálculo del valor presente de la empresa Web Services Inc., cuyos flujos de caja se presentaron en la Tabla 3.2, obtuvimos un valor equivalente de la empresa de US\$ 2.2 MM. Sin embargo, este cálculo sólo consideró los flujos de caja de los primeros cinco años de la empresa, despreciando los flujos que se generan desde el sexto año en adelante. Es razonable pensar que los flujos a partir del sexto año tienen algún valor, por lo que necesitamos una forma simple de calcular ese valor e incorporarlo al valor de la empresa.

A este valor se le denomina Valor Residual y, como su nombre lo indica, corresponde al valor remanente de los flujos de caja de la empresa más allá del período de cálculo del valor presente (en nuestro ejemplo, cinco años). Si bien existen muchas maneras de calcular este valor residual, uno de los caminos más utilizados es suponer que:

- _ El flujo de caja neto crece a partir del último año considerado para el cálculo del valor presente a una tasa anual “g”.
- _ La tasa de descuento del valor residual es la misma tasa utilizada en el cálculo del valor presente.

De esta forma, el valor residual de un flujo de caja neto (C_n) se calcula utilizando la siguiente fórmula:

$$VR_n = \frac{C_n}{(r - g)} \quad (2)$$

Donde:

r: tasa de descuento

g: tasa de crecimiento futuro del flujo de caja neto a partir del año n

n: año a partir del cual calculamos el valor residual

Utilizando esta definición, podemos calcular el valor residual de los flujos de caja de la empresa Web Services Inc. presentados en la Tabla 3.2. Para ello, asumimos que el flujo presentando en el año 5 en la referida tabla se mantendrá constante a partir del año 6 hasta el infinito, como se muestra en la Tabla 3.4.

Tabla 3.4
Flujo de Caja Neto / Año (US\$)
Web Services Inc.

	AÑO 6 (US\$)	AÑO 7 (US\$)	AÑO 8 (US\$)		
Flujo de Caja Neto Período	1.725.977	1.725.977	1.725.977	1.725.977	1.725.977

En este ejemplo, el año de comienzo del cálculo de valor residual es el año 6, por lo tanto, $n = 6$ en la ecuación recién presentada. Además, supondremos que este flujo se mantendrá sin crecimiento a futuro, es decir, $g = 0$. De esta forma, el valor residual de la empresa Web Services Inc. será el siguiente:

$$VR_6 = \frac{C_6}{(r - g)} = \frac{US\$ 1.725.977}{(5\% - 0\%)} = US\$ 34.519.540$$

El Valor Residual Descontado

Este valor residual recién calculado está en dinero de comienzos del año 6 (o lo que es lo mismo, en dinero de finales del año 5), por lo que necesitamos traerlo a dinero del año 0 (hoy). Para ello, utilizamos la ecuación (1), obteniendo el siguiente resultado:

$$VR = \frac{US\$ 34.519.540}{(1 + 5\%)^5} = US\$ 27.044.967$$

El lector podrá observar que, en el ejemplo de la empresa Web Services Inc., el valor presente del flujo de caja de los primeros cinco años (US\$ 2.218.480) es sustancialmente menor a su valor residual (US\$ 27.044.967). Lo anterior tiene lógica, ya que el primer cálculo no sólo considera pocos años de los flujos de caja (cinco años) sino que algunos de esos flujos son negativos (años 1 y 2), lo que significa que el valor de la empresa está basado fundamentalmente en el flujo de mediano y largo plazo, más allá del año 5.

De esta forma, el valor total de la empresa la calcularemos como la suma del Valor Presente más el Valor Residual. En nuestro ejemplo, el valor total de la empresa será de:

$$\begin{aligned} \text{Valor Empresa} &= \text{Valor Presente Flujos} + \text{Valor Residual} \quad (3) \\ &= US\$ 29.263.447 \end{aligned}$$

¿Cuánto dinero necesito para que mi emprendimiento sea viable?

Para determinar cuánto dinero necesito obtener ya sea de inversionistas, del banco o de ahorros personales, es importante analizar con cierta detención los flujos de caja neto de la empresa y, a partir de ese análisis, definir un criterio. Una herramienta muy simple utilizada para estos efectos es calcular el **flujo de caja acumulado** cada año, esto es, la suma de los flujos de caja neto que se acumulan a una fecha determinada.

En nuestro ejemplo de Web Services Inc., los flujos de caja neto por período y acumulados se presentan en la Tabla 3.5 a continuación.

Tabla 3.5
Flujo de Caja Acumulado Web Services Inc. (US\$)

	AÑO 1 (US\$)	AÑO 2 (US\$)	AÑO 3 (US\$)	AÑO 4 (US\$)	AÑO 5 (US\$)
Flujo de Caja Neto Período	(425.015)	(38.267)	483.050	1.079.783	1.725.977
Flujo de Caja Neto Acumulado	(425.015)	(463.282)	19.768	1.099.551	2.825.528

En ella se observa que el flujo de caja neto al final del primer año es equivalente al flujo de caja acumulado, ya que por ser el primer año, no “acumula” ningún flujo anterior. Sin embargo, cuando nos situamos al final del segundo año, sabemos que el flujo de caja del primer año fue negativo y el del segundo también, por lo tanto, al sumar ambos flujos (o “acumularlos”) obtenemos que el flujo de caja acumulado al final del segundo año es -US\$ 463.282, cifra que refleja tanto el déficit del primer año como del segundo.

No obstante, cuando calculamos el flujo de caja acumulado al final del tercer año, sumamos el acumulado (-US\$ 463.282) del año anterior una cifra positiva (US\$ 483.050), dando esa suma un flujo de caja acumulado positivo de US\$ 19.768.

Como el lector podrá apreciar, al parecer el momento más apremiante de caja ocurrió al final del segundo año, cuando el flujo de caja acumulado fue más negativo. De aquí la utilidad de calcular el flujo de caja acumulado, ya que nos da una idea del peor momento de caja de la empresa en el tiempo.

Muy probablemente, el lector a estas alturas habrá sacado una conclusión valiosa. Observando la Tabla 3.5 probablemente concluyó que el peor momento de caja acumulada es al final del segundo año (-US\$ 463.282), por lo que necesitamos esa cantidad de dinero para hacer viable nuestra empresa. Aunque bien encaminada, esa conclusión es incorrecta, por cuanto no considera que el déficit de caja puede ser aún mayor en algún mes dentro de un mismo año, por lo que se requerirá de un análisis mensual del flujo de caja acumulado para determinar cuál es el momento más apremiante de caja para la empresa y así determinar el monto requerido de inversión.

Otras consideraciones al momento de definir el monto de capital necesario para mi empresa

El análisis del monto de inversión que requiere la empresa recién mencionado debe complementarse con el análisis de otros factores. A continuación, presentamos algunos de ellos.

_ El flujo de caja futuro es una proyección. La proyección del flujo de caja futuro de la empresa, ya sea en base mensual o anual, implica la utilización de supuestos que podrían no cumplirse, aun cuando estén cuidadosamente estimados. Dada esta realidad, en algunos casos puede ser recomendable tomar un margen de seguridad y pedir algo más que lo indicado por el análisis numérico, por ejemplo, un 10% o 15% más. No obstante, siempre debe considerarse que el inversionista solicitará revisar las proyecciones y supuestos, por lo que tomar un margen de seguridad demasiado amplio enviará una señal equivocada al inversionista, sugiriendo que no se está seguro de los flujos estimados o que estos están abultados.

_ Mayor necesidad de capital implica una mayor dilución. La otra cara de la moneda respecto de pedir más capital es que probablemente el inversionista requerirá una mayor participación accionaria por ese dinero, repercutiendo directamente en el porcentaje de propiedad final del emprendedor. Por lo tanto, pedir más capital tiene un costo directo para el emprendedor, ya que estará entregando más porcentaje de propiedad de su empresa al inversionista.

_ Pedir todo el capital de una sola vez puede ser una mala idea. La intuición nos dice que es deseable recibir todo el capital necesario de una sola vez, de manera de asegurar los recursos necesarios para llevar a cabo el desarrollo de nuestra empresa, al menos en una primera etapa. Si bien esto es perfectamente razonable, debemos considerar que es probable que el inversionista piense que el valor de la compañía hoy es bajo, por lo que recibir todo el capital de una sola vez dejará en una posición de máxima dilución al emprendedor, es decir, con menor propiedad accionaria.

Una alternativa a ello, es acordar con el inversionista un monto parcial de inversión hoy a una valoración acordada, para después de un período de tiempo completar la inversión total a una mayor valorización, resultando en una dilución global menor para el emprendedor. Desde el punto de vista del inversionista, esto puede ser conveniente también por cuanto su percepción de riesgo en la inversión baja, ya que tendrá tiempo para ver la evolución de la empresa en una primera etapa antes de colocar todo el dinero requerido.

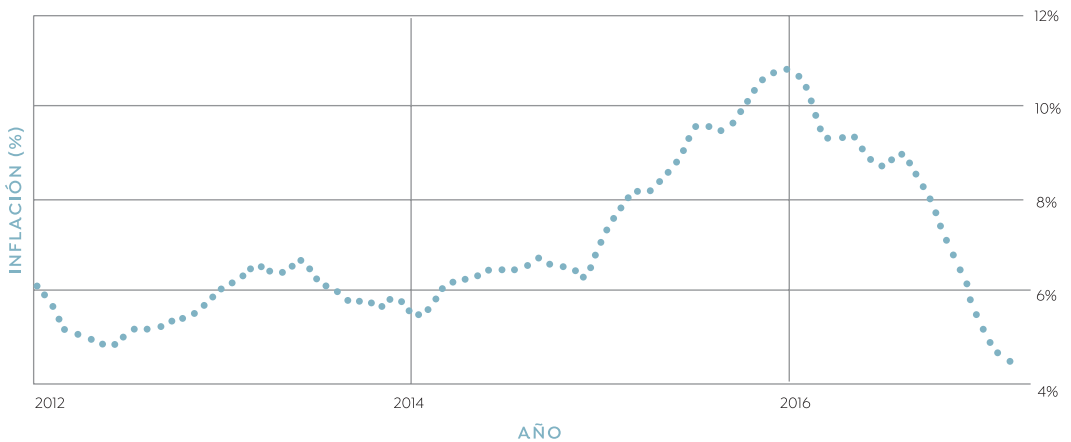
El acordar con el inversionista pagos parciales a valorizaciones diferenciadas puede ser riesgoso para el emprendedor si esas inversiones futuras están sujetas a la voluntad del inversionista y no son un compromiso a firme. Por lo tanto, este tipo de estructuras requiere un diseño legal que asegure que, ante determinadas circunstancias preestablecidas, el inversionista se encontrará obligado a concurrir al aumento de capital.

Dinero nominal versus dinero real y su efecto en el cálculo del valor presente

Un elemento importante en muchas de las economías de Latinoamérica dice relación a la desvalorización del dinero en el tiempo por efecto de la inflación. Esto puede ser particularmente importante en países cuya estabilidad económica no es algo dado, enfrentando grandes fluctuaciones en sus índices económicos e inflación.

El Gráfico 3.4 muestra la evolución de la inflación en Brasil del año 2016, pasando de una inflación anualizada mayor al 10% anual a una inflación en torno al 4% anual en solo doce meses.

Gráfico 3.4
Tasa de Inflación Anual Brasil



Fuente: *Trade In Economics*; Instituto Brasileiro de Geografia y Estadística (IBGE).

El lector se preguntará qué importancia puede tener esto en la determinación del flujo de caja y del valor presente de mi empresa. La verdad es que tiene mucha importancia si no se toman las precauciones adecuadas. Como regla general, quien confecciona el flujo de caja de la empresa deberá decidir si ese flujo está expresado en términos nominales o reales, es decir, si considera el efecto de la inflación o no. Dependiendo del camino que tome (ambos son válidos), deberá calcular una tasa de descuento nominal o real dependiendo del caso. Si existe consistencia en esta decisión, es decir, si descuenta flujos nominales con una tasa de descuento nominal o si descuenta flujos reales con una tasa de descuento real, el valor presente de la empresa será el mismo.

Una pregunta perfectamente válida en el contexto de esta discusión es cómo paso de una tasa de descuento real a una nominal y viceversa. En la siguiente ecuación se muestra la relación entre estas variables.

$$(1 + r_{\text{real}}) * (1 + \text{inflación}) = (1 + r_{\text{nominal}}) \quad (4)$$

De esta forma, dado un supuesto de inflación futura en los flujos de caja proyectados, resulta directo el cálculo entre una tasa de descuento real y nominal.

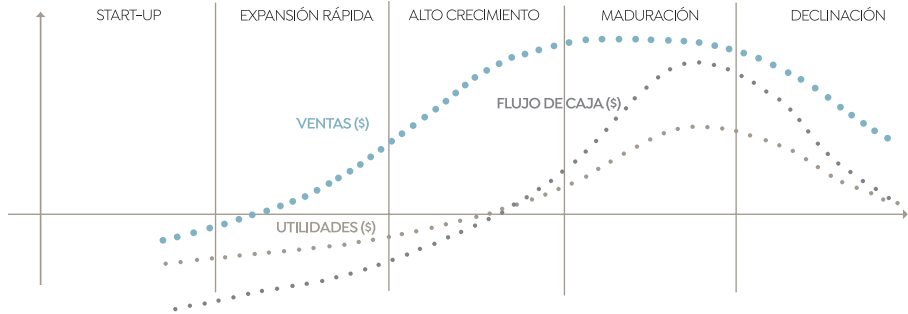
3.4 ¿CÓMO VALORIZAR DISTINTOS TIPOS DE EMPRESAS?

Hasta el momento hemos utilizado como ejemplo a la empresa Web Services Inc., la cual es un emprendimiento nuevo sin historia (startup, en jerga de la industria). Como comentamos al comienzo de este capítulo, la metodología de valorización por flujo de caja descontado hace caso omiso a este hecho y es capaz de estimar al valor de la empresa basado sólo en sus proyecciones futuras.

Sin embargo, la metodología de valorización de empresas debiera ser universal y aplicable a cualquier tipo de empresa, independiente de su estado de desarrollo. La pregunta que cabe hacerse entonces es si la metodología recién mostrada aplica, por ejemplo, a empresas en operación que cuentan con maquinarias, plantas de proceso, terrenos, caja en la cuenta bancaria, deudas financieras, etc. En particular, nos interesa entender cómo afectan estos elementos al valor de la empresa.

En la Figura 3.3 se presentan perfiles de distintos tipos de empresa, de acuerdo a su tamaño y estado de desarrollo.

Figura 3.3
Perfiles de Empresas por Estado de Desarrollo



INGRESOS	Ventas no existen /muy bajas; resultado operacional negativo	Ventas aumentando; resultado bajo o negativo	Ventas aumentando significativamente; resultado operacional aumentando	Crecimiento de ventas disminuye; resultado operacional todavía aumenta	Ventas y resultado operacional decaen
HISTORIA OPERATIVA	Ninguna	Muy limitado	Algo de historia operacional, puede ser usada en valorización	Historia operativa existente	Historia operativa sustancial
FIRMAS COMPARABLES	Ninguna	Algunas, pero en misma etapa de crecimiento	Algunas empresas comparables, en distintas etapas	Muchas empresas comparables, en distintas etapas	Empresas comparables declinando, la mayoría maduras
FUENTE DE VALOR	Sólo crecimiento futuro	Mayoritariamente crecimiento futuro	Una proporción proviene de activos actuales; crecimiento todavía domina	Mayor crecimiento de activos existentes que de crecimiento futuro	100% de activos existentes. Crecimiento inexistente

Un elemento nuevo en la Figura 3.3 es que se muestra una línea que hace referencia a la utilidad de la empresa, la que no coincide con el flujo de caja de la empresa. Esto es así en la mayoría de los casos, ya que la utilidad de una empresa es una medida “contable”, es decir, es una estimación de los resultados de una empresa que considera para su estimación las ventas de la empresa (aun cuando esas ventas no hayan sido pagadas) y sus gastos (aun cuando esos gastos no hayan sido pagados) y por lo tanto, la utilidad no está directamente ligada al flujo de caja, el cual proviene básicamente del flujo de caja real (ingresos menos egresos de caja) de las actividades de la empresa.

Cuando hablamos de indicadores contables como la utilidad, nos tenemos que referir necesariamente a los Estados Financieros de una empresa, que no son más que reportes que dan cuenta de:

- _ Lo que tiene una empresa, denominados activos: incluye caja, cuenta por cobrar a clientes, existencias, maquinaria, infraestructura, etc.
- _ Lo que debe una empresa, denominados pasivos: incluye deuda con bancos, cuentas por pagar a proveedores, provisión de impuestos, provisión de finiquitos y vacaciones, etc.
- _ Utilidad / Pérdida: lo que gana o pierde una empresa en un período específico de tiempo y, como hemos comentado, no va de la mano con la caja de la empresa necesariamente.
- _ La caja que genera/consume la empresa por concepto de operaciones, inversiones y financiamiento, producto de los ingresos y egreso de efectivo a la empresa.

Si bien entraremos en detalle de la explicación de estos conceptos en capítulos posteriores, es importante para el lector entender que una empresa en operación, a diferencia de una empresa naciente, cuenta con activos (terrenos, equipos, caja, etc.) y pasivos (deuda con bancos, proveedores, etc.) que pueden influir en su valor. En estos casos, el cálculo del valor de la empresa deberá incorporar nuevos elementos, de acuerdo a la ecuación que se presenta a continuación.

$$\begin{aligned}
 &\text{Valor Empresa} = \\
 &\text{Valor Presente (FC)} + \text{Valor Residual} \\
 &+ \text{Valor Comercial (Activos no Utilizados en Operación)} \quad (5) \\
 &- \text{Valor Comercial (Créditos)}
 \end{aligned}$$

Los dos primeros elementos mostrados en la ecuación corresponden respectivamente al valor presente de los flujos futuros y al valor residual, ambos conceptos ya explicados en este capítulo.

Adicionalmente, la ecuación (5) incorpora el concepto de **valor comercial de activos no utilizados en la operación** de la empresa que, como su nombre lo indica, corresponde a bienes de la empresa que no afectan o influyen su flujo de caja futuro. También incorpora el concepto de **valor comercial de los créditos**, que no es más que el capital adeudado de la empresa con terceros. Veamos un ejemplo, para entender estos dos nuevos conceptos.

Consideremos que estamos a finales del año 5 de la empresa Web Services Inc., es una empresa consolidada y que los flujos de caja futuros de la empresa son los presentados en la Tabla 3.3 anterior. Sin embargo, supongamos que la empresa invirtió en sus primeros años de vida en la compra de i) oficinas en el sector financiero de la ciudad y ii) un terreno en las periferias de la ciudad. El valor de mercado de estos activos es el siguiente:

Tabla 3.6
Valor Activos Inmobiliarios Web Services Inc.
Finales Año 5

ACTIVOS INMOBILIARIOS	VALOR COMERCIAL (US\$)
Oficinas	1,500.000
Terreno	800.000
Total	2.300.000

Adicionalmente, supongamos que la empresa tiene una deuda con un banco local equivalente a US\$ 1.200.000 por concepto de créditos solicitados en el pasado.

Como vimos anteriormente, el valor presente del flujo de caja de la empresa presentado en la Tabla 3.3 es de US\$ 34.519.540 al comienzo del año 6. La pregunta es, sin embargo, cómo afectan los activos presentados en la Tabla 3.5 y la deuda de la empresa a este valor. Para responder esta pregunta es necesario analizar si los flujos de caja proyectados de la empresa incluyen o no, el efecto de esos activos y pasivos.

Para efectos de este ejemplo, supondremos que ese flujo no considera i) el pago de arriendo de oficinas, ya que la empresa está operando en oficinas propias, ii) ingresos o egresos de caja provenientes del terreno de su propiedad y iii) egresos de caja por el pago de la cuota hipotecaria de la deuda de la empresa.

Si este fuera el caso, aplicando la fórmula en (4) el valor de la empresa sería de:

$$\text{Valor Empresa en Año 6} = \text{US\$ } 34.519.540 + \text{US\$ } 800.000 - \text{US\$ } 1.200.000 = \text{US\$ } 34.119.540$$

El lector se preguntará por qué se suma el valor del terreno y no el valor de la oficina. Precisamente esto es así, por cuanto el efecto de la oficina ya está reflejado en el flujo de caja (menor pago de arriendo), pero el terreno no tiene ningún efecto en el flujo de caja, por ser un activo no utilizado en la operación del negocio. Adicionalmente, dado que el flujo no considera pago de la deuda y ésta tiene que ser pagada por la empresa necesariamente, se rebaja del valor de la misma en lo que respecta al capital adeudado.

Un error comúnmente cometido en el tratamiento de los pagos de deuda de una empresa, es que los emprendedores incluyen este flujo de pagos en el flujo de caja general de la empresa y lo descuentan a la tasa de descuento del proyecto. Esta metodología es incorrecta ya que la tasa de descuento de la deuda es distinta (y generalmente más baja) a la tasa de descuento de los flujos operacionales de la empresa, por lo que deben tratarse en forma separada.

3.5 LA IMPORTANCIA DE LOS CONCEPTOS DE VALORIZACIÓN

En este capítulo hemos abordado muchos conceptos nuevos que para el lector neófito pueden resultar en un comienzo intimidantes, confusos e incluso poco entendibles. Sin embargo, nos parece relevante que el emprendedor adquiera la costumbre de habituarse a estos conceptos, usualmente utilizados por inversionistas, banqueros y analistas.

Aún más, el conocimiento de conceptos asociados a la valorización de empresas es generalmente escaso en el mercado, incluso en profesionales que han tenido una formación sistemática en temas de finanzas, contabilidad y economía, por lo que el dominio de estos conceptos, aunque sea a nivel básico, permitirán al emprendedor sostener conversaciones relativamente sofisticadas al momento de explicar el valor de su empresa.

En el Capítulo I¹⁵ presentamos en términos generales el proceso de inversión que puede seguir un inversionista y en el cual se mencionan brevemente algunos documentos involucrados en este proceso como, por ejemplo, el Acuerdo de Confidencialidad, el Memorando de Entendimiento (MOU¹⁶), el Pacto de Accionistas y otros documentos de cierre.

Al inicio del Capítulo II también mencionamos que uno de los aspectos centrales de una negociación con inversionistas involucra tres temas: i) derechos económicos, ii) derechos políticos, de control y administración y, iii) otras obligaciones y restricciones que afectan a los distintos accionistas de la empresa. Anteriormente, nos enfocamos en extenso en los derechos económicos de los distintos accionistas, por lo que en este capítulo ahondaremos en los aspectos relacionados a los puntos ii) y iii) recién mencionados.

Es importante destacar que existe una enorme cantidad de alternativas y herramientas para abordar los temas mencionados en los puntos ii) y iii), muchas de las cuales dependen de las características específicas de cada empresa, emprendedor e inversionista. En este sentido, en este capítulo pretendemos no sólo describir esas herramientas, sino que entender sus fundamentos y sentido en una transacción. Si somos exitosos en este esfuerzo, el emprendedor dispondrá de conocimiento y criterio para abordar apropiadamente un proceso de negociación con inversionistas.

Asimismo, es importante mencionar que dependiendo del país donde se realice la inversión, los involucrados estarán expuestos a distintas regulaciones, leyes y estándares de inversión, por lo que las herramientas y documentos involucrados pueden ser ligeramente distintos en la forma, pero como veremos, no en el fondo.

4.1 ETAPAS EN EL LEVANTAMIENTO DE CAPITAL

Un típico proceso de levantamiento de capital involucrará distintas etapas que incluyen i) una etapa de detección donde el emprendedor se aproximará a distintos inversionistas en busca de generar interés por invertir, ii) una etapa de entrega y revisión de antecedentes, donde el emprendedor facilitará información relativa a su negocio a los inversionistas interesados en evaluar la inversión, iii) una etapa de negociación, donde inversionistas y emprendedores negociarán los términos de la inversión y iv) una etapa de cierre donde se formalizarán, desde un punto de vista legal, todos los acuerdos alcanzados entre emprendedores e inversionistas.

¹⁵ Ver Figura 1.2 del Capítulo I

¹⁶ MOU: Del inglés, *Memorandum of Understanding*.

En cada una de estas etapas, el emprendedor y el inversionista deberán formalizar esta interacción de manera de proteger a cada parte y avanzar hacia una posible inversión. En la Tabla 4.1 se muestran los documentos generalmente utilizados en cada una de las etapas que componen el proceso de levantamiento de capital.

Tabla 4.1
Documentos Involucrados en el Proceso
de Levantamiento de Capital

PROSPECCIÓN	ENTREGA DE ANTECEDENTES	NEGOCIACIÓN	CIERRE DE INVERSIÓN
· Resumen Ejecutivo	· Acuerdo de Confidencialidad (NDA) · Plan de Negocios	· Términos de Inversión (Term Sheet) · Memorando de Entendimiento (MOU)	· Due Diligence · Pacto de Accionistas · Acuerdo de Compra de Acciones (SPA)

En la Tabla 4.1 se pueden observar dos tipos de documentos. El primero, se refiere a los documentos comerciales que el emprendedor deberá preparar antes de comenzar un proceso de levantamiento de capital. Ellos son el Resumen Ejecutivo y el Plan de Negocios. El segundo tipo se refiere a los documentos legales que el emprendedor e inversionista acordarán y firmarán conforme avance el proceso de levantamiento de capital. Adicionalmente, se ha incluido el proceso de *Due Diligence* que, si bien no es un documento propiamente tal, se refiere al proceso de revisión formal que los inversionistas harán del negocio antes de la inversión y que dará origen a muchas de las condiciones y anexos en los documentos de cierre.

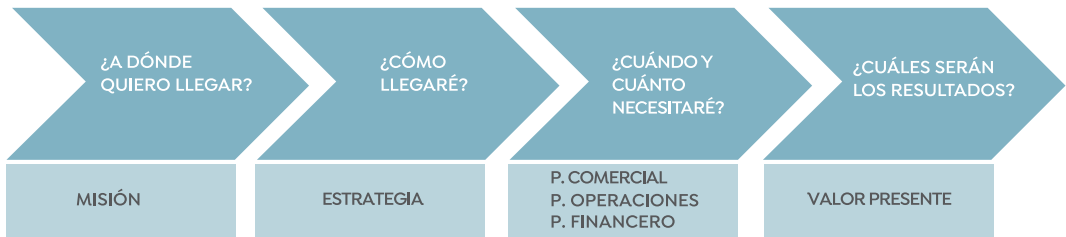
4.2 DOCUMENTOS COMERCIALES

En el proceso de levantamiento de capital, el emprendedor deberá contactar a distintos inversionistas y lograr su atención e interés en el negocio propuesto. Para ello, el documento por excelencia utilizado en este proceso es el Plan de Negocios¹⁷. Como su nombre lo sugiere, el Plan de Negocios es un documento que incluye una descripción detallada del negocio propuesto, una descripción de la empresa, sus productos o servicios, el mercado y la competencia, sus perspecti-

17 En inglés, *Business Plan*.

vas de crecimiento, información financiera, un análisis de los riesgos y oportunidades involucradas y una descripción del equipo a cargo de ejecutar el plan de crecimiento. La Figura 4.1 muestra conceptualmente las preguntas que debe responder el Plan de Negocios.

Figura 4.1
Objetivos del Plan de Negocios



En empresas que están comenzando o se encuentran en etapas tempranas, el Plan de Negocios da una idea de la visión de los emprendedores y a dónde quieren llegar. Lógicamente, en estos casos la incertidumbre en las proyecciones financieras presentadas es muy alta, por lo que el inversionista estará, en la práctica, evaluando al equipo gestor y su capacidad de ejecutar esa visión. En este sentido, la inversión en etapas tempranas es más una inversión en las personas que en el negocio en sí, el cual probablemente diferirá en forma importante respecto de lo presentado en el Plan de Negocios.

En empresas establecidas, el Plan de Negocios permitirá entender la estrategia de crecimiento de la empresa en forma articulada, fundamentada y cuantificada, estableciendo los objetivos de gestión y financieros a la administración.

Ya sea en empresas en etapas tempranas o establecidas, el Plan de Negocios es la tarjeta de presentación de los emprendedores ante los inversionistas. Generalmente, un Plan de Negocios tendrá la siguiente estructura.

- _ Resumen ejecutivo
- _ Descripción de la empresa
- _ Productos y/o servicios
- _ Mercado y competencia

- _ Marketing y ventas
- _ Plan de implementación y operaciones
- _ Información financiera
- _ Riesgos y oportunidades
- _ Equipo y estructura organizacional

El Resumen Ejecutivo, compuesto de dos o tres páginas como máximo, resumirá el negocio y explicará por qué es atractiva la oportunidad de invertir. En general, este Resumen Ejecutivo es el primer documento que se da a conocer a los inversionistas, con el objetivo de lograr su atención e interés en conocer más detalles del negocio propuesto. Usualmente, el Resumen Ejecutivo, por su carácter general, no dispone de detalles que pudieran ser sujetos de acuerdos de confidencialidad.

Con cierta frecuencia, emprendedores buscan acuerdos de confidencialidad sobre la “idea” de negocio que ellos tienen, en una lógica que supone que la idea es lo más importante y podría ser copiada por terceros, ya sea por otros emprendedores o por los mismos inversionistas. La verdad es que las ideas de negocios están en todas partes y, por ende, valen poco. Lo que el inversionista busca y valora es la capacidad de ejecución de una idea atractiva. En los casos en que efectivamente la idea es un elemento central del negocio, por ejemplo, en el caso de algún invento o desarrollo de propiedad intelectual, el emprendedor deberá proteger esa idea a través de patentes o algún otro mecanismo, de modo de protegerla frente a terceros.

Como mencionamos anteriormente, el Plan de Negocios y su Resumen Ejecutivo son, en la práctica, los únicos documentos comerciales que forman parte del proceso de levantamiento de capital. Ellos serán el punto de partida de las negociaciones con inversionistas.

4.3 EL PROCESO DE DUE DILIGENCE

Usualmente, durante el proceso de inversión o de compra de acciones y en forma posterior a la firma de un Acuerdo de Confidencialidad (que comentaremos a continuación), el inversionista solicitará hacer una revisión exhaustiva de la empresa antes de invertir, de manera de acotar el riesgo de la inversión ante contingencias inesperadas que pudieran aparecer en el futuro. Este proceso, llamado *Due Diligence*, permite al inversionista evaluar la empresa desde distintos puntos de vista. A modo de ejemplo, algunos de los aspectos a revisar en este proceso son:

- _ Estructura societaria, Estatutos y Pacto de accionistas.
- _ Análisis situación financiera de la empresa, incluyendo liquidez, principales activos, deudas, incobrables y resultados.
- _ Temas comerciales, incluyendo análisis de mayores clientes, contratos y márgenes.
- _ Temas legales, incluyendo contratos, seguros, demandas e incumplimientos.
- _ Temas laborales, organigrama, estructura de costos, contratos, demandas y contingencias.
- _ Aspectos regulatorios, multas, juicios, investigaciones en curso.
- _ Propiedad intelectual, patentes, licencias de software y royalties.
- _ Situación tributaria y contingencias asociadas.
- _ Tecnología, sistemas de información y reporting.

Dependiendo del tipo de empresa, los énfasis del *Due Diligence* se enfocarán en temas específicos. Si, por ejemplo, se está evaluando invertir en una empresa de biotecnología, la revisión de propiedad intelectual y patentes probablemente dominará la agenda de revisión.

Si bien el emprendedor considerará generalmente este proceso de revisión como intenso y poco útil, el realizarlo irá muchas veces en su propio beneficio. Ello, debido a que i) los hallazgos encontrados por el inversionista pueden ser considerados como conocidos antes de la inversión, limitando la exposición del emprendedor a multas y demandas futuras y ii) permite al emprendedor entender de mejor forma su negocio desde distintos ángulos, aun cuando la inversión finalmente no se realice. Dado que no es obligatorio para el inversionista revelar al emprendedor los resultados de este proceso, es recomendable que se acuerde de antemano compartir los hallazgos y conclusiones encontrados en él.

A su vez, el inversionista entrante no sólo se beneficia de este proceso al conocer información de distintos aspectos de la empresa, sino además, puede enterarse de la estructura de la empresa, de sus ejecutivos, su cultura, su posicionamiento en el mercado y potencial futuro.

Como veremos más adelante en este capítulo, mucha de la información levantada durante el proceso de Due Diligence podrá ser incorporada en los documentos de cierre de la transacción, específicamente en el Acuerdo de Compra de Acciones (SPA). Estas declaraciones, permitirán limitar las responsabilidades futuras de los emprendedores y accionistas ante los nuevos inversionistas en caso que hallazgos o contingencias aparezcan en el futuro.

4.4 DOCUMENTOS LEGALES

Acuerdo de Confidencialidad (NDA¹⁸)

Este documento se firma usualmente al inicio de un proceso de negociación entre emprendedores y posibles inversionistas. Su objetivo es resguardar la información a ser revelada por la empresa a los interesados en invertir. En general, incluye una descripción del proyecto evaluado, resguardos respecto a la información entregada al inversionista y su carácter de confidencial, plazo de vigencia del acuerdo de confidencialidad y mecanismos de resolución de controversias, de existir.

En algunas ocasiones, los emprendedores incluyen en este documento cláusulas de no competencia (*non compete*) o de prohibición de contratación de personal (*non soliciting*) a efectos de limitar el actuar del inversionista una vez informado de los detalles de la empresa. Si bien un inversionista esporádico puede eventualmente aceptar estas condiciones, un inversionista dedicado o profesional se negará a incluir este tipo de cláusulas por cuanto limitaría severamente su actividad principal, que es invertir.

Term Sheet (o Términos de Inversión)

Una vez analizada la empresa y su potencial, un inversionista interesado propondrá un resumen de las condiciones bajo las cuales estará dispuesto a invertir en la empresa. Este documento generalmente no es vinculante para el inversionista (no lo obliga a invertir) y está sujeto a ciertas condiciones que deben cumplirse antes de dar paso a los documentos de cierre finales (vinculantes). Algunos términos comunes incluidos en los Términos de Inversión o *Term Sheet* se presentan a continuación.

¹⁸ Del inglés, *Non Disclosure Agreement*.

DESCRIPCIÓN DE LA TRANSACCIÓN

Se menciona en qué consiste la transacción en términos generales.

EMISOR

Nombre de la empresa que emite las acciones.

Ejemplo: iSoft S.A.

INVERSIONISTA

Se individualiza al inversionista, el número y tipo de acciones que poseerá y que participación accionaria tendrá en la empresa.

MONTO DE LA INVERSIÓN

Especifica el monto a invertir y en qué moneda.

Ejemplo: US\$ 100.000

TIPO DE ACCIONES A EMITIR

Establece que tipo de acciones preferentes se emitirán.

Ejemplo: Acciones Preferentes Serie A

PRECIO/ACCIÓN

Se establece el precio/acción a pagar por las acciones preferentes.

Ejemplo: US\$ 0,2/acción

VALORIZACIÓN PRE-MONEY

Se establece el valor PRE-MONEY de la empresa.

Ejemplo: PRE de US\$ 400.000

TABLA DE CAPITALIZACIÓN

Se incluye, generalmente como Anexo, la Tabla de Capitalización de la empresa.

Ejemplo: Tabla 2.2 del Capítulo II

USO DE FONDOS

Establece en qué será utilizada la inversión de capital realizada en la empresa.

FECHA DE CIERRE

Establece la fecha límite para el cierre de la transacción.

CONDICIONES DE CIERRE

Establece las condiciones que deben cumplirse a efectos que los inversionistas hagan la inversión, que puede incluir i) *due diligence* de la empresa, ii) revisión y aprobación de los documentos finales y iii) otras condiciones particulares de la transacción.

Esta cláusula busca limitar el tiempo para cumplir las condiciones de cierre y llegar a un acuerdo final de inversión. Ello, sin perjuicio que este plazo se pueda extender de común acuerdo.

PREFERENCIAS DE LIQUIDACIÓN

Establece que se entiende por “liquidación”, incluyendo fusiones, adquisiciones, venta de activos, etc. y da preferencias específicas a las acciones emitidas.

Ejemplo: preferencia de pago de capital más prorata accionaria ante escenarios de venta o liquidación.

DIVIDENDOS PREFERENTES

En ocasiones, se establecen dividendos preferentes en beneficio de la serie de acciones emitidas.

CLÁUSULA ANTI-DILUCIÓN

Establece que en el caso que se emitan futuras series de acciones a un valor menor a la actual emisión, el inversionista actual tendrá derecho a una compensación en acciones, adicionales a las que están bajo su propiedad, de manera de compensar el mayor precio pagado en la emisión de las acciones suscritas por él.

DERECHO PARTICIPACIÓN EN RONDAS FUTURAS

Asegura a los accionistas el derecho participar en futuras rondas de inversión a prorata de su participación accionaria.

ELECCIÓN DE DIRECTORES

Establece el derecho a elegir un cierto número de directores en la empresa por parte de las acciones preferentes.

Ejemplo: derecho a elegir 2 directores de 5 al inversionista.

PRINCIPIOS DE ADMINISTRACIÓN

Establece los estándares presupuestarios, financieros y contables bajo los cuales se administrará la empresa.

DERECHOS DE INFORMACIÓN

Asegura el acceso irrestricto a la información de la empresa por parte del inversionista, estableciendo además la información mínima que la administración de la empresa deberá entregar al inversionista durante el año, incluyendo reportes trimestrales y anuales.

VETOS EN MATERIAS DE DIRECTORIO

Establece las materias con derecho a veto por parte de los directores elegidos por la serie preferente, que puede incluir, entre otras materias, la aprobación de i) préstamos a terceros o personas relacionadas, ii) otorgar garantías a terceros, iii) la realización de inversiones en otras empresas, iv) la contratación, despido o establecimiento de plan de compensaciones al *management*, incluyendo *stock options*, v) cambio del objeto del negocio, vi) vender, transferir o licenciar la propiedad intelectual de la empresa, etc.

VETOS EN MATERIAS DE ACCIONISTAS

Establece las materias con derecho a veto por parte de los accionistas preferentes elegidos, que puede incluir, distintas materias incluyendo aprobación de i) fusiones y adquisiciones, ii) la emisión de planes de *stock options*, iii) venta de activos relevantes de la empresa, iv) la liquidación o declaración de quiebra de la empresa, etc.

NO-COMPETENCIA

Establece que los socios fundadores y los empleados claves acordarán una cláusula de no competencia por un plazo definido, posterior a dejar de trabajar en la empresa.
Ejemplo: 12 meses a partir de la salida de la empresa.

NO-CONTRATACIÓN

Establece que los socios fundadores y los empleados claves acordarán una cláusula de no contratación de personal de la empresa por un plazo definido posterior a dejar de trabajar en la empresa.

DERECHO DE FIRST REFUSAL U OPCIÓN PREFERENTE

Establece el derecho de los accionistas a comprar las acciones de otro accionista vendedor frente a la oferta de compra que este último haya recibido de un tercero.

DERECHO DE VENTA PRIORITARIA

Establece el derecho del inversionista a vender sus acciones con preferencia sobre los demás accionistas ante ofertas de terceros.

DERECHO DE ARRASTRE O DRAG ALONG

Derecho de los accionistas a arrastrar en la venta a otros accionistas de la empresa siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones mínimas en la oferta recibida, generalmente asociadas al precio.

Esta cláusula resulta particularmente importante cuando un comprador externo quiere comprar no menos del 100% de la propiedad de la empresa.

DERECHO DE TAG ALONG

Derecho de los accionistas a sumarse a una venta de otro accionista de la empresa, a prorrata de su participación accionaria.

RESTRICCIONES AL CAMBIO DE CONTROL

Establece restricciones a la transferencia de acciones de los accionistas, cuando ello implique el cambio de control de esas acciones.

Es importante mencionar que el *Term Sheet* es un documento que firman ambas partes (emprendedores e inversionistas), pero no es un documento definitivo sino un resumen de los aspectos más importantes que están acordados y que serán incluidos en los documentos finales de la transacción. Muchos acuerdos no se materializan finalmente en una inversión, ya sea por desacuerdo en la redacción del Pacto de Accionistas, el SPA o bien por condiciones establecidas en el documento que no se cumplen.

MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO (MOU)¹⁹

El Memorando de Entendimiento (MOU) es un documento muy similar al *Term Sheet* pero que aborda en forma más extensa los acuerdos de inversión entre emprendedores e inversionistas. Generalmente, contiene los mismos contenidos que un *Term Sheet* pero estos son tratados en forma más extensa y detallada. Por esta característica, es común que este documento sea vinculante, es decir, ambas partes se comprometen a respetar los acuerdos establecidos salvo excepciones previamente establecidas. Dada la similitud con los contenidos de un *Term Sheet*, generalmente una transacción incluirá un *Term Sheet* o un Memorando de Entendimiento, pero no ambos.

PACTO DE ACCIONISTAS

El Pacto de Accionistas es, a diferencia de un *Term Sheet*, un documento definitivo y vinculante que regulará la relación entre los accionistas, particularmente en lo referido a los derechos económicos, políticos (de control y administración) y de transferencia de acciones. La base para su confección será lo acordado entre emprendedores e inversionistas en el *Term Sheet*, pero incorporará un mayor detalle en cada uno de los puntos mencionados, detalles que en ocasiones pueden dificultar el cierre final de la transacción.

En particular, un Pacto de Accionistas contiene una sección de “Incumplimientos y Sanciones” que establece multas específicas (en dinero) para aquellos accionistas que incumplan con lo acordado, por lo que es común que la discusión se centre en el monto y concepto de las multas por, en jerga de negocios, “violación del Pacto”.

La estructura de un Pacto de Accionistas es muy similar a la estructura mostrada en este capítulo relativa al *Term Sheet*, sólo que más extenso y detallado. Sin embargo, es el documento que regirá mientras se mantenga vigente la relación societaria entre los accionistas que lo suscriben, en particular en lo relacionado a los derechos de información, administración y a la transferencia de

¹⁹ Del inglés, *Memoranda of Understanding*.

acciones de la empresa.

Una cláusula crecientemente importante en los Pacto de Accionistas y que no siempre se incluye, se refiere a la cláusula de resolución de conflictos entre socios. Esta cláusula permite establecer un procedimiento para solucionar posibles conflictos entre socios, donde se especifican causales, plazos y responsabilidades de los socios involucrados. En ocasiones, cuando este procedimiento se agota sin haber resuelto el conflicto, se puede recurrir a mecanismos de compra/venta de acciones entre socios que finalmente zanjen la controversia mediante la salida de uno o más socios de la empresa.

El Pacto de Accionistas representa un acuerdo vinculante entre los accionistas de una empresa. Si bien no es obligatorio que todo accionista participe de un Pacto de Accionistas, es recomendable que exista a efectos de regular la transferencia de acciones y la forma de administrar la empresa. En caso de no existir un Pacto, los socios deberán ajustarse a las reglas generales que norman el funcionamiento de las empresas.

Acuerdo de compra de acciones (SPA²⁰)

En ciertas ocasiones, el inversionista entrante requerirá declaraciones y garantías a ser entregadas por los accionistas actuales (emprendedores y otros inversionistas anteriores), en donde se le asegure la veracidad de una serie de materias que afectan a la empresa, entre las que se incluyen la inexistencia de contingencias legales, laborales, tributarias, de propiedad intelectual, pérdida potencial de clientes, etc.

_ Declaraciones. A efectos de no exponerse a posibles penalidades, los accionistas actuales incluirán en este documento anexos con una extensa cantidad de información donde la empresa declara el estado de distintas materias, incluyendo aquellas en que está en falta, las que al ser incluidas en el documento se suponen conocidas por el inversionista entrante, limitando su capacidad para efectuar acciones legales futuras por estas materias.

²⁰ Del inglés, *Stock Purchase Agreement (SPA)*.

_ Garantías. No obstante, hay una gran cantidad de materias que, por desconocimiento de los accionistas actuales o porque aún no han ocurrido, no es posible declararlas en los anexos de este documento. En estos casos, el inversionista entrante solicitará garantías monetarias que cubran el riesgo de hallazgos futuros que afecten el valor de la empresa.

Un ejemplo de ello, podría referirse a temas tributarios. En este caso, la empresa y sus accionistas actuales pueden declarar que, a la fecha de la firma de la transacción, la empresa no tiene contingencias tributarias de índole alguna. No obstante, en meses o años posteriores a la inversión, la empresa podría descubrir o ser penalizada por infracciones tributarias ocurridas antes de la entrada del nuevo inversionista, las que a su vez podrían derivar en juicios, multas y otras acciones en su contra.

En este caso particular, el inversionista entrante solicitará que se le indemnice por el perjuicio total proveniente de este tipo de situaciones, aun cuando los accionistas actuales no tengan conocimiento de este tipo de situaciones.

En general, un SPA se solicita más comúnmente cuando ocurre una compra de acciones por parte de un tercero, a diferencia de un aumento de capital. Independiente de ello, el nivel de tensión en las negociaciones de un SPA es alto, por cuanto cada representación u omisión puede tener consecuencias severas para los accionistas actuales, incluyendo emprendedores y otros inversionistas de la empresa.

4.5 EL VALOR DE UN EMPRENDEDOR INFORMADO

A estas alturas, es natural que el lector pueda sentirse abrumado por la diversidad de temas a abordar en el proceso de inversión, incluyendo el aprendizaje de un nuevo léxico, el entendimiento de la lógica de los inversionistas, las características de distintas estructuras de inversión, los fundamentos para valorizar empresas y los distintos documentos que involucra una inversión.

Este proceso, aunque difícil, resulta indispensable para poder enfrentar un proceso de levantamiento de capital en forma exitosa. Algunos emprendedores argumentarán que estos temas debieran ser vistos por asesores legales y financieros. Si bien la asistencia de profesionales especialistas resulta indispensable, los compromisos, obligaciones y futuros efectos de ello deben ser siempre analizados en detalle por sus posibles afectados, es decir, los emprendedores en busca de capital. Esa tarea, lamentablemente, no es delegable y quien la delegue, corre el riesgo cierto de enfrentar situaciones futuras que podrían poner en riesgo la viabilidad de la empresa.

Existen numerosos recursos disponibles en la web que ofrecen documentos tipo para cada etapa del proceso de levantamiento de capital, descrito en este capítulo. En la página www.financiamientointeligente.cl hemos incluido algunos de esos documentos como referencia. Es importante advertir, sin embargo, que estos documentos son ejemplos que no se pueden utilizar directamente en una transacción. Para ello se deberá contar con asesoría especializada en materias legales y financieras, entre otras.

PARTE II

DEUDA

5.1 DEFINICIÓN DE DEUDA

Una empresa comienza a adquirir deudas, conocidas también como pasivos, con distintos acreedores²¹ desde el momento en que ésta nace, en forma diaria y casi automáticamente. Ejemplos de ello se puede encontrar en los días trabajados por parte de los empleados antes de recibir su sueldo, el pago pendiente de una factura de materias primas enviadas por un proveedor o el IVA recaudado en una venta, ya que dicho impuesto pertenece al fisco y está pendiente de pago hasta el mes siguiente.

Otras deudas son contraídas con una mayor planificación, como las líneas de crédito negociadas con proveedores, las líneas de sobregiro en cuenta corriente bancarias o los créditos de mediano o largo plazo acordados con instituciones financieras.

Una característica común de todos los pasivos de una empresa, es que son compromisos de pago en condiciones previamente establecidas, independiente de los resultados obtenidos por ella. De esta manera, si un negocio obtiene una alta utilidad, los socios pagarán las obligaciones contraídas a los acreedores según lo acordado, para luego disponer de los excedentes obtenidos. En caso contrario, si el negocio obtiene malos resultados, sus acreedores exigirán que sus compromisos sean pagados en la forma y plazos acordados, independiente de si la empresa tuvo utilidades o pérdidas.

A la hora de financiar una empresa, existe una gran diferencia entre el retorno esperado por los acreedores y el retorno esperado por los socios. En el caso de los acreedores, estos asumen menor riesgo ya que recuperan los préstamos otorgados a la empresa antes que los socios recuperen el capital que comprometieron. Como es de suponer, este menor riesgo conlleva un menor retorno para los acreedores. Como contrapartida, los socios “esperan” retornos más altos por su inversión dado el mayor riesgo que asumen, lo que no siempre se cumple.

Para los emprendedores, es una ventaja financiar parte de su empresa con deuda versus sólo con capital de los socios, ya que la deuda mejora la rentabilidad de la empresa. El efecto de lo anterior, se explica en el siguiente ejemplo.

21 Acreedor es una persona natural o jurídica que ha otorgado un préstamo.

Ejemplo de efecto de la deuda en la rentabilidad de una empresa

La empresa Jugos del Sur SpA tiene activos por \$ 5.000 y ha obtenido una utilidad de \$ 100 en el año recién terminado. Para medir su rentabilidad, utilizaremos la **utilidad sobre patrimonio** (conocido como ROE²²), índice de rentabilidad utilizado comúnmente en la industria. Si bien conocemos su utilidad (\$ 100), no conocemos su patrimonio.

No obstante, sabemos que los activos de la empresa deben ser igual a la suma de sus pasivos (deuda) más su patrimonio, que es lo mismo que decir que los activos pueden ser financiados tanto con deuda como con capital de los socios o una combinación de ambos.

Esto nos permite simular distintos escenarios, generando combinaciones de deuda versus patrimonio que sumen \$ 5.000 en activos, simulación que se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 5.1
Utilidad sobre Patrimonio

ACTIVOS (1) +(2) \$	PASIVOS (1) \$	PATRIMONIO (2) \$	UTILIDAD (3) \$	ROE (3)/(2) %
5.000	3.500	1.500	100	6,7%
5.000	4.250	750	100	13,3%

En la tabla 5.1 se observa que frente a una misma utilidad (\$ 100), mientras mayor sea la porción financiada con deuda (pasivos), mayor será la rentabilidad de los socios (ROE).

Un emprendedor, como socio de una empresa, preferirá una mayor utilidad en relación a su patrimonio. Así, será una ventaja financiar una mayor parte del negocio con deuda de terceros versus su propio capital.

22 Del inglés, *Return on Equity*.

El lector podrá argumentar que una mayor porción de pasivos debiera significar una caída en la utilidad, dado el mayor costo de financiamiento. Este análisis es correcto si esa mayor porción de deuda implicara mayores gastos por intereses, lo que no siempre es así. Por ejemplo, el mayor nivel de deuda podría corresponder a deuda con proveedores, sin que implique un gasto por intereses. Adicionalmente, un mayor financiamiento obtenido con deuda bancaria implica un menor pago de impuestos, porque el gasto que representa el pago de intereses reduce la base de cálculo de impuestos de la empresa, amortiguando el efecto de los intereses.

En el análisis recién expuesto surge la inquietud de cómo estimar los niveles de deuda adecuados para una empresa, con el fin de evitar excesos de endeudamiento que pongan en riesgo a la misma. En el capítulo 6 “Estructuras de Endeudamiento” se abordará este tema en mayor profundidad. Por el momento, podemos afirmar que si bien el mayor endeudamiento aumenta el ROE de la empresa, al mismo tiempo aumenta su riesgo, por lo que no es neutro aumentar la deuda de la empresa indiscriminadamente.

5.2 CONDICIONES BÁSICAS AL NEGOCIAR UN CRÉDITO

Es común observar en emprendedores un limitado entendimiento de los aspectos relevantes al momento de solicitar un crédito, observándose en ellos un particular foco en la tasa de interés ofrecida por la institución bancaria. Como veremos en este capítulo, existen distintas dimensiones a analizar al momento de solicitar un crédito, no sólo la tasa de interés. Antes, sin embargo, resulta necesario describir los aspectos básicos de un crédito.

Un emprendedor debe tener presente las siguientes condiciones al momento de negociar financiamiento para su empresa:

- _ Monto del crédito.
- _ Plazo para pagarlo.
- _ Moneda en la cual asumirá la empresa el compromiso de pago.
- _ Costos y tasa de interés relacionado al crédito.
- _ Condiciones de prepago anticipado (en créditos de largo plazo).
- _ Garantías que se otorgarán para garantizar el préstamo.

A continuación, analizaremos las condiciones recién enumeradas.

Monto del crédito

Un aspecto fundamental antes de solicitar un crédito, es que el emprendedor tenga claro el monto de deuda que requerirá su negocio, el cual deberá estar respaldado por un claro detalle de los usos de esos recursos.

Por ejemplo, una empresa necesita adquirir deuda para la construcción de una planta productiva, estimando que el costo de ello será entre \$ 1.000 y \$ 1.100 millones. La empresa consulta a los bancos A y B, los cuales aprueban el crédito requerido para la construcción de la planta, exactamente en las mismas condiciones de plazo, moneda y garantías. La única diferencia entre los dos bancos es la siguiente:

- _ Banco A aprueba un crédito por hasta \$ 1.100 millones a una tasa de UF + 4,5% anual.
- _ Banco B aprueba un crédito por hasta \$ 900 millones a una tasa de UF + 3,5% anual.

La experiencia sugiere que es altamente probable que el monto total que se requerirá para la construcción de la planta será más cercano al monto superior estimado por la empresa (\$ 1.100 millones). Dado lo anterior, sería un grave error tomar la opción del banco B, aun cuando su tasa de interés sea más baja, salvo que exista total claridad de cómo se financiará la diferencia requerida antes de comenzar la construcción. En otras palabras, el emprendedor no debiera considerar la opción del banco B si no cuenta con otras fuentes de financiamiento aseguradas. Es común, sin embargo, que los emprendedores consideren que no necesitan conseguir todo el financiamiento de inmediato y que tienen suficiente tiempo para conseguir el saldo restante, saldo que muchas veces no llega, con las graves consecuencias para la viabilidad del proyecto y la empresa.

Plazo del crédito

Es recomendable que la empresa comprometa plazos de pago holgados cuando solicita un crédito. Esto permitirá contar con un margen de seguridad para cumplir con esos pagos si eventualmente se presentan inconvenientes.

Por ejemplo, un emprendedor tiene una empresa de venta de útiles escolares importados que vende a supermercados, los cuales le pagarán 90 días posterior a la venta. Como es de esperar, la venta de los productos en los supermercados a los consumidores finales debiera materializarse en los meses de febrero y marzo de cada año, previo al período escolar. El emprendedor, para financiar los meses de desfase entre el pago a sus proveedores extranjeros y la recepción del pago de los supermercados, deberá solicitar un préstamo al banco.

Dado que el emprendedor espera recibir el flujo de ingresos entre los meses de mayo y junio, es recomendable que solicite al banco un plazo de pago hasta el mes de agosto de ese año, con el fin de contar con suficiente holgura para asegurar la cobranza a los supermercados.

Moneda del crédito

En términos generales, es recomendable que las deudas contraídas por una empresa sean en la misma moneda que generalmente recibe sus ingresos, ya sea ésta en pesos, dólares u otra divisa. Esto permite a la empresa acotar el riesgo que implica variaciones en el tipo de cambio.

Por ejemplo, una empresa que tiene sus ingresos en pesos y su deuda en dólares, podría estar expuesta a un riesgo de tipo de cambio importante si el valor del dólar versus el peso sube en forma importante, ya que tendría que pagar más pesos por cada dólar que debe.

Algunas de las razones por las que emprendedores optan por financiar su negocio en dólares aun cuando sus ingresos están en pesos, es para optar a tasas de interés más bajas en comparación con la moneda local (pesos o UF). Esta diferencia en tasa generalmente no compensa el riesgo que asume la empresa por tipo de cambio.

Tasa de interés y costos del crédito

Resulta evidente la importancia de tener bajos costos asociados a la hora de solicitar un crédito. Sin embargo, muchas veces los créditos son solicitados sin consultar previamente los costos que tendrán.

Un ejemplo de esto es el emprendedor que por diversas circunstancias enfrenta una situación de necesidad de caja imperiosa en su empresa, aceptando créditos bancarios sin haber negociado previamente su tasa de interés, seguros y otros costos asociados. Si bien esto puede ser explicable, la prudencia sugiere anticipar con suficiente tiempo las necesidades de caja de la empresa a efectos de poder negociar con distintas instituciones bancarias la tasa y otras condiciones del crédito.

Condiciones de Prepago

Al contraer créditos de largo plazo, es importante negociar y dejar establecidos formalmente en el documento que corresponda (pagaré, contrato de crédito, escritura, etc.) los costos y las condiciones para poder pre pagar el crédito antes de su vencimiento. En caso contrario, esto podría no ser posible o podría resultar muy oneroso para el deudor en el futuro.

Garantías

Las garantías corresponden a activos puestos a disposición de un acreedor con el fin de respaldar una deuda que éste último ha otorgado. La garantía puede ser ofrecida al acreedor por la empresa, sus socios o terceros.

Existe una gran variedad de garantías que pueden ser acordadas al momento de solicitar un crédito, algunas de las cuales son:

1.- Avals y fianzas solidarias. Corresponde a un compromiso de pago de una persona natural o jurídica a un acreedor, por un crédito que este último ha otorgado a un tercero. Los avales más usuales son los otorgados por los socios de la empresa deudora o por sociedades relacionadas a ésta última.

Este tipo de garantía implica que el aval tendrá que responder con sus propios bienes en caso que la empresa o deudor directo no sea capaz de cumplir con el pago de un crédito en los plazos y condiciones pactadas. A su vez, los avales o fianzas solidarias son independientes de otras garantías que el deudor haya puesto a disposición de su acreedor.

Ejemplo

Una empresa asume una deuda con el Banco B, el cual exige el aval del socio de la empresa. Además, el socio tiene contratado un crédito hipotecario por su casa con el mismo Banco B, donde supongamos que la casa tiene un valor de \$ 200 y un saldo por pagar del crédito hipotecario de \$ 40.

En el caso que el socio decida vender su casa, el banco B podría exigir al socio que abone parte o la totalidad de la utilidad en la venta de la casa (\$ 160) a las deudas que pueda mantener la empresa con el banco B. Esto es posible dado que es altamente probable que el socio, al contratar el crédito hipotecario, haya aceptado garantizar deudas directas e indirectas (avales) de créditos pasados o futuros con el mismo banco. Las hipotecas de bienes inmuebles, como casas, departamentos, predios agrícolas, oficinas, terrenos, entre otros, son ejemplos de este tipo de garantías reales.

2.- Prendas de bienes muebles. Usualmente se refieren a vehículos, maquinarias y equipos. Este tipo de garantías son menos valoradas por un acreedor, sin embargo, también son consideradas garantías reales.

En el caso que el acreedor por ejemplo, un banco, no pueda recuperar el crédito otorgado a la empresa, podrá seguir un juicio al propietario de la hipoteca o prenda que posee en garantía, con el fin de rematarla y recuperar el monto que se le adeuda. El saldo que quede disponible, luego de rematar el activo y pagar la deuda, será devuelto al propietario de la garantía rematada.

Cabe recalcar que hipotecas o prendas otorgadas en garantía no necesariamente pertenecen a la empresa deudora. También pueden ser de propiedad de sus socios o un tercero.

3.- Prendas de contratos. Este tipo de garantía, menos común, puede ser muy útil a la hora de negociar un crédito. Un buen ejemplo es la prenda de un contrato de arriendo.

Consideremos una empresa que tiene una bodega que no utiliza y la arrienda a una prestigiosa casa comercial a través de un contrato de arriendo. La empresa propietaria de la bodega podría preñar dicho contrato de arriendo a favor de un banco, donde la casa comercial queda obligada a pagar el arriendo mensualmente al banco en vez de hacerlo a la empresa propietaria de la bodega.

Desde el punto de vista del banco, la prenda del contrato de arriendo es una muy buena garantía ya que asegura la recuperación de su crédito mensualmente con una fuente de pago muy clara mientras esté vigente dicho contrato.

4.- Garantías estatales: a través de CORFO, el estado otorga avales a instituciones financieras con el fin de facilitar la obtención de créditos por parte de empresas de distintos tamaños. Es importante destacar que la decisión de otorgar o no el crédito recae en la institución financiera y no en CORFO. La garantía ofrecida por CORFO será sólo una de las variables que considerará el banco para determinar si otorgará el préstamo.

5.- Sociedades de Garantía Recíproca (SGR): este tipo de instituciones evalúa la situación financiera y garantías disponibles de una empresa. En el caso que la SGR determine aceptables las condiciones financieras de la empresa y la calidad de las garantías disponibles de ésta, cobrará una comisión financiera a cambio de otorgarle certificados de fianza solidaria a la empresa. De esta forma, la empresa podrá acceder con mayor facilidad a préstamos de instituciones financieras, ofreciendo en garantía dichos certificados.

En el caso que la empresa no pueda cumplir con los compromisos contraídos con la institución financiera, ésta exigirá el pago a la SGR por los certificados que obtuvo en garantía. La SGR, a su

vez, ejecutará las garantías que obtuvo de la empresa.

Al negociar las condiciones de un crédito es fundamental que el empresario otorgue la menor cantidad de garantías posibles, con el fin de utilizarlas en momentos que realmente sean determinantes para la obtención de créditos. Es común ver casos de empresas que, por diversas razones, mantienen sobre garantizados a uno o más acreedores. En estos casos es recomendable realizar una reestructuración de las deudas, utilizando de manera más eficiente las garantías disponibles.

El emprendedor debe considerar el monto, plazo, moneda, tasa de interés, garantías y condiciones de prepago a la hora de negociar un crédito. Todas las variables anteriores son muy importantes, siendo la tasa de interés la menos relevante.

5.3 OPERACIONES DE LEASING VERSUS CRÉDITOS CON GARANTÍAS REALES

Un leasing consiste en un contrato de arriendo con opción de compra, donde una institución financiera (el acreedor) compra un activo (por ejemplo, una oficina) que una empresa o deudor necesita. La empresa utilizará la oficina a cambio del pago de un arriendo mensual al acreedor y tendrá, a su vez, el derecho a comprar dicho activo pagando la última cuota del contrato de arriendo en el futuro.

Una alternativa dentro de las operaciones de leasing es la denominada lease-back, la cual consiste en que una empresa vende uno de sus activos fijos a una institución financiera, materializando el mismo contrato de arriendo con opción de compra antes descrito. El lease-back se usa principalmente para financiar capital de trabajo permanente, proyectos propios del giro de un negocio (al hacer líquidos sus activos fijos) o en el refinanciamiento de otras deudas. Aunque las operaciones de leasing o lease-back no figuran dentro de las informadas por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, la empresa deudora debe informarlas en sus estados financieros.

Es necesario destacar que, en la modalidad de leasing, el activo no pertenece a la empresa que solicita el financiamiento y por lo tanto pasará a ser de su propiedad sólo una vez que cancele la última cuota, la que le da derecho a ejercer la compra de dicho bien.

Por el contrario, si la empresa decide comprar un inmueble solicitando un crédito con garantía, ésta será propietaria del activo desde el primer momento. En este caso, la institución financiera sólo poseerá dicho activo en calidad de garantía. Esto cobra especial importancia en empresas que presenten dificultades financieras, ya que en el primer caso (leasing) el bien pertenece a la institución financiera y en el segundo caso a la empresa.

En el caso que el acreedor por ejemplo, un banco, no pueda recuperar el crédito otorgado a una empresa para la compra de una oficina, podrá seguirle un juicio con el fin de rematar dicho inmueble y recuperar el monto que se le adeuda. El saldo que quede disponible después de pagar la deuda correspondiente con el banco será devuelto a la empresa. Si, por el contrario, la empresa financió la compra de la oficina con un leasing a 20 años y presenta problemas para cumplir los pagos el año 19, ella podría perder todo lo invertido en dicho activo, al no seguir cumpliendo los pagos en calidad de arrendador, ya que el bien aún le pertenece al acreedor.

Otras características de las operaciones de leasing o lease-back son:

- _ No pagan impuesto de timbres y estampillas, cosa que sí ocurre en créditos bancarios.
- _ Permiten reconocer como gasto la totalidad de la cuota pagada, en cambio en un crédito bancario sólo se reconoce como gasto los intereses de la cuota.
- _ En una operación de leasing, quien deprecia el activo es la compañía de leasing, ya que es la propietaria del bien, mientras en un financiamiento bancario con garantía hipotecaria, la depreciación del inmueble la reconoce la empresa que obtuvo el financiamiento como un gasto.

5.4 TIPOS DE ACREEDORES

Existe una gran diversidad de actores en el mercado disponibles para financiar empresas a través de deuda. Éstos evalúan los créditos que otorgan de manera muy diversa, desde entidades expertas en evaluación crediticia hasta aquellos que financian empresas sin realizar un análisis de riesgo muy exhaustivo.

Dentro de cada grupo de acreedores posibles (bancos, compañías de seguro, empresas de factoring, proveedores, etc.), existen también mucha dispersión en cuanto al estilo y características de cada institución, por lo que es recomendable definir un criterio de selección que permita enfocar

el esfuerzo y dedicación en un grupo reducido de ellos, buscando establecer una relación de largo plazo.

Es aconsejable para el emprendedor, antes de operar con nuevas entidades financieras, proveedores u otros acreedores, pedir referencias de éstos de manera de privilegiar actores serios.

A continuación, revisaremos algunas características generales de los distintos tipos de acreedores con el fin de entender sus intereses y evaluar cómo relacionarse de mejor manera con ellos.

5.4.1 PROVEEDORES

“Un administrador inteligente, establece una cultura de gratitud no sólo hacia clientes y empleados sino que también hacia sus proveedores”

(Harvey Mackay).

Es usual en diversas industrias que los proveedores otorguen plazo a sus clientes para pagar por los productos o servicios que les proveen, privilegiando muchas veces el volumen y precio de venta que pueden captar, por sobre el riesgo que conlleva el crédito otorgado. Sin embargo, en una misma industria habrá proveedores más severos a la hora de aprobar condiciones de créditos a sus clientes y otros que no realizarán mayor análisis para aprobarlos.

Como regla general, los proveedores serán menos exigentes a la hora de evaluar el riesgo crediticio de sus clientes en comparación con las instituciones financieras establecidas. Adicionalmente, un proveedor estará más dispuesto a financiar a un cliente en etapa temprana de desarrollo, si cumple las siguientes características:

- _ No representa un porcentaje importante de las ventas totales del proveedor.
- _ Existe una buena relación entre ambas partes.
- _ Ha tenido un buen comportamiento histórico de pago.
- _ Posee buenos antecedentes en los boletines comerciales.

Otra característica de los proveedores es que generalmente no exigen un pago de intereses por los plazos de financiamiento que otorgan, incluso si hay algunos días de atraso respecto de lo acordado previamente con el cliente. De esta forma, se convierte en una excelente opción de financiamiento que, paradójicamente, muchos emprendedores desconocen o no utilizan.

Las empresas obtendrán financiamiento de proveedores con mayor facilidad que de instituciones financieras, especialmente las que están en etapas iniciales de desarrollo.

Forma en que otorgan créditos los proveedores

En la actualidad, los pagos de facturas emitidas por proveedores a sus clientes se realizan con frecuencia en forma electrónica. No obstante, muchos proveedores prefieren realizar ventas a crédito siempre y cuando el cliente pague con un cheque a fecha y no vía transferencia electrónica, evitando así la administración y coordinación posterior de la cobranza. De esta manera, al momento del vencimiento del crédito el proveedor tendrá en su poder un documento a ser cobrado en la fecha pactada y, desde el punto de vista del pagador (cliente), la fecha de pago ya estará comprometida.

Otra alternativa para el proveedor es otorgar el crédito contra la factura recibida por su cliente, lo que implica que tendrá que cobrarla a su vencimiento. Otras formas menos comunes en que formalizan crédito los proveedores son a través de letras y pagarés.

Cuando el emprendedor es el proveedor y otorga crédito a sus clientes

En el caso inverso, cuando el emprendedor participa en una industria como proveedor otorgando crédito a sus clientes, deberá lograr dos grandes objetivos:

- _ Controlar el riesgo de no pago por parte de los clientes.
- _ Conseguir que los clientes paguen en el menor plazo posible.

Con el fin de controlar el riesgo de no pago, un proveedor deberá analizar el boletín comercial del cliente o bien contratar un seguro de crédito por las ventas que realizará. Adicionalmente, el proveedor podrá evaluar las siguientes acciones para clientes nuevos que representen un porcentaje relevante de sus ventas:

- _ Solicitar antecedentes financieros tales como balances, declaraciones anuales de impuesto y formularios de pago de IVA, con el fin de evaluar el riesgo del cliente y fijar un monto máximo de crédito.
- _ Solicitar garantías, las que pueden incluir avales de socios, hipotecas o prendas.
- _ Hacer un seguimiento periódico del comportamiento de pago y evolución de los boletines comerciales, tanto del cliente como de sus empresas relacionadas y socios.

Una vez que el proveedor tenga controlado el riesgo de crédito de sus clientes, deberá velar por cobrar en los menores plazos posibles, con el fin de disminuir los requerimientos de capital de trabajo de su negocio. Algunas medidas que puede considerar para cumplir este objetivo son:

- _ Tener un departamento de cobranza que vele por el pago oportuno de clientes, siendo aconsejable que los responsables sean personas distintas a las que realizan las ventas.
- _ Acordar con el cliente un pago de interés si los plazos superan lo acordado, con el fin de desincentivar los atrasos.
- _ Definir acciones y responsables en los casos de clientes que superen un nivel de atraso preestablecido, medidas que podrán ser diferenciadas según el monto del crédito que está en riesgo de recuperarse.

5.4.2 BANCOS

“Los créditos bancarios son otorgados con objetivos, plazos definidos y una fuente de pago clara”
(Anónimo).

Los bancos son instituciones expertas a la hora de evaluar el riesgo de otorgar préstamos, gestionarlos y administrarlos. Generalmente, participan en toda la gama de productos de créditos, incluyendo líneas de sobregiro, tarjetas de crédito, préstamos contra pagaré, operaciones de comercio exterior, operaciones de *factoring*, créditos hipotecarios y contratos de leasing, entre otros.

Cómo se mencionó con anterioridad, el crédito otorgado a personas o empresas conlleva el compromiso de devolución del monto prestado, acordando un plazo de devolución, un interés

pactado, una determinada moneda en la cual se devolverá (pesos, uf, dólares u otra) y, dependiendo del caso, la solicitud de garantías.

Riesgo que están dispuestos a asumir los bancos

Los bancos otorgarán créditos sólo a deudores con una situación financiera sana y una fuente de pago clara, exigencia que además es controlada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF). La razón de ello, es que este tipo de instituciones trabaja con recursos financieros que provienen de los ahorros y recursos de sus clientes en una porción mucho mayor al patrimonio que pertenece a los accionistas del banco. Esto significa que gran parte de los recursos otorgados como créditos por los bancos pertenecen a ahorrantes, quienes confían que el banco les devolverá su dinero cuando ellos lo requieran. Por esta razón, los bancos no están dispuestos a prestar recursos a deudores donde identifiquen un riesgo de incobrabilidad medio o alto.

El sistema financiero chileno posee altos estándares de seguridad y solvencia, lo que se traduce, por ejemplo, en que un ahorrante se siente muy seguro en que recuperará el depósito a plazo tomado con un banco en las condiciones acordadas (fecha de vencimiento, moneda e interés acordado). Esto no necesariamente ocurre en otros países.

Dado lo anterior, los bancos no son una fuente de financiamiento para emprendedores con un alto nivel de riesgo en sus negocios como, por ejemplo, proyectos en etapas de evaluación, sin historia o negocios en los cuales no tengan suficiente conocimiento y experiencia. Para los casos anteriores, alternativas más adecuadas de financiamiento pueden ser la incorporación de socios al negocio o financiamiento vía *factoring*, entre otros.

Las preguntas básicas y el rol de las garantías en los bancos

Un banco hará tres preguntas básicas antes de iniciar un completo análisis financiero a una empresa que solicita un crédito:

- _ ¿Quién solicita el crédito?
- _ ¿Qué usos se le dará al crédito?
- _ ¿Cómo se pagará el crédito?

Respecto de quién solicita el crédito, el banco estudiará a los socios que están detrás de la empresa con el fin de conocer su seriedad y comportamiento de pago, su capacidad económica, financiera y si éstos están o no, relacionados a otros negocios. En ocasiones, es posible que empresas financieramente sanas soliciten créditos con el fin de traspasarlos a empresas relacionadas que

se encuentran en una situación financiera compleja, las que de otro modo no podrían conseguir ese financiamiento de forma directa. Por este motivo, los bancos se ven obligados a revisar en un contexto amplio al solicitante del crédito.

Adicionalmente, la institución bancaria estará interesada en evaluar la capacidad de gestión empresarial tanto de la administración como la de sus socios, evaluación que resulta determinante al momento de evaluar la factibilidad de cumplimiento del plan de negocios y flujos de caja futuros presentados por la empresa al banco.

Los usos que se le dará al crédito deben ser muy claros ya que el banco desea entender el negocio de la empresa, la industria en la cual participa y la rentabilidad que generarán los recursos a utilizar. Ello, con el fin de evaluar su real capacidad de cumplir con el pago del crédito solicitado.

A modo de ejemplo, será muy distinto un crédito puntual para cubrir un desfase de capital de trabajo que un crédito solicitado para la compra de un terreno, donde la empresa planea construir su nueva planta productiva. Los flujos, tiempos y riesgos asociados en cada caso son muy diferentes e influirán en la evaluación y decisión del banco.

En la misma línea, parte fundamental del análisis de riesgo que efectúa el banco es identificar cómo se pagará el crédito. Será diferente si se propone pagar con la operación propia del negocio, con un nuevo endeudamiento, con futuros aportes de capital o con ventas de activos prescindibles. En cada caso, el emprendedor deberá explicar claramente cuál será la forma de pago, lo que le permitirá eventualmente negociar mejores condiciones del préstamo.

Desde el punto de vista del banco, las garantías sólo cumplen el rol de ser una segunda alternativa para recuperar el préstamo otorgado, en caso que el deudor no pueda pagarlo con el flujo que esperaba obtener originalmente. Si un emprendedor ofrece una muy buena garantía al momento de solicitar un crédito, pero sin una clara explicación de cómo se cancelará el crédito solicitado, el banco no otorgará el préstamo ya que su negocio no es ejecutar garantías.

En casos extremos de insolvencia o quiebra de una empresa, algunos acreedores tendrán preferencia sobre los recursos obtenidos a la hora de la liquidación de activos por parte de un liquidador, incluso si ese activo se encuentra dado en garantía a un banco u otro acreedor. Ejemplos de acreedores preferentes son el fisco, deudas previsionales, sueldos y finiquitos pendientes de trabajadores.

Finalmente, cabe destacar que las instituciones financieras privilegiarán contar con garantías

fácilmente liquidables. A modo de ejemplo, un departamento en Santiago es más líquido que un predio agrícola y este último, a su vez es más líquido que una maquinaria productiva muy específica.

Los emprendedores deben tener claro que obtendrán préstamos de la banca sólo si la fuente de pago del crédito es muy clara y no por las garantías que ofrezcan. Desde la mirada del banco, el objetivo de la garantía es que se ejecute sólo en caso que falle la forma de pago propuesta originalmente.

A la hora de interactuar con el banco, existen distintos interlocutores que es necesario conocer:

Ejecutivos comerciales. Son quienes mantienen la relación entre el banco y los clientes. Dentro de sus funciones, destacan:

- _ Otorgar la mayor cantidad de préstamos posibles y con buenas condiciones de rentabilidad (tasa del crédito).
- _ Buscar que los clientes mantengan razonables saldos promedios en sus cuentas corrientes y de inversión.
- _ Incentivar el uso de productos y servicios del banco y sus negocios relacionados, tales como seguros, tarjetas de créditos o pago de remuneraciones.

Ejecutivos de riesgo. Su rol es evaluar el riesgo de los créditos a otorgar y bajo qué condiciones ofrecerlos en cada caso particular (monto, plazo, tasa, moneda y garantías). Otra responsabilidad de los ejecutivos de riesgo es recuperar los créditos que presentan problemas de cumplimiento con la mayor efectividad y velocidad posible.

Esta área del banco, a diferencia de la anterior, no es evaluada por el volumen de negocios realizados sino por su capacidad de discriminar a quienes otorgarles créditos con un bajo y controlado nivel de riesgo. Proyectar la capacidad de pago de los créditos es una de las principales funciones del área de riesgo, la que se determina analizando el potencial deudor, su situación financiera actual y proyectada a partir de los balances, estados de resultados y flujos de caja.

Fiscalía. Otra área de apoyo dentro de un banco, que tiene importancia desde el punto de vista del emprendedor, es la fiscalía. En ella radica la revisión y aprobación de los antecedentes legales de cada cliente antes que éste comience a operar con el banco. En ocasiones, el área de fiscalía puede significar importantes retrasos en la obtención de los créditos solicitados, lo que debe tomarse en cuenta por parte del emprendedor.

5.4.3 COMPAÑÍAS DE SEGURO

Al igual que en el caso de los bancos, las compañías de seguro son actores especializados a la hora de evaluar el riesgo de colocar un crédito y la posterior administración del mismo. Sin embargo, no ofrecen otros servicios bancarios como cuentas corrientes o tarjetas de crédito.

Estas instituciones, especialmente por la relación que tienen con la industria de rentas vitalicias derivada de los fondos de pensiones, requieren invertir con bajos niveles de riesgo e idealmente en créditos de largo plazo. Por esta razón, son instituciones que ofrecen principalmente financiamiento de activos inmobiliarios donde esperan una plusvalía positiva a través del tiempo.

A las compañías de seguro relacionadas a rentas vitalicias les acomoda los créditos a mayor plazo que un banco.

Adicionalmente, ciertas compañías de seguro también financian la compra de maquinaria, vehículos u otros activos fijos. La modalidad de financiamiento utilizada por estas instituciones financieras es a través de operaciones de leasing. En caso de insolvencia o quiebra de una empresa, los activos en leasing (al no ser propiedad de la empresa), quedan fuera del análisis de acreedores preferentes, a diferencia de las garantías otorgadas a los bancos.

En un crédito de largo plazo con garantía hipotecaria, el activo pertenece al cliente. En el caso de una operación de leasing, el activo pertenece a la compañía de leasing y el cliente pasará a ser su propietario sólo una vez que cancele la última cuota.

Existen también compañías de seguros de créditos, las que garantizan el riesgo de no pago de créditos otorgados por una empresa a sus clientes. Este servicio puede ser muy útil para emprendedores que no tienen la capacidad de efectuar un adecuado análisis de riesgo a los créditos que otorgan a sus clientes.

5.4.4 MUTUARIAS

Las mutuarías son también instituciones financieras que nacen al alero de una compañía de seguros de vida, pero con personalidad jurídica distinta. El instrumento utilizado para otorgar financiamiento a largo plazo es un mutuo endosable con garantía hipotecaria, lo que implica que la propiedad del bien permanece en la empresa que solicitó el financiamiento y dicho bien es entregado en garantía al acreedor. Por lo tanto, conceptualmente es una operación muy similar a la realizada por un banco con garantía hipotecaria.

Aunque este tipo de operaciones no figura dentro de las informadas por la SBIF, es obligación de las empresas informarlas en sus estados financieros.

5.4.5 EMPRESAS DE *FACTORING* NO BANCARIAS

La industria de *factoring* está altamente desarrollada en nuestro país. Como consecuencia de lo anterior, existen muchas compañías que ofrecen este producto, existiendo una gran diversidad de competidores, desde instituciones financieras de envergadura (como los bancos) hasta empresas independientes de bajos volúmenes de operación.

Dentro de las compañías de *factoring* no relacionadas a la industria bancaria, también se observa distintas formas de evaluar el riesgo de las empresas a las cuales financiarán. En un extremo están las compañías de *factoring* que realizan un análisis de riesgo muy exhaustivo a sus clientes y, en el otro extremo, compañías donde el análisis lo enfocan no en el cliente sino en el pagador de las cuentas por cobrar que financiarán.

Definición de *Factoring*

El *factoring* es una alternativa de financiamiento que consiste en la cesión (venta) de cuentas por cobrar, transformándolas en disponible (caja) antes de su vencimiento. Un caso de *factoring* se presenta en el siguiente ejemplo.

Ejemplo

Un negocio que fabrica camisas (la empresa) vende sus productos a una multitienda (el cliente) con facturas con crédito a 90 días. Posteriormente, dichas cuentas por cobrar son factorizadas por la fábrica de camisas con la compañía de *factoring* con el fin de hacerlas líquidas (obtener caja) en forma anticipada.

La empresa vende a la compañía de *factoring* sus facturas, lo que implica una cesión de derechos. Esto significa que, si por alguna razón la multitienda paga por error a la fábrica de camisas dichas facturas, esta última estará obligada a devolver dichos recursos a la compañía de *factoring*.

Usualmente, la cesión de facturas es con responsabilidad de pago de quien las cede, lo que significa que si la multitienda no paga lo adeudado, la empresa fabricante de camisas deberá pagar las facturas impagas a la compañía de *factoring*. Una manera de traspasar el riesgo de no pago de estos documentos es contratando un seguro de crédito.

Una empresa que factoriza sus cuentas por cobrar cede los derechos sobre éstas a la compañía de factoring. Las cuentas por cobrar que no se cancelen por los deudores finales deberán ser cubiertas por la empresa que las factorizó.

Generalmente, la compañía de *factoring* notificará al deudor la cesión del crédito. Una vez notificado el deudor, éste quedará obligado a pagar a la compañía de *factoring* lo adeudado. Sin embargo, es posible que la empresa negocie con la compañía de *factoring* que el cobro lo siga realizado ella misma, obligándose al momento de recibir el pago a entregar dichos recursos a la compañía de *factoring*.

Otros activos posibles de factorizar

También es posible anticipar flujos de pagos por contratos, pagarés a plazo por cobrar o incluso existencias, aunque éstas últimas con obligación de recompra por parte de quien realiza la operación de *factoring*.

Costos asociados al factoring

Además de la tasa de interés pactada por el plazo acordado de financiamiento, existen diversas comisiones asociadas que deben estar estipuladas en el contrato que se firma entre las partes, tales como costos por operación, costos por documento y gastos administrativos, entre otros. Cabe destacar que la tasa de interés puede alcanzar la máxima autorizada por ley cuando el deudor final paga la factura con fecha posterior a su vencimiento.

Efectos de una operación de factoring en los índices financieros de la empresa

Una empresa que factoriza cuentas por cobrar, tiene un efecto positivo en algunos índices financieros, especialmente disminuyendo el *leverage*²³ al cierre de un estado financiero. Esto se produce al disminuir pasivos (deudas) por la caja obtenida.

En el siguiente ejemplo se visualiza este efecto. Para facilitar la comprensión, no se considera el efecto de los intereses devengados por la operación de *factoring* en los resultados y, por ende, en el patrimonio.

Tabla 5.2
Efecto del factoring en el *leverage* de una empresa

BALANCE EN MMS	ANTES FACTORING	FACTORIZACIÓN MMS 600	DESPUÉS FACTORING
CAJA	10	610	10
CUENTAS POR COBRAR	800	200	200
OTROS ACTIVOS CIRCULANTES	790	790	790
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	1.600	1.600	1.000
TOTAL ACTIVOS FIJOS	1.500	1.500	1.500
TOTAL ACTIVOS	3.100	3.100	2.500
PASIVO CIRCULANTES	1.900	1.900	1.300
PASIVOS LARGO PLAZO	200	200	200
PATRIMONIO	1.000	1.000	1.000
PASIVO + PATRIMONIO	3.100	3.100	2.500
LEVERAGE (VECES)	2,1	2,1	1,5

²³ *Leverage* o apalancamiento en español, es un índice financiero obtenido al dividir el pasivo de una empresa por su patrimonio. Este índice se expresa en veces. Mayor detalle será analizado en el capítulo Estructuras de Endeudamiento.

En la tabla anterior, se considera que se factorizan \$ 600 MM de los \$ 800 MM de cuentas por cobrar, aumentando de esta manera la caja disponible de \$ 10 MM a \$ 610 MM. Con los \$ 600 MM adicionales se pagan pasivos circulantes, disminuyéndolos de \$ 1.900 MM a \$ 1.300 MM. La operación anterior, se traduce en una disminución de *leverage* de 2.1 a 1.5 veces.

Confirming

El *confirming* es una operación financiera que evolucionó a partir del *factoring*. A través de este producto, una empresa que paga a plazo a sus proveedores, establece una relación con una compañía de *factoring* con el fin de ofrecer a dichos proveedores la alternativa de anticipar el pago de sus cuentas por cobrar.

Con el fin de graficar un ejemplo de los actores involucrados, supondremos que una empresa que fabrica camisas compra las materias primas a sus proveedores con facturas con pago a 90 días. La empresa fabricante de camisas, dado que posee una buena situación financiera, establece un acuerdo con una compañía de *factoring* para que ésta última ofrezca a los proveedores de materias primas interesados pagarles sus facturas al contado, para que no esperen los 90 días al pago.

Los beneficios para la empresa que fabrica camisas es que mejora su relación con proveedores, facilitándoles acceso y mejores condiciones de financiamiento. El costo de este financiamiento puede ser asumido por la empresa o los proveedores.

En el caso que la empresa tenga acceso a un bajo costo de financiamiento con este producto, podría convenirle asumir dicho costo con la finalidad de obtener mejores condiciones de precio por parte de su proveedor.

6.1 ESTRUCTURAS DE ENDEUDAMIENTO

Muchos emprendedores se preguntan si es sano contraer deuda para financiar su empresa o qué tanta deuda es prudente contraer en las distintas etapas de desarrollo de ésta. Como se vio en el capítulo anterior, existen diversos tipos de acreedores con quienes es posible obtener financiamiento. En este capítulo analizaremos cuándo es sensato endeudarse y cómo estructurar la deuda.

Para determinar la salud financiera de una empresa, revisaremos en primer lugar un concepto básico y muy útil, el Balance de la empresa, el cual forma parte de los Estados Financieros de la misma.

6.2 LA GRAN ECUACIÓN: EL BALANCE

El Balance representa una fotografía de la posición financiera de una empresa en un instante dado, por ejemplo, al 31 de diciembre de un determinado año, en el cual se muestra los activos, pasivos exigibles (deuda) y patrimonio que tiene en ese momento.

Como primera aproximación, se debe mencionar que los activos corresponden a los recursos y bienes que tiene una empresa, los que se agrupan en activos circulantes y activos fijos o de largo plazo²⁴.

Los activos tienen dos grandes fuentes de financiamiento: el pasivo exigible²⁵, que corresponde a los compromisos que se debe a terceros y el patrimonio, que es la parte que pertenece a los socios, tanto por el capital que aportaron en la empresa como también por las utilidades generadas que no han sido repartidas a esa fecha. El pasivo exigible se agrupa en pasivos de corto y largo plazo²⁶, según su nivel de exigibilidad en el tiempo. De esta manera, si una empresa tiene activos por \$ 100, de los cuales \$ 40 debe a terceros (pasivos), lo que realmente pertenece a los socios es \$ 60 (patrimonio).

Una manera muy simple de entender este concepto es compararlo con el estado de situación que entrega una persona a su banco. En la siguiente tabla mostramos el estado de situación de Juan Buenaventura.

²⁴ Activos circulantes son los que debieran ser líquidos antes de 12 meses. Ejemplos de ellos son la caja disponible en cuenta corriente, cuentas por cobrar, existencias, entre otros. Activos fijos son los destinados a la producción de la empresa sin el ánimo de venderlos, como, por ejemplo, maquinarias, equipos, terrenos, construcciones, entre otros.

²⁵ El pasivo exigible también es conocido como "pasivo" o "deuda total con terceros".

²⁶ Pasivos circulantes son las deudas que son exigibles en el corto plazo como por ejemplo créditos bancarios que vencen antes de 12 meses, cuentas por pagar a proveedores, IVA por pagar, etc. Pasivos de largo plazo son los exigibles por los acreedores en plazos superiores a 12 meses.

Tabla 6.1
Estado de situación de Juan Buenaventura

JUAN DECLARA TENER COMO ACTIVOS LO SIGUIENTE AL DÍA 31/12/2017:

ACTIVOS (LO QUE TIENE)	MONTO
Dinero disponible en su cuenta corriente	\$ 1.000.000
Inversión en Fondos Mutuos	\$ 4.000.000
Automóvil Marca x, modelo y, año z	\$ 10.000.000
Departamento en Santiago	\$120.000.000
TOTAL ACTIVOS	\$135.000.000

ADEMÁS JUAN DECLARA LOS SIGUIENTES COMPROMISOS A LA MISMA FECHA:

PASIVOS (LO QUE LE DEBE A TERCEROS)	MONTO
Uso de Línea sobregiro en cuenta corriente	\$ 2.500.000
Saldo Capital adeudado crédito hipotecario	\$ 70.000.000
TOTAL PASIVOS	\$ 72.500.000

Al observar la tabla 6.1, se puede concluir que el patrimonio de Juan Buenaventura al 31 de diciembre de 2017 es de \$ 62.500.000 ($\$ 135.000.000 - \$ 72.500.000$). Es importante notar que sólo se conocen los activos, pasivos y patrimonio de Juan Buenaventura, pero no se tiene información de cuánto son sus ingresos mensuales, su costo de vida o el monto del dividendo de su crédito hipotecario.

Por ejemplo, será muy distinto si Juan Buenaventura contrató un crédito hipotecario a 12 ó 20 años plazo. Lo mismo sucederá con su capacidad de pago de dividendos, ya que está dependerá de su nivel de ingresos y costo de vida.

Veamos ahora, un ejemplo del Balance de una empresa. En la Tabla 6.2 se muestran los activos, pasivos y patrimonio de la empresa Zomb SpA y cómo se compone cada uno de ellos.

Tabla 6.2
Balance Empresa Zomb SpA

(Cifras en \$)

ACTIVOS	31-12-17
Disponible	100
Cuentas por cobrar	600
Existencias	200
Activos Circulantes	900
Máquinas	100
Vehículos	80
Terrenos	2.000
Activos Fijos	2.180
TOTAL ACTIVOS	3.080

PASIVOS	31-12-17
Bancos corto plazo	100
Proveedores	300
IVA por pagar	20
Pasivos Circulantes	420
Pasivos de Largo Plazo	840
TOTAL PASIVO EXIGIBLE	1.260
Capital	500
Resultado Acumulado	1.320
PATRIMONIO	1.820
PASIVOS + PATRIMONIO	3.080

Como se puede apreciar, el Balance de Zomb SpA es muy similar en formato al estado de situación de Juan Buenaventura. En particular, podemos ver en la columna izquierda los activos de la empresa, compuesto fundamentalmente por caja, cuentas por cobrar y existencias, más algunas maquinarias y terrenos. En la columna derecha, se presenta la forma en cómo se financiaron esos activos, ya sea con deuda o capital de los socios, incluidos los resultados acumulados.

Es interesante notar en la Tabla 6.2 que los socios de Zomb SpA sólo invirtieron como capital \$ 500, estando el resto del patrimonio compuesto por las ganancias que la empresa ha generado a la fecha, equivalente a \$ 1.320. Esos montos, sumados a los pasivos exigibles de la empresa de \$ 1.260, han permitido financiar la totalidad de los activos de la empresa, cuyo valor es de \$ 3.080. Veamos a continuación en un formato más general estos conceptos.

La siguiente ecuación resume el balance de una empresa en un momento dado:

$$\begin{array}{ccccc}
 \text{ACTIVOS} & = & \text{PASIVOS} & + & \text{PATRIMONIO} \\
 \text{(lo que tiene)} & & \text{(lo que debe a terceros)} & & \text{(lo que pertenece a socios)}
 \end{array}$$

Por lo tanto, para determinar el patrimonio de una empresa, se debe calcular la diferencia entre lo que ésta tiene menos lo que debe a terceros. Ante la ley, los compromisos que adquirió la empresa con terceros (pasivos) tienen prioridad sobre el patrimonio de los dueños, por lo que el patrimonio es un derecho residual de los activos menos los pasivos.

Cabe destacar que el Balance de la empresa no indica si ésta tiene utilidades o pérdidas, ni la capacidad que tiene de generar caja. Las utilidades o pérdidas de un negocio se visualizan en su Estado de Resultados²⁷ y su capacidad de generar recursos, en su flujo de caja²⁸.

$$\begin{array}{ccccccc}
 \text{PATRIMONIO} & = & \text{ACTIVOS} & - & \text{PASIVOS} \\
 \text{(lo que pertenece a socios)} & & \text{(lo que tiene)} & & \text{(lo que debe a terceros)}
 \end{array}$$

6.3 CUÁNTO Y CÓMO ENDEUDARSE

“Controle usted la deuda, para que la deuda no lo controle a usted”

(Enrique Etchegaray)

Contar con endeudamiento puede permitir a la empresa un mayor y más rápido crecimiento, como también mejorar la rentabilidad de sus accionistas, al no tener que financiar todos los recursos que requiere el negocio con capital propio.

No obstante, se puede afirmar que si la empresa presenta incrementos sucesivos de endeudamiento, manteniendo otros parámetros constantes (como niveles de patrimonio o márgenes operacionales), ello puede resultar en rendimientos decrecientes, llegando al extremo de producir rentabilidades negativas o incluso llevar a la quiebra el negocio.

Esto se puede producir por un deterioro continuo de los índices financieros de la empresa, que lleven a las instituciones bancarias acreedoras a solicitar la devolución del dinero de líneas de crédito utilizadas por la empresa. Más aún, si los niveles de deuda son relevantes, los costos de intereses de esa deuda pueden tener un impacto negativo muy determinante en la caja de la misma y, por ende, en su capacidad de honrar sus compromisos con terceros.

²⁷ Estado de Resultados muestra el desempeño o utilidad de la empresa en un período de tiempo, resumiendo las ventas logradas con sus respectivos costos y gastos.

²⁸ El flujo de caja muestra los ingresos y egresos efectivos de caja que tuvo la empresa en un período de tiempo. Estado de Resultados y flujo de caja son conceptos muy distintos. En el extremo, una empresa puede presentar una utilidad positiva entre dos fechas, con un flujo de caja negativo y, viceversa.

¿Cómo determinar si el monto y estructura de deuda de una empresa es adecuado?

A través de esta pregunta se busca definir la salud de una empresa respecto de cuánto y cómo está estructurado su pasivo. Para ello, analizaremos los compromisos de una empresa en relación a tres índices financieros:

- _ Deuda en relación al patrimonio.
- _ Deuda en relación a la liquidez.
- _ Deuda en relación a la capacidad de generación de flujos.

6.3.1 DEUDA EN RELACION AL PATRIMONIO

“La deuda buena es un instrumento poderoso, pero la deuda mala puede matarle”.

(Robert Kiyosaki)

Una de las primeras maneras de chequear si el nivel de deuda de un negocio es bajo, aceptable o elevado, es ver cuánto es su pasivo exigible en relación a su patrimonio en un momento dado.

La relación entre pasivo exigible y patrimonio es conocida como *leverage* (o apalancamiento en español) y se expresa en veces. Este índice financiero indica cuánto es lo adeudado a terceros en relación a lo que les corresponde a los socios.

$$\text{Leverage (veces)} = \text{Pasivo Exigible} / \text{Patrimonio}$$

Por ejemplo, una empresa que tiene un total de pasivos con terceros de \$ 160 y un patrimonio de \$ 100, tendrá por consecuencia un *leverage* de 1,6 veces. En la práctica, esto significa que para financiar este negocio, por cada \$ 1,6 que se debe a terceros los socios han financiado \$ 1.

Como vimos en el capítulo anterior, a una misma utilidad anual mientras mayor sea la porción financiada con pasivos, mayor será la rentabilidad sobre el patrimonio o ROE, lo que es más beneficioso para los socios. Como contraparte, mientras mayor es la porción financiada por acreedores versus socios, los primeros estarán asumiendo más riesgo en la recuperación de sus créditos y, por lo tanto, será una empresa que se considerará con una situación más comprometida por el sistema financiero.

¿Cuánto varía el leverage al cambiar la composición de pasivos versus patrimonio?

Un menor leverage representa un nivel de endeudamiento más bajo y, por lo tanto, es un signo de una empresa financieramente más sana.

En la Tabla 6.3 se comparan dos empresas (1 y 2), las cuales tienen exactamente los mismos activos, los que suman en ambos casos \$ 100 al 31 de diciembre de 2017. Adicionalmente, la composición de los activos totales es exactamente la misma, reflejada en el mismo total de activos circulantes y activos fijos.

Tabla 6.3
Efectos de pasivos y patrimonio en *leverage*

EMPRESA 1 (Cifras en \$)

ACTIVOS	31-DIC-17
Activo Circulante	36
Activo Fijo	64
TOTAL ACTIVOS	100

PASIVOS	31-DIC-17
Pasivo Circulante	13
Pasivo Largo Plazo	23
Pasivo Exigible	36
Patrimonio	64
PASIVOS + PATRIMONIO	100
Leverage (veces)	0,56

EMPRESA 2 (Cifras en \$)

ACTIVOS	31-DIC-17
Activo Circulante	36
Activo Fijo	64
TOTAL ACTIVOS	100

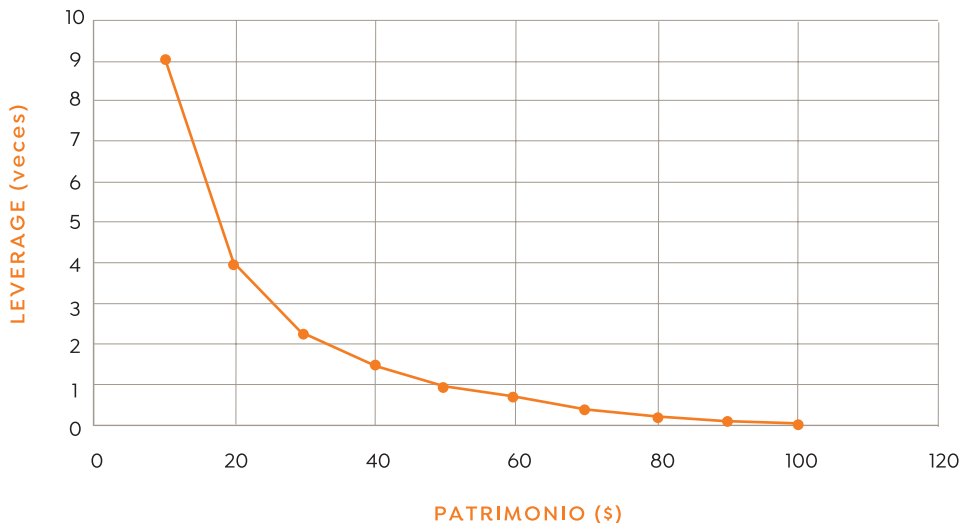
PASIVOS	31-DIC-17
Pasivo Circulante	51
Pasivo Largo Plazo	26
Pasivo Exigible	77
Patrimonio	23
PASIVOS + PATRIMONIO	100
Leverage (veces)	3,35

La diferencia entre ambas empresas se encuentra en el modo de financiamiento de ambas. En la empresa 1 el pasivo exigible (pasivos de corto y largo plazo) es de \$ 36 y su patrimonio de \$ 64, mientras que en la empresa 2 es de \$ 77 y \$ 23, respectivamente.

La comparación de ambas empresas nos permite concluir que, a pesar que ambas empresas tienen el mismo monto de activos de corto y largo plazo, la empresa 1 tiene un muy bajo nivel de endeudamiento en relación a su patrimonio (*leverage* de 0,56 veces), mientras que en la empresa 2 es alto (*leverage* de 3,35 veces), haciendo a esta última mucho más riesgosa a ojos del mercado.

El efecto en el *leverage*, al variar el financiamiento de pasivos versus patrimonio a un mismo total de activos (\$ 100), se puede observar en el Gráfico 6.1.

Gráfico 6.1
Leverage versus patrimonio
(Activos= \$ 100)



Niveles de *leverage* considerados aceptables

Un *leverage* saludable dependerá de la industria en la cual participa la empresa. Sin embargo, en términos muy generales, para negocios pequeños y medianos de giros tradicionales, índices menores a 1,5 son considerados muy sanos e índices de hasta 2,5 veces son considerados aceptables.

A continuación, analizaremos tres industrias diferentes, que permiten comparar distintos niveles de endeudamiento.

Caso 1: Empresa que presta servicios de construcción de páginas Web.

Una mirada hipotética a la composición de activos de este ejemplo, es el siguiente:

_ Activos circulantes: representa la porción más relevante de los activos totales del negocio y está compuesto principalmente por cuentas por cobrar a sus clientes, cuyo monto dependerá básicamente del nivel de ventas que tenga y el plazo promedio de cobranza de las mismas.

_ Activo fijo: muy bajo monto de este tipo de activos, dado que son básicamente computadores que se encuentran muy depreciados (supongamos con más de 2 años y medio de antigüedad). Además, no cuenta con oficinas propias (son arrendadas).

Para que este tipo de negocio se considere con una situación financiera aceptable, debiera tener un *leverage* menor que 1 ya que el principal acreedor que podría financiar con deuda sería el proveedor de equipos computacionales, pero sólo en los casos de compra o renovación de equipos.

Caso 2: Empresa que fabrica y comercializa insumos para embalaje.

Asumiremos que la composición de activos en este caso, es la siguiente:

_ Activos circulantes: estos activos estarán concentrados en materias primas, existencias de productos terminados y cuentas por cobrar a clientes.

_ Activos fijos: representan un monto importante de los activos totales, concentrado principalmente en la planta y galpones donde se fabrican los productos, más una importante inversión en maquinaria.

Parte relevante de este negocio podría ser financiado por diversos proveedores de materia prima y por créditos de instituciones financieras, ya sea para financiar capital de trabajo requerido por el negocio o créditos de largo plazo para financiamiento de maquinaria y la planta productiva.

En este segundo ejemplo, niveles de *leverage* de hasta 2 a 2,5 veces podrían ser considerados aceptables para una empresa de tamaño pequeño a mediano.

Caso 3: Una excepción a la regla.

Los bancos pueden alcanzar fácilmente niveles de *leverage* de 8 veces, cifra que representaría un nivel de endeudamiento demasiado alto para otros negocios tradicionales.

La explicación del elevado nivel de endeudamiento de empresas dedicadas al financiamiento, se debe a que trabajan con recursos financiados en una mayor proporción por terceros, versus el patrimonio perteneciente a sus propios accionistas. En este caso, un *leverage* de 8 veces será considerado normal por la estructura de la industria.

Si el leverage de un negocio comienza a superar los niveles saludables, podría entrar en serias dificultades financieras e incluso caer en insolvencia. El límite de leverage aceptable para una empresa dependerá de la industria en la cual participa y su tamaño, entre otras variables.

6.3.2 DEUDA EN RELACIÓN A LA LIQUIDEZ

“Cash flow is more important than your mother”

(Ken Morse)

Como se observó previamente, el *leverage* de una empresa muestra cuánto es su pasivo en relación a su patrimonio, pero no indica las características de dicho pasivo. Es muy distinto tener un compromiso de una deuda por pagar en seis cuotas mensuales que tener acordado pagarla, por ejemplo, en treinta y seis meses. Una de las maneras de analizar cómo está estructurada una deuda es estudiar los plazos comprometidos de ésta.

¿Es mejor tener una deuda de corto o largo plazo?

Muchos emprendedores comenten el error de tomar deudas en plazos menores a los que pueden negociar. Lo anterior, como una manera de privilegiar un menor pago de intereses o desear el pago total de la deuda en un menor tiempo, especialmente, si es con bancos.

En términos generales, para una empresa es más sano contraer deudas de más largo plazo, privilegiando la liquidez (caja) disponible del negocio. Con ello, obtienen un margen de seguridad para cumplir los compromisos acordados, obteniendo mayor flexibilidad en el desarrollo de su negocio.

Ken Morse, un destacado profesor del MIT especializado en temas de emprendimiento, acuñó la sigla CFIMITYM²⁹, haciendo alusión a la importancia del flujo de caja por sobre todas las consideraciones en una empresa. La sigla, traducida al español, es un acrónimo de “*el flujo de caja es más importante que tu mamá*”.

Uno de los índices financieros que refleja el nivel de liquidez de una empresa en un momento dado es la denominada razón corriente, que se obtiene al dividir los activos circulantes por los pasivos circulantes. Este índice busca reflejar cuántas veces los activos que serán líquidos en el corto plazo (activos circulantes) son capaces de cubrir los pasivos circulantes (deudas de corto plazo).

Otra manera de reflejar la liquidez de una empresa es con el índice financiero denominado capital de trabajo, que resulta de restar los pasivos circulantes a los activos circulantes y se expresa en monto (\$).

$$\text{Índice Razón Corriente (veces)} = \text{Activos Circulantes} / \text{Pasivos Circulantes}$$

$$\text{Índice Capital de Trabajo (\$)} = \text{Activos Circulantes} - \text{Pasivos Circulantes}$$

Si en un momento dado, el Balance de una empresa indica que tiene un total de activos circulantes de \$ 250 y pasivos circulantes por \$ 100, la razón corriente es de 2,5 veces y el índice denominado capital de trabajo es de \$ 150.

²⁹ Del inglés, *Cash flow is more important than your mother*.

¿Cuánto varía la liquidez al cambiar la composición de pasivos de corto a largo plazo?

En la Tabla 6.4 se comparan las empresas 1 y 2, las cuales tienen exactamente los mismos montos de activos circulantes (\$ 36) y activos fijos (\$ 64). Además, tienen el mismo total de pasivo exigible (\$ 62) y patrimonio (\$ 38).

Dado lo anterior, podemos ver que el nivel de *leverage* es exactamente el mismo en ambos casos, alcanzando un índice de 1,6 veces. La diferencia está en cómo se estructura el pasivo exigible:

_ En la empresa 1 su pasivo circulante es de \$ 13 y su pasivo de largo plazo es de \$ 49.

_ En la empresa 2 su pasivo circulante es de \$ 58 y su pasivo de largo plazo es de \$ 4.

Tabla 6.4
Efectos de Pasivo Circulante en razón corriente

EMPRESA 1 (Cifras en \$)

ACTIVOS	31-DIC-17
Activo Circulante	36
Activo Fijo	64
TOTAL ACTIVOS	100
Razón Corriente (veces)	2,8
Capital de Trabajo (\$)	23

PASIVOS	31-DIC-17
Pasivo Circulante	13
Pasivo Largo Plazo	49
Pasivo Exigible	62
Patrimonio Neto	38
PASIVOS + PATRIMONIO	100
Leverage (veces)	1,6

EMPRESA 2 (Cifras en \$)

ACTIVOS	31-DIC-17
Activo Circulante	36
Activo Fijo	64
TOTAL ACTIVOS	100
Razón Corriente (veces)	0,6
Capital de Trabajo (\$)	-22

PASIVOS	31-DIC-17
Pasivo Circulante	58
Pasivo Largo Plazo	4
Pasivo Exigible	62
Patrimonio Neto	38
PASIVOS + PATRIMONIO	100
Leverage (veces)	1,6

En este ejemplo, ambas empresas tienen un similar y adecuado nivel de endeudamiento (*leverage* de 1,6 veces). Sin embargo, su liquidez es drásticamente distinta ya que en el primer caso la mayor porción de su pasivo se concentra en el largo plazo, mientras que, en el segundo caso, se concentra en el corto plazo.

La empresa 1 muestra una holgada situación de liquidez, reflejado en una razón corriente de 2,8 veces y un capital de trabajo de \$ 23. Por otra parte, la empresa 2 tiene una mala situación financiera al presentar claros índices de iliquidez, lo que se refleja en una razón corriente de 0,6 veces y un capital de trabajo de -\$ 22. Esto significa que el negocio no es capaz de cubrir sus compromisos de corto plazo (\$ 58) con los activos que debiera hacer líquidos antes de 12 meses (\$ 36).

Importancia de la liquidez.

La liquidez es lo que permite operar normalmente a una empresa. Sin liquidez, no se cuenta con los recursos requeridos para pagar oportunamente compromisos como empleados, proveedores, fisco, bancos y acreedores en general.

A su vez, una liquidez holgada permitirá financiar el capital de trabajo adicional que requiera futuros crecimientos del negocio, dará la posibilidad de negociar mejores condiciones con proveedores (por ejemplo, descuentos por pronto pago) o permitirá ofrecer mayores plazos de pago a clientes para incrementar volúmenes de venta, una suma de beneficios que se traducen en un círculo virtuoso para la empresa. La frase *cash is king* ha sido utilizada en numerosas oportunidades y especialmente recordada en momentos de crisis como las de los años 1987 y 2008.

Un caso práctico.

Dos empresas de transporte compiten otorgando servicios de carga entre las ciudades A y B. Ambas empresas son extremadamente similares: mismo nivel de ventas, márgenes y resultados. Además, coinciden en el total de activos circulantes (cuentas por cobrar, existencias y caja) y también en el total de activos fijos (mismo número y tasación de sus camiones). También tienen exactamente el mismo patrimonio (capital puesto por los socios y utilidades que no han retirado) y total de pasivos (deudas con terceros).

La única diferencia es que, en el primer caso, la deuda se concentra en el corto plazo y, en el segundo, la mayor porción es de largo plazo. Ambas empresas renovaron el mes pasado su flota de camiones con leasing. Como en ambos casos los resultados y márgenes eran extraordinariamente buenos, les permitía cubrir las cuotas de leasing en 18 meses o más.

Los socios de la empresa “Transportes 18” renovaron su flota de camiones con cuotas a pagar en 18 meses, con el fin de pagar sus compromisos en el menor tiempo que les permitía el flujo de caja proyectado.

Por el contrario, sus competidores “Transportes 36”, definieron contraer el compromiso de pago en el doble de cuotas, lo que implicaba pagar cuotas más bajas, aunque un interés total mayor.

Al comparar los Balances de ambas empresas, Transportes 18 quedó con una mayor porción de pasivo en el corto plazo en comparación con Transportes 36.

Aunque Transportes 36 terminará pagando más intereses al finalizar el pago del leasing, ya que paga una cuota mensual inferior, dispondrá todos los meses de un mayor excedente de caja que su competidor. A esta caja restante, le podrá dar otros usos como, por ejemplo, conseguir descuentos por pronto pago a sus proveedores.

Frente a eventualidades, como la caída del único puente que conecta las ciudades A y B en el mes 15 y 16, es fácil imaginar las consecuencias en la caja de ambas empresas, al no poder operar en dos meses. Sin embargo, dado los antecedentes señalados previamente, Transportes 36 estará mejor preparada para sortear esta dificultad.

Error Común: financiar activos fijos (maquinaria, equipos, terrenos, construcciones, etc.) con caja disponible o créditos con plazos de pago menores a los que podrían haber obtenido.

Existen otros índices financieros que indican el estado de liquidez en industrias específicas y que pueden ser útiles para cada caso en particular. No obstante, lo relevante es entender el concepto que hay detrás de cada índice.

Al calcular índices financieros de cualquier tipo, hay que analizar previamente cuan reales son los activos que muestra un Balance en un momento dado. Es común que activos tales como existencias o cuentas por cobrar estén sobrevalorados en un Balance. En el caso de las existencias, la sobrevaloración puede ser por diversas razones, tales como obsolescencia de inventario,

mermas o mala estimación de la cantidad y/o precio de materias primas o productos en proceso, entre otras. En el caso de las cuentas por cobrar, es común observar estimaciones imprecisas de los posibles incobrables de la empresa. En este caso, contar con políticas establecidas y conocidas para medir los incobrables de la empresa y cuándo deben ser castigados, ayudará a evitar este riesgo.

Para definir el real nivel de endeudamiento o liquidez de una empresa es necesario previamente chequear que los activos no estén sobrevalorados (por ejemplo, existencias o cuentas por cobrar).

6.3.3 DEUDA EN RELACIÓN A LA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE FLUJOS

“Las utilidades son una opinión, pero el flujo de caja es un hecho”

(Anónimo).

Un negocio puede tener índices financieros de *leverage* y liquidez adecuados. Sin embargo, es muy relevante conocer además, su capacidad de generación de flujos operacionales. Con ello se puede determinar si es sano contraer deuda adicional y/o si la empresa es capaz de pagar sus compromisos en plazos razonables.

Capacidad de generación de flujos operacionales de un negocio.

La única manera de establecer en forma precisa cuánto es la generación de flujos operacionales de una empresa, es determinando su flujo de caja operacional. Esta tarea en ocasiones puede ser difícil, en especial en empresas de tamaño mediano y grande. Sin embargo, es posible realizar aproximaciones a este monto, obteniendo el resultado operacional bruto (EBITDA³⁰) de la empresa y a partir de ello estimar el flujo de caja operacional.

Es importante no considerar en este análisis los flujos que se podrían obtener fuera de la operación normal del negocio (no habituales). Un ejemplo de ello, es la venta ocasional de maquinaria en desuso de una planta productiva, la cual genera un flujo positivo de caja para la empresa, pero tiene el carácter de esporádico o no habitual. Por sus características, es considerado un flujo no operacional y, no se considera en la estimación del flujo operacional de la empresa.

30 Del inglés, *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, and Amortization*.

El Estado de Resultados sólo refleja la facturación lograda en un período de tiempo con sus correspondientes costos y gastos, sin indicar la periodicidad con que se recuperan las cuentas por cobrar, en cuántos días rota el inventario o con qué permanencia se cancelan los créditos a proveedores, entre otros.

A diferencia del Estado de Resultados, el flujo de caja muestra los ingresos y egresos de caja reales obtenidos en un período dado.

Nivel de deuda en relación a la capacidad de generación de flujos operacionales.

En la Tabla 6.5 se comparan las empresas 1 y 2, las cuales tienen exactamente la misma composición de activos, pasivos exigibles y patrimonio, presentando índices de endeudamiento y liquidez igualmente adecuados en ambos casos (*leverage* de 1,6 veces, razón corriente de 2,7 veces y capital de trabajo de \$ 23).

Adicionalmente, ambas empresas tienen el mismo nivel de ingresos de explotación (\$ 53) y alcanzan la misma utilidad (\$ 4). Con la información anterior, se podría inferir que ambas empresas son muy similares.

La diferencia entre ambas empresas, está en cómo se compone la utilidad de cada una de ellas.

Analizando la Tabla 6.5, la empresa 1 obtuvo una utilidad durante el 2016 de \$ 4, gracias a \$ 7 obtenidos como resultado operacional bruto (EBITDA) menos \$ 3 de gastos financieros y depreciación. Esto quiere decir que su capacidad de generar caja operacionalmente, en forma aproximada, es de \$ 7 por año, siendo capaz de cubrir su pasivo de largo plazo en un período razonable (7 años).

La empresa 2, a pesar que también obtuvo \$ 4 de utilidad, \$ 6 fueron obtenidos por un ingreso no operacional (supongamos que debido a la venta de una máquina que no se utilizaba), por lo que su EBITDA fue de solo \$ 1. Se puede deducir entonces que la venta de la máquina no es algo que ocurrirá todos los años. Con un EBITDA de solo \$ 1 por año, requeriría de 49 años para cubrir su pasivo de largo plazo, siendo inaceptable para un acreedor.

Tabla 6.5
Diferente Resultado Operacional Bruto para misma Utilidad

EMPRESA 1 (cifras en \$)	
ACTIVOS	
Activo Circulante	36
Activo Fijo	64
TOTAL ACTIVOS	100
Razón Corriente (veces)	2,7
Capital de trabajo (\$)	23

ESTADO DE RESULTADO		AÑO 17
Ingreso de Explotación		53
Costos de Explotación		-25
Costos de Adm. y Ventas		-21
RESULTADO OP. BRUTO		7
Gastos Financieros		-1
Depreciación del Ejercicio		-2
RESULTADO OP. NETO		4
Otros Ingresos / Egresos		0
UTILIDAD		4

PASIVOS		31-DIC-17
Pasivo Circulante		13
Pasivo Largo Plazo		49
Pasivo Exigible		62
Patrimonio Neto		38
PASIVOS + PATRIMONIO		100
Leverage (veces)		1,6

EMPRESA 2 (cifras en \$)	
ACTIVOS	
Activo Circulante	36
Activo Fijo	64
TOTAL ACTIVOS	100
Razón Corriente (veces)	2,7
Capital de trabajo (\$)	23

ESTADO DE RESULTADO		AÑO 17
Ingreso de Explotación		53
Costos de Explotación		-25
Costos de Adm. y Ventas		-27
RESULTADO OP. BRUTO		1
Gastos Financieros		-1
Depreciación del Ejercicio		-2
RESULTADO OP. NETO		-2
Otros Ingresos / Egresos		6
UTILIDAD		4

PASIVOS		31-DIC-17
Pasivo Circulante		13
Pasivo Largo Plazo		49
Pasivo Exigible		62
Patrimonio Neto		38
PASIVOS + PATRIMONIO		100
Leverage (veces)		1,6

En el capítulo V se revisó el concepto de deuda, las condiciones básicas a negociar a la hora de asumir un crédito y las principales características de distintos tipos de acreedores. Por su parte, en el capítulo VI se presentaron y analizaron las estructuras de endeudamiento, con el fin de definir cuánto y cómo debiese endeudarse una empresa. En este capítulo revisaremos, con un enfoque práctico, distintas alternativas de endeudamiento de corto y largo plazo.

En general, el tipo de deuda que debiera elegir un emprendedor para su empresa dependerá, entre otras cosas, del acceso que tenga a uno u otro tipo de acreedor y de su capacidad para identificar e implementar la mejor alternativa a la realidad de su negocio.

Si un negocio tiene proyecciones de crecimiento, y por ende requiere recursos adicionales para capital de trabajo, es recomendable que el emprendedor establezca un plan de cómo obtener el financiamiento y cuantos recursos requerirá como mínimo antes de adquirir compromisos, ya sea con clientes, proveedores, nuevos empleados u otros. De no hacerlo, es altamente probable que se gatillen una serie de incumplimientos con quienes adquirió las obligaciones, lo que llevará al negocio a una situación financiera compleja.

Son numerosos los casos de negocios con buenos resultados que terminan en insolvencia por no haber resuelto previamente cuánto y cómo financiar el capital de trabajo requerido para el crecimiento de sus ventas. Es preferible postergar dicho crecimiento si no hay claridad de cómo será financiado.

7.1 ALTERNATIVAS DE DEUDA DE CORTO PLAZO

Las alternativas de deuda de corto plazo están orientadas a financiar principalmente requerimientos de capital de trabajo y desfases de caja puntuales.

Una empresa requerirá financiar mayor capital de trabajo por los siguientes factores operacionales o propios del negocio:

- _ Mayores plazos en la recuperación de las cuentas por cobrar.
- _ Menores plazos otorgados por proveedores para el pago de sus productos y servicios.
- _ Mayores requerimientos de inventario para una normal operación del negocio.
- _ Mayor frecuencia en el pago a empleados, por ejemplo, pagos de remuneraciones semanales que implican mayores necesidades de capital de trabajo que los pagos mensuales.
- _ Requerimientos específicos de financiamiento en negocios estacionales hasta que se materializan los ingresos propios del giro.

Adicionalmente, existen otros factores no operacionales que afectan las necesidades de capital de trabajo de una empresa, por ejemplo, el capital inicial aportado por sus socios, vencimientos de cuotas de créditos de largo plazo o la cantidad y frecuencia de retiros de utilidades que éstos efectúan.

7.1.1 FINANCIAMIENTO CON PROVEEDORES

Una alternativa atractiva de financiamiento de corto plazo para un negocio en cierto tipo de industrias, es el crédito otorgado por proveedores. Si una empresa mantiene un buen comportamiento de pago, es probable que obtenga un aumento en el monto de crédito otorgado por su proveedor y/o consiga mayores plazos de pago.

Alternativamente, si la empresa va incrementando el número de proveedores junto al aumento de sus necesidades de productos o materias primas que compra, el monto de crédito total obtenido podrá ser mayor. En ambos casos, la empresa podrá financiar parte del requerimiento de capital de trabajo que implica un incremento de sus ventas vía proveedores.

Es recomendable para una empresa diversificar el riesgo de aprovisionamiento teniendo varias alternativas de proveedores, con el fin último de disminuir las posibilidades de falta de productos o materias primas requeridas en un momento dado. Además, esto permitirá maximizar las alternativas de negociación tanto en la calidad de los productos que recibirá como en su precio y condiciones de financiamiento.

Lo anterior tiene sentido sólo para compras relevantes de insumos, ya que en compras no estratégicas o de bajo monto no se justificará el esfuerzo y dedicación que implica. Si se define financiar parte de los nuevos requerimientos de caja con mayor deuda de proveedores, es aconsejable negociar con ellos con el suficiente tiempo.

El objetivo último del emprendedor será lograr un mayor plazo de pago por las compras a efectuar y/o un mayor monto de crédito. Es muy probable que estos objetivos se cumplan, sin que la empresa tenga que incurrir en costos de intereses por el mayor financiamiento obtenido, cosa que es imposible de conseguir, por ejemplo, con una institución financiera. Un segundo objetivo es lograr una reducción de precio dado los mayores volúmenes de compra a los proveedores.

Una gran ventaja de obtener financiamiento con proveedores, sin costo financiero adicional, es para utilizarlo como alternativa a líneas de sobregiro bancarias.

Construyendo una relación con el proveedor.

Es importante que los emprendedores dediquen tiempo a construir una relación con sus principales proveedores. Algunas recomendaciones muy útiles para lograr este objetivo, son:

- _ Invitar a sus proveedores relevantes a conocer su negocio, informándoles el crecimiento y logros obtenidos.
- _ Cumplir las fechas comprometidas de pago.
- _ Cuando se proyecten dificultades de caja, avisar con la máxima anticipación posible a los proveedores que necesitará mayor plazo para pagar, explicando el porqué de la situación.
- _ Comprometer una nueva fecha de pago solamente si se está seguro de cumplirla e idealmente gestionar el pago antes de dicha fecha.
- _ Es aconsejable que las prórrogas se hagan con un abono del monto adeudado al momento de cursarlas y con pagos parciales dentro del plazo total solicitado. Esto dará confianza al proveedor que su cliente está haciendo esfuerzos por cumplir.
- _ Agradecer y reconocer el apoyo recibido de quienes lo obtuvo.

A continuación se comparará el efecto para una empresa al obtener financiamiento de un proveedor contra factura versus cheque, tomando como ejemplo un plazo de pago acordado de 60 días.

Crédito contra factura. En este caso, el compromiso de pago por parte de la empresa es una factura, instrumento de cobro válido por parte del proveedor al cumplir los requisitos formales necesarios (es un título ejecutivo válido). Al vencimiento de dicha factura, 60 días según el ejemplo, la empresa deberá emitir el pago a su proveedor, lo más probable a través de una transferencia electrónica o con la emisión de un cheque.

Supongamos que, cumplidos los 60 días, la empresa deudora tiene un desfase de caja y tiene dificultades para materializar el pago de dicha factura. Una alternativa para la empresa será la posibilidad de obtener un plazo de pago adicional con su proveedor, plazo que será probable de obtener si lo solicita con la debida antelación y en la forma apropiada.

En el momento que el proveedor decida no esperar más por el pago de su factura por cobrar, podrá publicarla en un boletín comercial, suspender los despachos de productos o alternatively otorgarle más plazo incluido el cobro de un interés. Cabe destacar que cualquiera de estas acciones no garantiza al proveedor el cobro de la factura, lo que se puede traducir en un deterioro de la relación entre ambas partes.

Crédito contra cheque. En este caso, el cheque será el instrumento adeudado por el cliente y la factura propiamente tal estará bajo el status de cancelada (por el cheque). Una vez cumplido los 60 días el cheque será cobrado. En este caso, si la empresa desea obtener días adicionales para pagar su compromiso por un desfase de caja, su capacidad de negociar con el proveedor será bastante menor. Es importante tener presente que, bajo la legislación chilena, el emitir un cheque a fecha por pagar no obliga al cobrador del mismo a respetar el plazo, pudiendo cobrarlo antes de la fecha de vencimiento.

Un emprendedor debiera ocuparse de construir una relación con sus principales proveedores, invirtiendo tiempo y dedicación para lograr este objetivo.

7.1.2 FINANCIAMIENTO CON DEUDA BANCARIA DE CORTO PLAZO

Otra alternativa de financiamiento de corto plazo para empresas es la deuda de corto plazo con bancos. Normalmente, estas instituciones financieras someterán a aprobación una línea de crédito general, que definirá lo siguiente:

- _ Monto total que será prestado a través de diversos productos.
- _ Fijará condiciones de plazos máximos para revisar los antecedentes financieros de la empresa, generalmente 12 meses.

- _ Propondrán niveles de costos por tipo de producto. La tasa se acordará al momento en que se materialice cada préstamo.
- _ Moneda en la cual se otorgarán los créditos: pesos, UF, dólar.
- _ Garantías mínimas que se exigirán antes de otorgar los créditos.

Respecto del último punto, el banco deseará obtener garantías antes de cursar un crédito y su nivel de exigencia dependerá principalmente del análisis de riesgo que efectúe la empresa y de la negociación misma que se dé entre las partes. Habitualmente, para otorgar créditos de corto plazo, especialmente en empresas medianas a pequeñas, los bancos solicitarán aval a sus socios. También desearán, en el caso que esté disponible, garantías reales (como, por ejemplo, propiedades), garantías CORFO o certificados de fianza solidaria otorgados por sociedades de garantía recíproca, entre otras.

Desde la mirada del emprendedor, es importante considerar:

- _ Se debe negociar en forma adecuada y responsable, otorgando la menor cantidad de garantías posibles, siempre acorde a la realidad de su empresa.
- _ Al momento de otorgar garantías reales, negociar créditos con plazos lo más largo posible y con condiciones de costos de prepago favorables.

El emprendedor debe garantizar los créditos obtenidos por su empresa sólo si es imprescindible. Cuando el emprendedor esté dispuesto a que se otorguen garantías reales, deberá hacerlo con plazos lo más largos posibles y con condiciones de prepago favorables.

A continuación, analizaremos distintos tipos de productos de deuda de corto plazo con bancos.

Líneas de sobregiro y tarjeta de crédito. Este tipo de créditos operan en forma automática por los montos previamente autorizados por el comité de riesgo y una vez firmados los contratos correspondientes, no se requiere firmar cada vez que se utiliza el crédito.

Una gran ventaja de estos productos es la facilidad para materializar el crédito, ya que operan en forma automática por los montos previamente aprobados. En contraposición a lo anterior, la desventaja es el mayor costo en relación a créditos bancarios a plazo fijo con pagaré.

Es muy probable que el representante legal de una empresa, al momento de contratar los productos de línea de sobregiro y tarjeta de crédito, haya otorgado al banco las siguientes facultades:

- _ Cierre anticipado de ambos productos antes de la fecha de vencimiento.
- _ Abono de los montos adeudados por estos productos contra los fondos que estén disponibles en cuenta corriente.

Créditos a plazo fijo contra línea de capital de trabajo previamente aprobada. Ejemplos de estos productos son pagarés renovables, cartas de crédito para importación, préstamos para anticipos de exportación (PAEs) o boletas de garantía.

Para que el emprendedor materialice el préstamo será necesario que en forma previa firme un pagaré, donde se estipula el monto del crédito que obtendrá, su vencimiento (generalmente entre 30 y 120 días) y la tasa de interés, entre otras condiciones. Como se mencionó anteriormente, los bancos aprobarán líneas de crédito por montos máximos preestablecidos los que serán revisados en un plazo máximo de 12 meses. Dentro de ese período, los préstamos serán otorgados contra la firma de los pagarés en la medida que el cliente vaya requiriendo los recursos.

En términos generales, estos productos pueden tener una tasa de interés considerablemente más baja al compararlos con líneas de sobregiro, en cuenta corriente o tarjetas de crédito.

Si el banco considera que las condiciones de riesgo de una empresa han aumentado, tiene la facultad de cobrar los pagarés a su vencimiento, independientemente que una empresa haya tenido originalmente una línea de capital de trabajo a un plazo posterior al vencimiento de dichos pagarés.

7.1.3 FINANCIAMIENTO CON OPERACIONES DE *FACTORING*

Como vimos anteriormente, la operación más común de *factoring* es cuando una empresa anticipa los flujos de sus ventas realizadas a plazo. Este tipo de productos es ofrecido tanto por grupos financieros (bancos y compañías de seguros) como también por compañías que sólo tienen este producto.

Usualmente, y en forma similar a como se relaciona con un banco, el emprendedor deberá obtener la aprobación de una línea de crédito que definirá las condiciones para relacionarse con quien le financiará las operaciones de *factoring*.

El análisis de riesgo que realizan los competidores de esta industria es muy dispar. En un extremo, están las pequeñas compañías de *factoring* que concentran dicho análisis en los pagadores finales de las facturas que compran, siendo menos exigentes a la hora de evaluar la situación financiera de la empresa que vende sus facturas. En el otro extremo, están por ejemplo los bancos, los que evalúan en detalle el riesgo de ambos (pagador de la factura y negocio del emprendedor).

Dado lo anterior, empresas que implican un mayor riesgo, como aquellas que están en etapas tempranas de desarrollo, tendrán más posibilidades de factorizar sus cuentas por cobrar con compañías de *factoring* pequeñas versus con un banco.

Para el emprendedor, el costo real de este tipo de operaciones es muy variado, siendo generalmente más alto en las pequeñas compañías de *factoring*. Sin embargo, hay que señalar que estas compañías están dispuestas a asumir un mayor riesgo al otorgar el financiamiento.

El emprendedor deberá consultar y entender en detalle todos los costos implicados en una operación de *factoring*. Como explicamos anteriormente, además de la tasa de interés asociada, existen diversos cobros que hacen más complejo tener claridad del costo total al financiarse con este producto. Nuevamente, una recomendación práctica es realizar este tipo de operaciones con instituciones serias, de conocido prestigio y transparentes.

Respecto de garantías asociadas a este producto, es muy común que se solicite aval a los socios de la empresa que desea factorizar sus cuentas por cobrar. Sin embargo, no es imprescindible, especialmente si la empresa tiene una buena situación financiera y sus facturas de venta son por productos vendidos a pagadores de bajo riesgo.

La ventaja más evidente para el emprendedor que se financia con este tipo de producto es anticipar flujos de caja futuros, ya sea de cuentas por cobrar, contratos u otro tipo de activos. Ello cobra especial relevancia cuando no es posible acceder a otro tipo de financiamiento. Otra ventaja de este producto es el apoyo que puede obtener en la gestión de cobranza a realizar, especialmente si el proveedor de este servicio es un banco u otra compañía de gran tamaño que pueda otorgar un adecuado servicio en este sentido.

Finalmente, y como mencionamos en la sección de tipos de acreedores, este producto mejora los índices financieros de la empresa.

No obstante, algunas desventajas para una empresa que se financia a través de *factoring* son:

- _ Complejidad para determinar el real costo de financiamiento.
- _ Cuando sus ventas implican grandes volúmenes de facturas, es complejo gestionar el estatus de cada documento, si fue cedida o no a un *factoring*, si está o no pagada por el deudor final o si existe un saldo a favor. Este punto es especialmente relevante a la hora de elegir con qué compañías de *factoring* trabajar, tanto por sus sistemas de gestión y reportes a clientes, como por su seriedad.
- _ En términos generales, el costo de financiamiento total de este producto es más elevado que créditos bancarios contra pagarés renovables, especialmente al utilizar compañías de *factoring* pequeñas.

7.2 ALTERNATIVAS DE DEUDA DE LARGO PLAZO

Un emprendedor debiera considerar contraer deudas de largo plazo en los siguientes casos:

- _ Cada vez que financie la compra de activos fijos.
- _ Para financiar parte o la totalidad del capital de trabajo requerido.
- _ Cuando una institución financiera pone como condición constituir una garantía real, por ejemplo un inmueble, para otorgarle un crédito a la empresa.
- _ Para refinanciar deudas de corto plazo, lo que permitirá mejorar la liquidez y además disminuir los gastos financieros.
- _ Para refinanciar pasivos de corto o largo plazo de instituciones financieras que se encuentren sobre garantizadas.
- _ Para preparar el financiamiento requerido en un plan de crecimiento.
- _ Como paso previo a la venta de una empresa o incorporación de un socio. Esto permitirá mejorar la posición a la hora de negociar, al tener mejores índices financieros.

Consideraciones al obtener financiamiento de largo plazo

Las condiciones básicas a negociar, especialmente en créditos de largo plazo, son monto, plazo, moneda, garantías y costos (tasa de interés, entre otros). En algunos casos puede ser muy útil negociar, dentro del plazo del crédito, un período de gracia al capital. Tal como revisamos en el capítulo V, todas las condiciones anteriores son importantes, sin embargo, la menos relevante es la tasa de interés.

Otra condición fundamental al negociar créditos de largo plazo es acordar formalmente los costos y condiciones ante un prepago parcial o total del crédito. Esto pasa a tener especial relevancia en contratos de leasing donde su ausencia puede ser muy costosa si se desea prepagar dicho compromiso.

7.2.1 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON PROVEEDORES

Una empresa que compra activos fijos, por ejemplo, maquinaria, vehículos o equipos, puede obtener financiamiento de largo plazo con el mismo proveedor del activo o, eventualmente, con una compañía relacionada a éste. Un ejemplo de este caso es la compra de maquinaria pesada.

Para la empresa, este financiamiento tiene las siguientes ventajas:

- _ Mayor facilidad para obtener el crédito, especialmente en casos de maquinaria o equipo muy específicos.
- _ No copa las líneas de financiamiento que la empresa pueda tener preaprobadas con instituciones financieras.
- _ Ante una futura reposición del activo, tener la posibilidad de entregar al proveedor la máquina o equipo antiguo como parte de pago.

El costo de este tipo de financiamiento dependerá mucho del tipo de activo a financiar y de quien lo financie, aunque en términos generales es más costoso que obtener un crédito de similares características con un banco o compañía de seguros.

La empresa puede materializar este financiamiento, principalmente, de dos maneras:

- _ Entregando en garantía al acreedor la prenda de la misma máquina o equipo financiado.
- _ Realizando una operación de leasing.

A igualdad de condiciones de monto del financiamiento aprobado, costos, plazos y garantías colaterales distintas al activo fijo a financiar, es más recomendable para el emprendedor que el financiamiento sea con prenda versus leasing.

7.2.2 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON BANCOS

Los bancos financian créditos de largo plazo para diversos usos y con distintos tipos de productos. En todos los casos, y tal como viéramos anteriormente, es fundamental acordar las condiciones de monto, plazo, costos, moneda, garantías y costos de prepago del financiamiento a obtener.

Créditos sin garantías reales.

Los usos que se le da a este tipo de créditos, son para financiar capital de trabajo permanente, re-financiamiento de pasivos de corto plazo o compra de algunos activos fijos de menor relevancia.

Lo más común es que este tipo de créditos se materialicen con un pagaré en cuotas, donde se especifican las condiciones del préstamo y donde el banco buscará obtener aval de los socios de la empresa. Generalmente son créditos que, por no tener una garantía real asociada (hipotecas sobre bienes raíces o prendas sobre maquinarias o equipos), los bancos les otorgan plazos de hasta 36 o 48 meses.

Para una empresa será más difícil conseguir mayores plazos con bancos al compararlos con compañías de seguro o mutuarías. Con el fin de obtener cuotas de menor monto en el período inicial del crédito y así privilegiar la liquidez del negocio, el emprendedor podrá negociar de tal modo que los montos de las cuotas sean ascendentes en el tiempo o bien, que las primeras cuotas sean bajas más una cuota final alta.

A modo de ejemplo, en el caso de un crédito de \$ 100 que en un plan convencional establece 48 cuotas iguales, una tasa mensual de 0,7%, dando un pago de \$ 2,46. Alternativamente, se podría definir 47 cuotas iguales de \$ 1,20 los primeros 47 meses y una cuota final de \$ 72,8. Cuando se acerque el período final del crédito (por ejemplo 6 meses antes del término del crédito), se podrá negociar la reestructuración del saldo por pagar con el fin de evitar un solo pago por una cuota muy alta. De esta manera, la empresa logra obtener pagos considerablemente más bajos los primeros 42 meses del crédito en comparación a si tuviese cuotas iguales para todo el período.

Como hemos mencionado anteriormente, es importante que el crédito se obtenga en la misma moneda en la cual la empresa genera sus ingresos. Esto significa que, si sus ventas son realizadas en Chile, el crédito se obtenga en moneda local (\$) o UF). Es posible obtener el crédito sin costos de prepago o pagando el interés equivalente a las próximas 2 a 3 cuotas por pagar.

El emprendedor puede negociar créditos de largo plazo con cuotas ascendentes en el tiempo, lo que permitirá a su negocio tener una carga financiera más aliviada el primer período del préstamo, privilegiando la liquidez de su empresa.

Créditos con garantías reales

Corresponde a créditos de largo plazo, que están respaldados normalmente por hipotecas o prendas, donde su uso más común es la compra de bienes raíces, equipos, maquinaria o vehículos. En estos casos, la institución que financia la compra del activo otorgará un crédito a largo plazo con la garantía del mismo, o en su defecto, a través de un contrato de leasing.

Adicionalmente, estos créditos son utilizados para financiar capital de trabajo permanente, cancelación de otros pasivos (por ejemplo, de instituciones financieras sobre garantizadas) o la obtención de recursos frescos para financiar el crecimiento del negocio. Este tipo de créditos otorgados por el banco, pueden ser a través de un crédito con la o las garantías que tenga a disposición la empresa que solicita el préstamo, o a través de un contrato de lease back.

Con condiciones similares de monto, plazo, garantías adicionales, costos de financiamiento y de prepago, será más aconsejable obtener el financiamiento a través de un crédito con garantía que un leasing, ya que en el primer caso la empresa (deudor) mantiene la propiedad del bien en todo momento.

El monto que estará dispuesto a financiar el banco, estará en estrecha relación con la tasación del bien que recibirá en garantía. Para hipotecas de bienes raíces, el monto máximo que usualmente se financia es el 75% del valor tasación. Este porcentaje será menor para el caso de bienes agrícolas o de otros bienes raíces que se ubiquen, por ejemplo, en zonas más aisladas y sean más difíciles de vender en el mercado.

Cabe destacar que un banco siempre preferirá contar con el aval de los socios de la empresa. Sin embargo, como revisamos en capítulos anteriores, es importante en este tipo de créditos evitar entregar esta garantía adicional.

Los plazos máximos posibles de obtener para créditos hipotecarios para empresas dependerán de muchas variables, especialmente de su situación financiera, del tipo de activo a entregar en garantía y la ubicación del mismo. En términos generales, con un banco se puede esperar plazos entre 8 y 12 años. En el caso de financiamiento con prenda de maquinarias, equipos o vehículos, el plazo máximo posible de obtener es de 5 a 6 años para activos nuevos.

Las tasas de interés de este tipo de créditos tendrán poca variación entre un banco y otro, especialmente en el caso de créditos hipotecarios, donde en la actualidad las tasas son históricamente bajas, pudiendo alcanzar rangos mínimos del orden de $UF + 3,0\%$ anual.

Es importante mencionar que, con los bancos es totalmente posible negociar condiciones favorables ante prepagos parciales o totales, condiciones que deben quedar claramente estipuladas en el contrato de crédito o pagará a firmar entre las partes.

7.2.3 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON COMPAÑÍAS DE SEGURO

Este tipo de instituciones financieras sólo otorgan créditos bajo la modalidad de leasing o lease back, para los mismos usos revisados en el caso anterior de bancos. En este caso también es fundamental acordar las condiciones de monto, plazo, costos, moneda, garantías y costos de prepago del financiamiento a obtener.

Las compañías de seguro, especialmente respecto de financiamiento para bienes raíces, tienen las siguientes diferencias en relación a los créditos hipotecarios, leasing o lease back otorgados por un banco:

- _ Les acomoda plazos más largos de financiamiento (hasta 20 años) versus un banco. Esto es una ventaja, ya que permite obtener cuotas de menor monto, privilegiando la liquidez de la empresa a financiar.
- _ Las tasas de financiamiento son más altas que en el caso de un banco. Sin embargo, los costos asociados a seguros (incendio, desgravamen, sismo, etc.) son menores que los otorgados por bancos. Para poder comparar ambos casos, se recomienda revisar el monto de cuota a pagar, más que la tasa de financiamiento.
- _ Las compañías de seguro sólo financian a través de contratos de leasing o lease back. En cambio, los bancos, además de la modalidad anterior, lo hacen a través de créditos garantizados.
- _ Por condiciones establecidas por los entes reguladores, es más difícil obtener condiciones de prepago favorables con una compañía de seguros.

_ Los leasings o lease back obtenidos con compañías de seguro no compiten contra los cupos máximos de financiamiento que está dispuesto dar un banco a una empresa deudora en particular.

7.2.4 CRÉDITOS DE LARGO PLAZO CON MUTURIAS

Las muturias financian créditos con garantía hipotecaria con una operatoria muy similar a la de un banco.

Las principales diferencias respecto de un banco, son:

- _ Las muturias están dispuestas a otorgar plazos de financiamiento más largos.
- _ Los créditos hipotecarios obtenidos con muturias no compiten contra los cupos máximos de financiamiento que está dispuesto un banco a dar a una empresa deudora en particular.
- _ Estas operaciones no aparecen en los informes de deuda de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, no obstante, deben estar incluidos dentro de los compromisos informados en los Balances de la empresa.

Comentarios finales a este capítulo

Hemos revisado en este capítulo distintas alternativas de endeudamiento tanto de corto y largo plazo. Anteriormente, dimos una mirada a los distintos tipos de acreedores, las condiciones básicas al negociar un crédito y cómo analizar las distintas estructuras de endeudamiento. Todo lo anterior nos da una visión completa respecto de las alternativas de deuda para financiar un emprendimiento.

En el próximo y último capítulo, abordaremos una metodología ampliamente utilizada para negociar ya sea la obtención de capital o deuda, para aplicarlo finalmente en dos ejemplos reales.

PARTE III
NEGOCIACIÓN

“Lo más importante en una negociación es escuchar lo que no se dice.”

(Peter Drucker)

En los capítulos anteriores hemos revisado conceptos, herramientas y ejemplos para la obtención de financiamiento a través de levantamiento de capital o deuda. Contrastar ambas opciones, le permite al emprendedor comprender las ventajas y desventajas de cada opción y decidir qué alternativa resulta más adecuada según el estado y las características de su negocio en particular.

Como hemos sugerido en la presentación de ambas alternativas de financiamiento, un elemento importante en este proceso se relaciona con la capacidad de negociación que tenga el emprendedor frente a inversionistas, instituciones financieras o proveedores. Como veremos a continuación, la capacidad de negociación no es una característica innata en todos los emprendedores y, afortunadamente, se basa en la preparación y entendimiento de los intereses propios y de la contraparte por sobre la intuición y el talento. Esto significa que todo emprendedor tiene la capacidad de negociar en forma efectiva, siempre y cuando esté dispuesto a prepararse con antelación.

Tal como señala William Ury, profesor de Harvard, “El secreto del éxito en las negociaciones es sencillo: prepararse, prepararse y prepararse. La mayoría de las negociaciones están ganadas o pérdidas de antemano desde antes de iniciar las conversaciones, según la calidad de la preparación. Los que creen que pueden “improvisar” están equivocados. Aunque logren llegar a un acuerdo, pueden perder oportunidades de ganancia conjuntas que podrían haber descubierto al prepararse. No hay nada igual a prepararse en forma adecuada. Cuanto más difícil sea la negociación, más intensamente debe usted prepararse.”

Para orientar al lector en el proceso de negociación, hemos optado por presentar una metodología desarrollada por la Universidad de Harvard que, sin ser la única disponible, nos parece práctica y simple de implementar. Como veremos a continuación, esta metodología no pretende dar una receta de cómo negociar sino dar a conocer algunos conceptos fundamentales en el proceso de negociación.

Negociar

Un emprendedor negocia diariamente en distintos ámbitos: compromisos de fechas de entrega y precios con sus clientes, calidad y costo con proveedores, bonos y aumentos de sueldos con sus empleados, los acuerdos que incluirá el pacto de accionistas con sus futuros socios o las condiciones de un crédito solicitado a una institución financiera.

En el ámbito personal estamos permanentemente negociando, acción que realizamos muchas veces en forma automática o inconsciente. Por ejemplo, un padre busca acordar a qué hora debe volver su hijo luego de una fiesta o qué responsabilidades deberá asumir en su casa. También negocia con su mujer qué cenarán por la noche, dónde pasarán las próximas vacaciones y si invitarán o no a los suegros a esas vacaciones.

En todos los casos anteriores, dos o más partes se **comunican** o intentan comunicarse para expresar los **intereses** que comparten y también los que se contraponen, tratando de llegar a un **acuerdo** satisfactorio para ambas partes, lo que no siempre se logra. Hay personas que buscarán llegar a un acuerdo rápidamente, haciendo concesiones fácilmente para evitar un conflicto. Otras en cambio, negociarán arduamente buscando imponer su posición a toda costa, sin escuchar los intereses del otro. En los dos casos anteriores, es probable que la relación se vea afectada, debido a que una de las partes no quedará conforme con los resultados de esa negociación, ya sea porque le es desfavorable o simplemente porque no fue posible llegar a un acuerdo.

Alternativamente, otras personas buscarán alcanzar un acuerdo basado en criterios objetivos, centrándose en los intereses y no en las posiciones. Como veremos más adelante, esto permitirá una mejor comunicación, generando así más posibilidades de cerrar un acuerdo.

EL MÉTODO HARVARD DE NEGOCIACIÓN

El método Harvard fue desarrollado por los profesores de la referida universidad Roger Fisher, William Ury y Bruce Patton y es ampliamente utilizado a nivel profesional y académico. Este método se basa en siete elementos, los que son considerados fundamentales al momento de abordar una negociación. Es importante mencionar, sin embargo, que más allá de la metodología que estamos

por presentar, las condiciones de negociación son evidentemente afectadas por condicionantes externos tales como tiempo (o falta de él), escasez (de dinero, por ejemplo), abundancia (de oferentes, por ejemplo) u otros factores que intervienen y pueden afectar el proceso.

Esta metodología, sin embargo, permite maximizar los resultados de una negociación a pesar de la presencia de estos factores externos. Veamos de qué se trata.

INTERESES

Cuando hablamos de intereses, nos referimos a las motivaciones que tiene el negociador, las que pueden incluir sus deseos, necesidades, temores, preocupaciones y aspiraciones. Es muy importante distinguir entre la posición de una persona a la hora de negociar y sus intereses. La posición, es algo concreto que se plantea, como por ejemplo un padre que le dice al hijo que lo irá a buscar personalmente a la fiesta a él y a su amigo antes de medianoche. En cambio, su real interés es que regrese seguro a casa, evitando que el amigo conduzca si ha tomado alcohol. La posición del hijo es que considera a su padre una persona inflexible pero su interés es no sentirse ridiculizado frente a sus amigos.

Una herramienta para conocer los reales intereses que hay detrás de la posición de un negociador, es preguntándole de una forma apropiada, el porqué de su postura. Ello es importante ya que para que exista un acuerdo satisfactorio, es fundamental conocer los propios intereses y los de la contraparte. Si esto se logra, la siguiente etapa será generar, en forma creativa, un gran número de opciones.

OPCIONES

Una vez que se conocen y entienden los reales intereses de los negociadores, se pueden generar diversas opciones con el fin de satisfacerlos. Cuando ambos dedican energía y creatividad en esta etapa, además de alcanzar un acuerdo satisfactorio, podrán maximizar los resultados.

Siguiendo con el ejemplo anterior, una vez que padre e hijo entienden los reales intereses de cada uno, es más fácil lograr una solución, incluso maximizando la negociación. Un buen acuerdo sería que el hijo se comprometa a volver en taxi junto a su amigo, consiguiendo algunas horas adicionales de permiso y logrando, además, una buena relación familiar.

CRITERIOS DE LEGITIMIDAD

Un camino para lograr un acuerdo entre ambos negociadores es la utilización de un criterio de legitimidad que les permita establecer una solución justa. Este criterio debe ser independiente de

las dos partes, lo que facilitará ceder las posturas individuales para alcanzar un acuerdo satisfactorio y justo.

Por ejemplo, supongamos que una persona desea arrendar su departamento a un amigo mientras estará estudiando fuera del país. Una manera de acordar el valor de arriendo es recurrir a un criterio legítimo, tal como solicitar la opinión de un corredor de propiedades.

COMUNICACIÓN

En el contexto recién descrito, una comunicación fluida y efectiva es fundamental para lograr una buena negociación, ya que es el canal por el cual ambas partes deben transmitir sus intereses, generar opciones y buscar un acuerdo.

Una adecuada comunicación es difícil, incluso entre personas que se respetan y mantienen una relación de muchos años. Es común que un negociador no comunique en forma clara lo que quiere, que su contraparte no preste atención o que existan malentendidos entre ambos.

Una estrategia para generar una buena comunicación es escuchar activamente y resumir lo que se entiende de la contraparte. También es útil reconocer las diferencias y la autoridad del otro, sin dejar de expresar la opinión o defender la posición propia.

ALTERNATIVAS

Cuando una persona está negociando, busca satisfacer de mejor manera sus intereses en comparación a la mejor alternativa que tenga previamente negociada y acordada. Si no logra mejores condiciones, no tiene sentido llegar a un nuevo acuerdo.

La mejor alternativa que un negociador tiene es conocida en inglés como BATNA³¹ y, en español, como MAAN³². El poder de negociación que tiene una persona no depende de su poder o personalidad, sino de cuán buena sea su mejor alternativa.

Analicemos el caso de una persona que desea comprar una casa. De las tres propiedades que ya ha visitado, tiene un acuerdo formal con el vendedor de la que más le satisface. Dicho acuerdo formal, por ejemplo, una promesa de compraventa, establece todas las condiciones de la transacción, como precio, forma de pago, fecha de entrega y además, le da la posibilidad al comprador de

³¹ En inglés, *Best Alternative to a Negotiated Agreement*.

³² Mejor Alternativa a un Acuerdo Negociado.

arrepentirse dentro de los próximos quince días. Una vez que el comprador tiene el acuerdo antes descrito, su poder de negociación con otros vendedores mejora considerablemente, ya que buscará un nuevo acuerdo sólo si una de las nuevas posibilidades mejora su mejor alternativa (MAAN). Es muy importante destacar que las alternativas cumplen su rol sólo si son concretas y ciertas versus una posibilidad por explorar.

COMPROMISOS

Como hemos visto, si la negociación ha sido efectiva, las partes en algún momento analizarán y evaluarán las distintas opciones generadas, las que serán aceptadas mutuamente e incorporadas en un acuerdo. Para que el acuerdo se cumpla, es necesario generar compromisos, los que pueden ser verbales o por escrito, en los cuales se debe indicar claramente lo que las partes harán y/o dejarán de hacer.

Para que un acuerdo sea efectivo, es necesario que los compromisos sean claros, de fácil comprensión y no sujetos a interpretaciones. Ello permitirá confirmar si éstos se están cumpliendo, haciéndose más duraderos en el tiempo.

Al alcanzar avances importantes en una negociación verbal en la cual se han adquirido compromisos, es muy útil enviar a la contraparte un resumen que indique las obligaciones adquiridas por ambos con los detalles pertinentes.

Con posterioridad, y dependiendo del tipo de negociación, podrá ser necesario generar un documento formal a suscribir por las partes que indique los detalles del acuerdo. No obstante, es bueno tener presente que la ley no es el único recurso para asegurar el cumplimiento de un acuerdo, ya que los juicios pueden ser largos y muy costosos. Se pueden buscar maneras de que la contraparte cumpla su parte en forma anticipada o que ambos la deban cumplir en forma simultánea. Esto se podría lograr, por ejemplo, a través de una cláusula de arbitraje.

RELACIÓN

La negociación afectará, para bien o para mal, la relación entre quienes negocian. A su vez, la relación pre-existente afectará positiva o negativamente una negociación. Un buen negociador debe ser consciente de lo anterior y debe tener como objetivo no sólo satisfacer y maximizar sus intereses sino también cuidar y mantener una adecuada relación con su contraparte, con una mirada de largo plazo.

En el extremo, si la contraparte se siente desagradada al concluir la negociación, podría ser difícil implementar los acuerdos establecidos o que en definitiva sólo cumpla lo estrictamente obligado, pero no el espíritu de lo que se buscó en lo convenido.

Conocer y entender los siete elementos recién descritos del método Harvard permitirá al emprendedor preparar, desarrollar y concluir una mejor negociación, maximizando los intereses de quien negocia e incluso satisfaciendo en forma adecuada los de su contraparte, lo que implicará además una mejor relación en el futuro.

A continuación, revisaremos dos casos basados en situaciones reales, donde se aplica este método con resultados satisfactorios. El primero aplicado a la negociación de levantamiento de capital y el segundo a la negociación con bancos.

CASO EMPRESA CILORCA S.A.

Cilorca S.A. es empresa dedicada al diseño y desarrollo de software en el campo de la administración de proyectos. Su producto estrella – ProjectPal – ha logrado posicionarse como una buena y económica alternativa frente a las versiones corporativas de sus competidores directos, como Microsoft Project, Primavera Project Planner y otros.

Gracias al expertise del equipo de desarrollo de Cilorca S.A. y a la oportunidad que han tenido de relacionarse con la industria de la minería y la construcción, su empresa ha sido capaz de desarrollar un software que se adapta mucho mejor a las necesidades de empresas chilenas.

Cilorca S.A. ha funcionado por 36 meses y ha logrado subsistir gracias al apoyo de algunos clientes medianos que han creído en el producto ofrecido. Esto les ha permitido a los emprendedores entender de buena forma el tipo de requerimientos de clientes locales, con las consiguientes mejoras de ProjectPal que ya va en su versión 3.0.

Situación actual del Negocio

A pesar del éxito relativo en el desarrollo del producto y del convencimiento del potencial del mercado nacional, los socios fundadores se enfrentan a la difícil realidad de no contar con capital de trabajo suficiente para seguir operando la empresa. Esto ha significado que en los últimos seis meses, ellos han recibido sueldos intermitentemente y por un monto muy por debajo del sueldo inicialmente considerado de \$ 500.000 mensuales por socio. Esta situación ha generado innumerables problemas, ya que los fundadores han debido endeudarse personalmente para subsistir y apoyar el desarrollo de la empresa, tensionando la relación entre ellos.

Por otro lado, los emprendedores ven el potencial del producto y demanda latente en el mercado nacional, demanda que se asocia directamente a la bonanza económica del país, especialmente en las industrias de construcción y minería. La oportunidad es real.

Los Fundadores

El equipo de fundadores tiene participaciones iguales en el negocio, salvo uno de ellos (el socio no-fundador) que se incorporó sólo hace 12 meses al mismo. Es un miembro clave en el desarrollo futuro del software y naturalmente tiene pretensiones de ser socio, situación que está esperando respuesta de los socios fundadores.

La decisión de buscar un inversionista

Después de largas conversaciones entre los emprendedores, han decidido salir a buscar inversionistas que aporten capital fresco a la empresa. Ellos han hecho los flujos de caja de la empresa y los resultados de ese análisis son los siguientes:

Tabla 8.1
Flujo de Caja Anual Neto Proyectado
(Cifras en MMS)

Años	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Flujo de Caja Neto	-200	0	19	96	290	360	414	476	548	630	724

Además, los emprendedores han determinado que el flujo de caja más negativo se produce en el mes 16 y alcanza un total de \$ 240 MM, cifra que consideran como la mínima requerida para el levantamiento de capital.

Los emprendedores se han enterado por terceros que el grupo de inversionistas con quien están conversando, el fondo de inversión Más Valor, son personas serias y con una dilatada trayectoria empresarial. Otro fondo de inversión de la plaza, Raptor Investments, también ha mostrado interés en la empresa. Sin embargo, referencias de ellos no han sido las mejores, por lo que los emprendedores han decidido evitarlos por el momento.

Negociación.

La posición de los emprendedores es obtener un mínimo de \$ 240 MM como aporte de capital, entregando una participación accionaria en la empresa de un 23,27%, cálculo que han obtenido al considerar el monto mínimo requerido y una valorización PRE de la empresa de \$ 791 MM, obtenida al descontar los flujos de caja de la Tabla 8.1 a una tasa de un 20% anual. Bajo estas condiciones, los emprendedores consideran que el inversionista debiera nombrar sólo un director de un total de cinco dada su baja participación accionaria.

Para sorpresa de los emprendedores, al reunirse con los inversionistas de Más Valor, ellos hacen la siguiente propuesta, basados en el análisis que han hecho de la empresa:

- _ Aumento de capital por \$ 300 MM, ya que los inversionistas consideran que la empresa requerirá de mayor capital de trabajo al proyectado.
- _ Una participación accionaria de un 51% para el inversionista.
- _ Nombrar a tres de los cinco directores de la empresa por parte de los inversionistas, obteniendo así el control de la misma.

Al finalizar la primera reunión con los inversionistas, es evidente la enorme distancia que existe entre ambas posiciones y no es claro el origen de tan significativa diferencia. Ambas partes deciden analizar la situación y volver a reunirse en algunas semanas.

Preparación para la siguiente reunión

Sin muchos elementos para la siguiente reunión, los emprendedores deciden prepararse y llamar por teléfono a un emprendedor que hace algunos años tuvo como inversionista a Más Valor, con la idea de entender la lógica de este inversionista. De esa conversación, los fundadores de Cilorca S.A. entienden que generalmente Más Valor espera un retorno sobre su inversión de un 20% anual compuesto y suelen vender sus participaciones en las compañías que han invertido en el año 10 de operación por un monto equivalente a cinco veces (5X) el flujo de caja neto de ese año. Hecha la matemática con estos supuestos, cobra sentido la posición negociadora de Más Valor. Sin embargo, no soluciona el problema de fondo respecto a la distancia de ambas posiciones y las pretensiones de los emprendedores.

Como una manera de generar alternativas, los emprendedores se reúnen en el intertanto con el otro fondo de inversión, Raptor Investments, con el fin de explorar un posible aumento de capital por parte de ellos. Después de arduas negociaciones, obtienen de Raptor Investments la siguiente oferta:

- _ Aumento de capital por \$ 240 MM.
- _ Participación accionaria de un 51% para Raptor Investments.
- _ Los aportes de capital se harán conforme la caja se vaya necesitando.
- _ Tres de cinco directores nombrados por Raptor Investments.
- _ Doble firma de los cheques de la empresa por emprendedores e inversionistas.
- _ Finalmente proponen que, como una manera de “amarrar” a todos los socios, se establezca una multa para aquellos socios gestores que se retiren del negocio antes de un plazo de 3 años.

Esta alternativa con Raptor Investments genera aún más dudas respecto de cómo abordar la negociación con Más Valor ya que, si bien cumple el requisito del capital, el cual necesitan dentro de un plazo máximo de 90 días, resulta una oferta poco atractiva y que da demasiado poder a los inversionista, cuya reputación en el mercado es cuestionable. Sin embargo, los emprendedores ya tienen una alternativa concreta antes de reunirse nuevamente con Más Valor. Esto les da cierto poder de negociación.

Segunda Reunión con Más Valor

En la segunda reunión con Más Valor, los emprendedores agradecen el interés por invertir en Cilorca S.A. y hacen la siguiente propuesta:

- _ Aumento de capital por \$ 300 MM, accediendo a la oferta inicial de Más Valor.
- _ Una participación accionaria de un 38% para Más Valor, pero incluyendo un retorno preferente anual de un 5% sobre lo invertido, lo que en la práctica equipara el valor económico que obtendría Más Valor con el 51% inicial que ellos habían solicitado.
- _ Derecho a nombrar por Más Valor a dos de los cinco directores de la empresa y al tercero de común acuerdo con los emprendedores, de manera de tener una mesa de directorio equilibrada.

Hecha esta propuesta, Más Valor solicita una reunión en privado para discutir la propuesta recién realizada por los emprendedores. Además, se han enterado que efectivamente Raptor Investments ha hecho una oferta vinculante a Cilorca S.A., pero desconocen los términos de la misma.

Después de un breve receso, Más Valor se reúne con los emprendedores y propone aceptar las condiciones hechas, sujeto a:

- _ Hacer socio al emprendedor no-fundador antes de realizar el aumento de capital.
- _ Incluir una cláusula que da derecho, pero no obliga, a los inversionistas a comprar las acciones

de los emprendedores que decidan retirarse de la empresa antes de cinco años, al valor actual de la empresa.

Resultado de la Negociación

Hecha esta última oferta por los inversionistas, los emprendedores consideran legítimo y justo hacer socio al emprendedor no-socio antes de asociarse con Más Valor, ya que ha sido una decisión que han postergado sin justificación clara. Con algo más de reticencia, deciden entregar la opción de compra de acciones solicitada por el inversionista, en el entendido que alinea los intereses de todos los socios y valoriza esas acciones en función del flujo futuro de la empresa estimado por los emprendedores, un criterio que parece razonable. Así las cosas, los emprendedores deciden aceptar la oferta final.

Como el lector puede apreciar, los emprendedores e inversionistas lograron superar la importante diferencia inicial en las posiciones de cada uno, mediante el entendimiento de los intereses de la otra parte, en particular del inversionista y su lógica de inversión. En específico, los emprendedores entendieron que para el inversionista era muy importante el retorno financiero por sobre consideraciones de control o mayor participación en la empresa (derechos políticos), lo que posibilitó la transacción.

Adicionalmente, el inversionista logró efectivamente reducir el riesgo de su inversión al alinear a los emprendedores en su compromiso con la empresa y obtener ciertos beneficios si eso no ocurría. Finalmente, la negociación se desarrolló en términos razonables y cordiales, lo que posibilita un buen punto de partida en la relación con los nuevos socios.

CASO CARCILO SpA

Juan Carcilo, junto a su cónyuge, son socios en partes iguales de Carcilo SpA, la cual se dedica a la producción de artículos de limpieza, los que comercializa a través de tres de las cuatro más grandes cadenas de supermercados.

El negocio tiene buenas y estables utilidades en los últimos años, reflejados en un buen resultado operacional (EBITDA). Además, la empresa tiene un bajo nivel de endeudamiento (*leverage* de 0,7 veces), aunque su liquidez es ajustada (razón corriente de 0,95 veces). Adicionalmente, la capacidad de generación de caja del negocio, permite cumplir sus deudas en plazos razonables.

Un análisis detallado de los estados financieros del negocio arroja que sus activos circulantes (\$ 1.895 MM) están correctamente valorados, donde la mayor porción corresponde a cuentas por

cobrar a las cadenas de supermercados, las que no representan riesgo de incobrabilidad. Las materias primas representan el segundo activo circulante más relevante, las que son usadas normalmente sin problemas de obsolescencia.

Del total de activos fijos (\$ 2.965 MM), \$ 2.800 MM corresponden al valor contable de los bienes raíces. Los inmuebles, dadas sus características y ubicación, son muy apetecidos por los bancos como garantías reales.

El 100% de los pasivos está concentrado en el corto plazo, los que alcanzan \$ 1.995 MM. La mayor parte de este monto (\$ 1.420 MM), corresponde a deuda de corto plazo con tres bancos repartidos en partes iguales y la cantidad restante (\$ 575 MM) está concentrada en deuda con proveedores, a quienes se les paga a 60 días. Destaca que la totalidad de los bancos están avalados en un 100% por el señor Carcilo y por su cónyuge y no tienen otro tipo de garantías. El patrimonio de la Empresa alcanza los \$ 2.865 MM.

La única cadena de supermercados que no es atendida por Carcilo SpA está muy interesada en incorporar sus productos. Juan Carcilo desea materializar la incorporación de este importante cliente a su cartera, pero antes debe determinar cómo financiar el requerimiento de capital de trabajo adicional que requerirá para atender a esta cadena, el que estima en \$ 100 MM.

Negociación

La posición de Juan Carcilo es obtener un financiamiento adicional mínimo de \$ 100 MM para poder incorporar al nuevo cliente. Juan decide explorar su necesidad adicional de capital de trabajo con los dos bancos con quienes es menos cercano. En ambos casos, luego de las reuniones sostenidas, le confirman a través de correos electrónicos que están dispuestos a financiarlo.

El banco 1 ofrece:

- _ \$ 100 MM de cupo adicional a la línea de capital de trabajo actualmente vigente.
- _ Línea aprobada por los próximos doce meses.
- _ El crédito será otorgado en \$ 0 UF.
- _ La tasa de interés se determinará en el momento que se solicite el crédito.
- _ Se solicita como garantía aval de ambos socios.

El banco 2 ofrece:

- _ las mismas condiciones, salvo que ofrece aumentar la línea en un monto levemente superior: \$ 110 MM.

_ Además, manifiesta su interés en evaluar un préstamo de largo plazo por un monto relevante si obtuviera una garantía real (bienes raíces).

A Juan le llama la atención que los dos bancos manifiestan verbalmente que la empresa tiene un buen comportamiento de pago histórico, un bajo nivel de endeudamiento (*leverage*) pero una liquidez ajustada (razón corriente).

Preparación para la siguiente negociación

Antes de asistir a una reunión con el tercer banco, Juan decide prepararse en forma más adecuada, concluyendo que sus propios intereses son los siguientes:

_ Conseguir un financiamiento de \$ 120 MM (en vez de \$ 100 MM) con la finalidad de tener una holgura adicional.

_ Buscar que el financiamiento sea sin aval de su señora, dado que ella no desea seguir asumiendo más riesgo a nivel personal.

_ Tratar de obtener financiamiento a largo plazo, que permita mejorar el índice de liquidez de la empresa.

Además, identifica que al tener la confirmación formal de los primeros dos bancos, tiene dos alternativas, siendo su mejor alternativa un acuerdo ya negociado (MAAN) con el banco 2: financiamiento de \$ 110 MM, aunque con aval de él y su señora.

Por otra parte, y dadas las conversaciones sostenidas, identifica los siguientes intereses de los bancos:

_ Que la empresa mejore su situación de liquidez.

_ Incrementar el volumen de préstamo a la empresa, incluso a largo plazo, siempre y cuando obtengan en garantía uno o varios bienes raíces de la empresa. De concretarse un crédito de largo plazo, además le permitiría mejorar la debilidad de liquidez de su negocio.

Con la información anterior, Juan está mejor preparado para negociar con el tercer banco, especialmente porque tiene un "MAAN" satisfactorio.

Negociación con el tercer banco

Juan y el ejecutivo del tercer banco, gracias a la adecuada relación que habrían construido a lo largo de los años y una fluida comunicación, logran transmitirse mutuamente los intereses de cada uno.

De esta manera, luego de varias reuniones, logran generar diversas opciones.

El banco 3 propone:

- _ Crédito a largo plazo por un monto total de \$ 1.570 MM, que permite pagar el total de la deuda bancaria vigente (\$ 1.420 MM) más recursos adicionales por \$ 150 MM para financiar el capital de trabajo requerido.
- _ Plazo ofrecido de 6 años, con pagos mensuales iguales para todo el período.
- _ El crédito será otorgado en UF a una tasa anual de UF + 4% anual.
- _ Solicita en garantía todos los bienes raíces de la empresa con el fin de asegurar que estos tengan como mínimo un valor comercial de \$ 2.090 MM, equivalente a 1,33 veces el valor del préstamo. Además, se solicitan aval de ambos socios.

Juan, propone los siguientes cambios a la opción propuesta por el banco:

- _ Que el crédito sea a 8 años en vez de 6, con el fin de disminuir el pago mensual por parte de la empresa y así disminuir los requerimientos de caja.
- _ Ofrece en hipoteca sólo la propiedad más importante (en vez de todos los bienes raíces de la empresa), ya que indica que su valor comercial supera los \$ 2.100 MM. Como criterio de legitimidad de dicho valor, propone que se contrate un tasador validado por el banco que lo confirme.
- _ Dado que Juan siente con bastante certeza que el valor de dicha propiedad es superior a los \$ 2.400 MM, propone que si el valor es superior a \$ 2.300 MM, el crédito sea sin aval de los socios.
- _ Respecto de la tasa propuesta, no propone cambios, sólo si le aceptan la condición anterior. Juan previamente había averiguado que la tasa ofrecida es muy razonable.

Juan y el banco adquieren el compromiso de efectuar el negocio con los cambios propuestos, si el tasador valora la garantía en un monto de al menos \$ 2.300 MM. Dado que la tasación efectuada fue de \$ 2.450 MM, el acuerdo se implementa.

Resultado de la Negociación

La empresa, logra financiar el capital de trabajo requerido para atender su cliente adicional (el nuevo supermercado), con resultados adicionales en la negociación mucho mejores que su posición inicial:

- _ obtiene financiamiento por \$ 150 MM en vez de los \$ 100 MM deseados inicialmente,
- _ logra refinanciar a largo plazo el total de su pasivo bancario, permitiendo mejorar drásticamente su índice de liquidez,

_ adicionalmente libera el aval de ambos socios.
_ colateralmente, y dado que quedan disponibles montos adicionales con los otros dos bancos, a sus proveedores empieza a pagarles al contado la entrega de materias primas (en vez de a 60 días), obteniendo importantes descuentos por pronto pago.

Por parte del ejecutivo del banco, logra lo siguiente:

_ supera con creces la meta anual de créditos que tenía,
_ garantiza el total del préstamo con garantías reales a un valor mayor al mínimo deseado por el banco.

Este simple ejemplo muestra que ambas partes mejoraron substancialmente sus resultados a los planteados originalmente, lo que se traduce en una consolidación de la buena relación que ya existía entre ambas partes y, de paso, muestra las bondades de contar con una metodología de negociación que nos oriente durante ese proceso.

Los dos ejemplos anteriores, basados en casos reales, muestran que al preparar en forma adecuada una negociación se puede maximizar el interés propio e incluso el de la contraparte, mejorando y consolidando una buena relación en el tiempo.

Conocer y entender los 7 elementos del modelo de negociación de Harvard ayudan notablemente en el proceso de negociación. Estos elementos son resumidos en los nombres de ambos casos:

Comunicación
Intereses
Legitimidad
Opciones
Relación
Compromiso
Alternativas

Comunicación
Alternativas
Relación
Compromiso
Intereses
Legitimidad
Opciones

BIBLIOGRAFÍA

How Venture Capital Works. Bob Zider, Harvard Business Review. Reprint 98611.

Note on Private Equity Securities. G. Felda Hardymon, Josh Lerner. Harvard Business School.

A Note on Valuation of Venture Capital Deals. Thomas Hellmann. Case E-95, Stanford Graduate School of Business.

Venture Capital Negotiations: VC versus Entrepreneur. Robert J. Robinson and Noam T. Wasserman. Harvard Business School.

Deal Structure and Deal Terms. Michael J. Roberts and Howard H. Stevenson. Harvard Business School.

How to Write a Great Business Plan. William A. Sahlman; Harvard Business Review.

Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist. Brad Feld and Jason Mendelson. Third Edition.

The Dark Side of Valuation. Aswath Damodaran. Second Edition.

Term Sheets & Valuations – A Line by Line Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations. Alex Wilmerding. Fourth Edition.

Análisis financiero por industrias para la economía chilena. Daniel Marchant S. Seminario para optar al Título de Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Enero 2007.

Una caracterización de las empresas privadas no financieras de Chile. Josué Pérez Toledo. Estudios Económicos Estadísticos, Banco Central de Chile.

¡Supere el No! Cómo negociar con personas que adoptan posiciones obstinadas. William Ury.

Si... ¡de acuerdo! Como negociar sin ceder. Roger Fisher, Bruce Patton y William Ury.

¡Ingresa a www.financiamientointeligente.cl y podrás acceder a información, documentos de inversión y entrevistas que te permitirán financiar de mejor forma tu empresa!

APOYAN

ENDULZANTE
**Natura
list**[®]

 **Bci**
seamos diferentes

Stein
Agencia de Aduanas