

MANUAL DE MEJORES PRÁCTICAS  
PARA NUEVAS SOCIEDADES  
GESTORAS DE FONDOS DE CAPITAL  
DE RIESGO PARA PYMES

Por Highgrowth



Julio de 2003



Fondo  
Multilateral  
de Inversiones

Banco Interamericano  
de Desarrollo

1300 New York Ave., NW  
Washington, DC 20577

[www.iadb.org/mif](http://www.iadb.org/mif)

**Highgrowth** ha acumulado desde sus inicios una amplia experiencia en la constitución, arranque y gestión de nuevos fondos de capital de riesgo, habiendo desarrollado en el proceso toda una serie de conocimientos y sistemas que este Manual hace públicos. Highgrowth ha participado y participa en diferentes proyectos, tanto en España como en América Latina y países del Caribe. Además de la gestión e implementación de fondos de capital de riesgo, Highgrowth da soporte y tutoría en las mejores prácticas de gestión a aquellas compañías administradoras de fondos que así se lo soliciten. Así mismo desarrolla una intensa actividad en el ámbito de la financiación de proyectos, a cuyo fin mantiene una estrecha vinculación con una ingeniería europea de primer nivel.

El **Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN)** fue creado en 1993 para impulsar el desarrollo del sector privado en América Latina y el Caribe, con especial énfasis en micro y pequeñas empresas. En asociación con gobiernos, organizaciones empresariales y ONGs, el FOMIN provee recursos no reembolsables de asistencia técnica y realiza inversiones para apoyar reformas económicas, mejorar la cualificación de la fuerza laboral e incrementar la participación de las pequeñas empresas en la economía. Apoyar nuevos enfoques para el desarrollo del sector privado y compartir las lecciones aprendidas, son objetivos centrales de la misión del FOMIN. En la actualidad, el FOMIN participa en 33 Fondos de capital de riesgo distribuidos en toda Latinoamérica y el Caribe. Aunque la mayoría de dichos Fondos son de reciente constitución, empieza a haber toda una serie de lecciones aprendidas basadas en la experiencia adquirida.

**MANUAL DE MEJORES PRÁCTICAS PARA NUEVAS SOCIEDADES GESTORAS DE  
FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO PARA PYMES**

Por Highgrowth\*

Preparado para el  
Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN)

\*Los principales autores del informe son: Ferran Lemus ([flemus@hgpcapital.com](mailto:flemus@hgpcapital.com)), Mercè Tell ([mtell@hgpcapital.com](mailto:mtell@hgpcapital.com)) y Judith Font ([jfont@ibernet.com](mailto:jfont@ibernet.com)),

## ÍNDICE

---

1. INTRODUCCIÓN.....	6
<b>PARTE I: LA CONSTITUCIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL-RIESGO .....</b>	<b>8</b>
2. ¿CÓMO DEFINIMOS UN FONDO? .....	9
3. ¿CÓMO CONSTITUIR UN FONDO? .....	10
3.1. El Primer Paso.....	10
3.2. ¿Qué exigen los inversores?.....	10
3.3. ¿Cómo podemos convencerles?.....	11
3.4. ¿Existen competidores respecto del patrimonio que nos estamos planteando?.....	12
3.5. ¿Cuál es el ámbito geográfico de actuación que perseguimos? .....	13
3.6. ¿Cuál es el universo y tamaño de las empresas objetivo?.....	14
3.7. ¿Cuál es el nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas? .....	20
3.8. ¿Existe predisposición de los empresarios del sector a dar entrada en su capital a nuevos socios?.....	23
3.9. ¿Cuál es la coyuntura económica en la que nos movemos en el momento de plantear un Fondo y la tendencia del ciclo económico?.....	26
3.10. ¿Cuáles son los posibles inversores a los que podríamos contactar? .....	26
3.11. ¿Qué instrumento de inversión utilizaremos? .....	29
3.12. ¿Cuál es el nivel de credibilidad que podemos alcanzar frente a los inversores? .....	31
4. EL MEMORANDO COMERCIAL.....	33
4.1. Fases de Nivel de desarrollo de las empresas a invertir que abordará el Fondo....	33
4.2. ¿ En qué tipo de empresas queremos invertir? .....	35
4.3. ¿Qué fuentes utilizaremos para la identificación de proyectos? .....	36
4.4. ¿Qué modelo de gestión queremos implementar? .....	37
4.5. Estructura del memorando Comercial.....	52
4.5.1. Características principales del Fondo.....	53
4.5.2. Equipo y logística necesarios para la gestión del Fondo.....	54
4.5.3. Descripción y compromiso de los socios estratégicos.....	63

4.5.4. Plan de Negocio del Fondo.....	64
4.5.5. Los elementos de riesgo.....	66
4.5.6. Rendimientos esperados de la inversión.....	66
4.6. Ejemplo de memorando comercial.....	66
5. CRITERIOS METODOLÓGICOS DE GESTIÓN.....	84
<b>PARTE II: LA EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS .....</b>	<b>92</b>
6. ETAPA OPERATIVA.....	93
6.1. Primer Contacto.....	95
6.2. Solicitud de información a los promotores y análisis.....	102
6.3. Primera Entrevista Personal.....	128
6.4. Análisis Interno .....	129
6.5. Evaluación Técnica Proyecto y análisis complementario.....	129
6.6. Evaluación Completa del proyecto. Due diligence interno. Segundo Scoring.....	148
6.7. Negociación y Valoración.....	153
6.8. Carta de intenciones y comité de Inversiones.....	180
<b>PARTE III: LA MATERIALIZACIÓN DE LAS INVERSIONES .....</b>	<b>181</b>
7. DUE DILIGENCE INDEPENDIENTE.....	182
7.1. Due diligence Legal .....	182
7.2. Due diligence Laboral y Contable-Fiscal.....	190
8. INVERSIÓN Y SUPERVISIÓN DE LAS SOCIEDADES PARTICIPADAS.....	199
9. REPORTE DEL FONDO.....	204
<b>ANEXOS .....</b>	<b>206</b>
ANEXO I - GLOSARIO DE TÉRMINOS.....	207
ANEXO II - MODELO CARTA NO CONTINUAR – AGRADECIMIENTO .....	213
ANEXO III - MODELO CARTA DE CONFIDENCIALIDAD .....	214
ANEXO IV - MODELO CARTA DE INTENCIONES A .....	216
ANEXO V - MODELO DE CARTA DE INTENCIONES B .....	222
ANEXO VI - LINKS RELEVANTES .....	234

## **1. INTRODUCCIÓN.**

La puesta en marcha, desarrollo y conclusión de un Fondo de Capital de Riesgo guarda una relación directa con el entorno inmediato en el que se establece y las singularidades económicas y sociológicas derivadas de dicho entorno. Ello, no obstante, la gestión económica y profesional de un Fondo, más allá de su ámbito de actuación y de las peculiaridades que le son propias, debe afrontar una serie de procesos y criterios de gestión que le son comunes y cuyo cumplimiento debe permitir: De una parte, minimizar los periodos de puesta en marcha y optimizar en consecuencia, los recursos disponibles, y de otra, actuar desde el punto de vista metodológico y de gestión, a partir de una serie de criterios de contrastada validez que sin duda ayudarán pero en modo alguno sustituirán, al buen criterio del lector de este manual.

Conviene señalar que el manual está pensado para ayudar a equipos de Gestión de nueva creación o relativamente jóvenes que tengan una orientación prioritaria hacia el mercado de las pequeñas y medianas empresas PYME en la América Latina y los países del Caribe.

El Manual pretende pues, constituirse en una guía de actuación útil que sirva como instrumento de ayuda a sus usuarios. Las afirmaciones, métodos y experiencias que en él se vierten, han probado ser adecuados para el desarrollo exitoso de otros Fondos, pero como en cualquier actividad, la creatividad de los usuarios y su buen criterio es el elemento clave de su éxito.

Las opiniones y juicios vertidos en el presente documento corresponden a los autores y no representan necesariamente la posición oficial del **Fondo Multilateral de Inversiones**.

## **PARTE I: LA CONSTITUCIÓN DE UN FONDO DE CAPITAL-RIESGO**

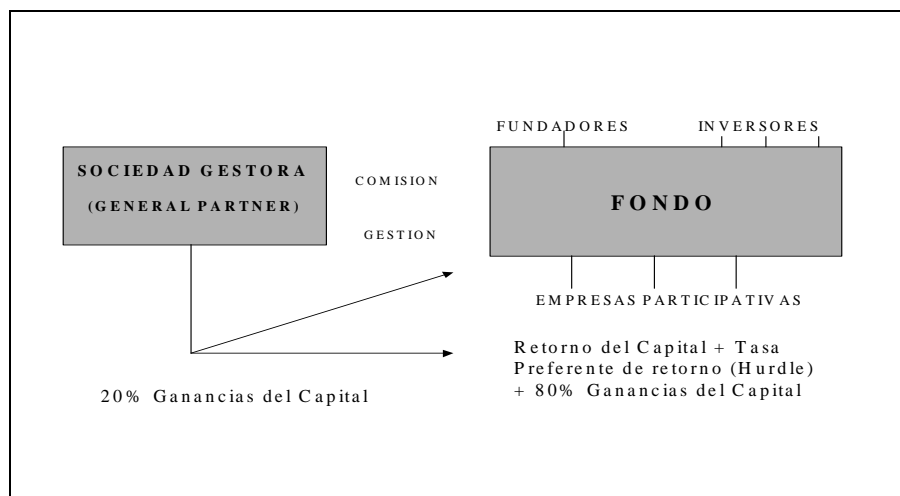


## 2. ¿CÓMO DEFINIMOS UN FONDO?

Un Fondo de Capital Riesgo es un vehículo que permite a un conjunto de inversores la inversión asociada en forma de acciones u otros instrumentos similares en empresas (empresas participadas) de naturaleza privada cuyas acciones no cotizan en el mercado de Valores.

El equipo gestor puede ser empleado directamente por el Fondo o bien por una Sociedad Gestora independiente que provee sus servicios al Fondo.

La sociedad gestora recibe una remuneración anual por sus servicios que oscila entre el 2,5 y el 3% sobre el patrimonio inicial del Fondo dependiendo de parámetros tales como el tamaño, medido en recursos comprometidos, o la aportación de la gestora. Además, la Sociedad Gestora tiene derecho a la percepción de una comisión de éxito de hasta un 20% de los beneficios del Fondo. Esta comisión de éxito puede estructurarse de diferentes formas pero, habitualmente, no se materializa hasta que los inversores no han percibido la cantidad equivalente a su inversión en el Fondo más un retorno mínimo básico, denominado "hurdle rate".



### **3. ¿CÓMO CONSTITUIR UN FONDO?**

#### **3.1. El Primer Paso.**

Tenemos un conjunto de experiencias, una intuición fundada, una base de relaciones suficiente e inclusive algunos proyectos identificados. Pensamos que a partir de estas premisas la puesta en marcha de un patrimonio para invertir en el capital de empresas PYME en proceso de arranque o desarrollo, puede ser una fórmula óptima para potenciar financiera y estratégicamente su crecimiento, a la vez que un buen negocio para aquellos inversores que nos otorguen su confianza.

Disponemos por tanto de una idea embrionaria a la que hay que dar forma y contrastar su viabilidad. Conviene entonces preguntarse cual serán las exigencias de los inversores.

#### **3.2. ¿Qué exigen los inversores?**

Para cualquier inversor invertir en Capital Riesgo significa una oportunidad de diversificar su portafolio de inversión y, en su caso, aumentar las expectativas de retorno de su inversión.

Pero para tomar la decisión de invertir en un Fondo de Capital Riesgo planteará, normalmente, una serie de exigencias que pueden resumirse como sigue:

- **Marco regulador y estructuras de gobierno** del Fondo claras y concisas.
- **Estrategia de inversión y oportunidad de mercado** de un determinado Fondo.
  - La estrategia de inversión debe estar claramente definida.
  - La petición de recursos debe ser acorde con el planteamiento de inversión.
  - La oportunidad de mercado debe ser ampliamente justificada.
- **“Track Record” o experiencia demostrable** si la hay. Normalmente, en el caso de nuevos equipos gestores, la inexistencia de una evidencia histórica se compensa a partir de la experiencia profesional, la coherencia de la estrategia de inversión planteada y la capacidad de identificación de proyectos previa a la puesta en marcha del Fondo.
- **Equipo Inversor:** Se pretende que el equipo sea cohesionado y que aun no proviniendo del mundo del Private Equity sea capaz de asimilar fácilmente sus prácticas y que tenga probada experiencia de éxito en sus actividades previas. Las habilidades que se le exigen son:
  - Focalización en el Plan de Negocio.
  - Capacidad de selección y especialización.
  - Capacidad e imaginación negociadora.
  - Capacidad de Gestión (Management), tanto de la sociedad Gestora como de las empresas en las que se invierta.
- **Información relevante** obtenida de las compañías susceptibles de inversión.
- **Orientación a la generación de Valor Añadido**, entendido como la capacidad de aumentar significativamente el valor de la empresa/s participadas en un periodo de tiempo relativamente corto (tres / cuatro años).
- **Gobierno y Capacidad de Control:** La Sociedad Gestora debe tener capacidad de influir y en su caso controlar el desarrollo de las empresas participadas.

### 3.3. ¿Cómo podemos convencerles?

En primer lugar deberemos contrastar si nuestras experiencias e intuiciones son ciertas y justifican nuestro propósito de constituir un patrimonio para invertir en las diferentes empresas objetivo.

#### ¿Estamos en lo cierto?

Para saberlo, debemos encontrar la respuesta a las siguientes preguntas:

- ¿Existen **competidores** respecto del patrimonio que nos estamos planteando?.
- ¿Cuál es el **ámbito geográfico** de actuación que perseguimos?.
- ¿Cuál es el **universo** de las empresas objetivo?.
- ¿Cuál es el **nivel de capitalización** y necesidades de financiación de las empresas?.
- ¿Hay **predisposición** de los empresarios del sector a dar entrada en su capital a nuevos socios?.
- ¿Cuál es la **coyuntura económica** en la que nos movemos en el momento de plantear un Fondo y la tendencia del ciclo económico?.
- ¿Cuáles son los **posibles inversores** a los que podríamos contactar?.
- ¿Qué **instrumento de inversión** utilizaremos?
- ¿Cuál es el **nivel de credibilidad** que podemos alcanzar frente a los inversores?

#### 3.4. ¿Existen competidores respecto del patrimonio que nos estamos planteando?

Esta tarea es relativamente fácil y transparente ya que, si hay actores que realicen actividad de capital de riesgo en el mercado, es relativamente sencillo conocer su existencia y sus parámetros de actividad. Normalmente son sociedades o Fondos ligados a alguna Institución Financiera o bien actores individuales que disponen de importantes recursos y que actúan a modo de “business angel”, es decir ayudan al desarrollo y / o puesta en marcha de empresas jóvenes con potencial de crecimiento para obtener una rentabilidad de los fondos aportados superior a la que normalmente obtendrían en el mercado.

De entre los competidores que podamos encontrar, algunos orientarán su actividad a un único sector económico, como por ejemplo: Industria auxiliar del automóvil, industria agroalimentaria, sector turístico, etc., y otros lo harán de forma más genérica a partir de un enfoque multi-sectorial.

En cualquier caso, lo importante es conocer de quiénes se trata, de qué recursos disponen y de verificar si la demanda potencial está suficiente o insuficientemente atendida, en cuyo caso, estaremos en condiciones de afirmar que existe un hueco en el mercado para nuestro planteamiento.

### **3.5. ¿Cuál es el ámbito geográfico de actuación que perseguimos?**

La localización de las empresas objetivo es de suma importancia a los efectos de gestión. Desde un punto de vista pragmático, es importante disponer de entornos con alta densidad de concentración empresarial de cara a optimizar nuestra gestión y disponer de transparencia en la información.

En zonas con fuerte concentración, el contacto, la obtención de información, el contraste de la misma y la validación de nuestras hipótesis de trabajo, suele ser mucho más rápido y fiable. Por el contrario, si el mercado se halla muy atomizado las distancias entre empresas son largas y los agentes económicos difieren (Ej.: bancos, asesorías, etc.) la gestión se convierte en más compleja y costosa. Ello no quiere decir que nuestro objetivo no sea válido pero tenemos que ser conscientes de los problemas que plantea, sobre todo en términos de coste y de validación de información.

### 3.6. ¿Cuál es el universo y tamaño de las empresas objetivo?

Detectar las empresas objetivo, más allá de nuestra experiencia personal y conocimiento del mercado, requerirá de la utilización de fuentes de información fiables que permitan validar nuestros conocimientos. A título de ejemplo podemos señalar los siguientes:



Del conjunto de fuentes mencionado, deberíamos estar en disposición de determinar el universo objetivo en función del tamaño de empresa deseado. Este tamaño vendrá determinado a partir de elementos medibles, tales como: la cifra de ventas, el número de trabajadores, la estructura de los fondos propios, el grado de concentración

empresarial, etc. De tal forma que se establecerán unos parámetros que servirán de guía a nuestras inversiones.

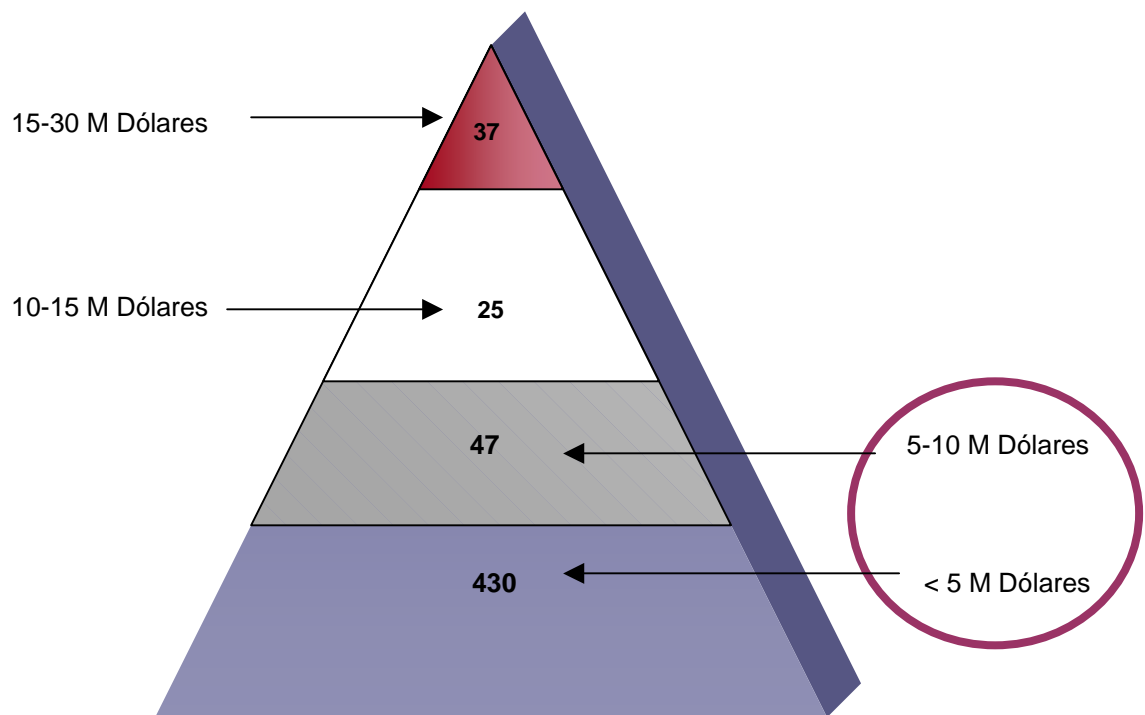
*A título de ejemplo imaginemos que nuestro objetivo lo constituyen las empresas PYME del sector auxiliar del automóvil en País ABCDE.*

*El universo es de 1.350 empresas, de las que 1.191 tienen una facturación inferior a 15 millones de Dólares.*

*Si dividimos las empresas identificadas por comunidad Autónoma y volumen de facturación obtenemos:*

Regiones	Volumen de facturación				Número total de empresas
	0-5 Millones Dólares	5-10 millones Dólares	10-15 millones Dólares	15-30 millones Dólares	
Región 1	87	6	2	1	96
Región 2	83	10	3	7	103
Región 3	20	1	1	1	23
Región 4	2	0	0	0	2
Región 5	3	0	0	0	3
Región 6	4	0	0	0	4
Región 7	66	5	2	6	79
Región 8	40	1	1	2	44
Región 9	252	29	17	23	321
Región 10	95	8	5	7	115
Región 11	6	0	0	0	6
Región 12	41	5	2	2	50
Región 13	9	0	0	2	11
Región 14	116	12	5	10	143
Región 15	28	3	0	1	32
Región 16	41	8	4	7	60
Región 17	70	9	0	20	99
<b>País ABCDE</b>	<b>963</b>	<b>97</b>	<b>42</b>	<b>89</b>	<b>1.191</b>

Imaginemos que el Fondo sólo invierte en empresas del sector auxiliar del automóvil localizadas en las regiones 2, 9 y 10 y con una facturación igual o inferior a 10 millones de Dólares. En el siguiente gráfico se recoge la distribución de las empresas de las tres regiones por volúmenes de facturación:



Así pues, delimitaríamos nuestro universo de empresas a las 477 con una cifra de ventas inferior o igual a los 10 millones de Dólares, lo que representa un 46% del total nacional.

Supongamos que el fondo invierte en empresas que no tengan más de 200 empleados y que no sean filial de un grupo empresarial de superior tamaño. En consecuencia las empresas que califican para el tipo de Fondo que estamos planteando son 402.

La elección de las regiones responde a la fuerte concentración empresarial en ellas y al hecho de que el radio de actuación del fondo no será superior a los 300 Km.



En el caso de que no dispusiéramos de una base de datos para acceder a la información, realizaríamos una encuesta entre diferentes organismos empresariales, al objeto de dimensionar adecuadamente nuestro mercado potencial, conjuntamente con estudios de mercado a realizar por una firma consultora y la utilización de la información disponible sobre el sector. Adicionalmente, la experiencia de otros fondos activos en el mismo mercado meta es una importante fuente de información.

*Modelo de encuesta a Organizaciones Empresariales, Cámaras de Comercio, Expertos y Altos Directivos.*

**a-** Datos Empresa:

Persona que realiza la encuesta:	.....
Sector Empresarial de Referencia:	.....
Tipo de Institución o persona que responde al cuestionario:	.....

**b-** ¿Cómo ha evolucionado durante los últimos tres años el sector de referencia?

**c-** ¿Cómo espera que evolucione el sector de referencia en los próximos tres años?

**d-** ¿Obliga el comportamiento del sector a la realización de inversiones recurrentes?

- Sí.
- No.

- e- ¿Considera que el sector dispone de un nivel tecnológico adecuado?
- Sí.
  - No.
- f- ¿Estima que el nivel de capitalización del sector es el adecuado para afrontar los retos que plantea el mercado?
- Sí.
  - No.
- g- ¿Estima que el entorno impositivo es el adecuado?
- Sí.
  - No.
- h- ¿Estima que las políticas públicas de apoyo al sector, si las hay, son suficientes?
- Sí.
  - No.
- i- ¿Considera que el sector puede desarrollarse de manera competitiva en una perspectiva a medio plazo?
- Sí.
  - No.
- j- ¿Existe una mano de obra lo suficientemente cualificada?
- Sí.
  - No.
- k- ¿Cree que el entorno económico es competitivo para el desarrollo del negocio?
- Sí.
  - No.
- l- ¿Conoce la existencia de Entidades o Fondos de Capital de Desarrollo/Riesgo que realicen actividades de inversión en el sector de referencia?
- Sí.
  - No.

**m-** Si su respuesta a la pregunta anterior es afirmativa, evalúe cual ha sido el impacto de la actuación de estas Entidades o Fondos:

- Positivo.
- Neutro.
- Negativo.

**n-** Igualmente, si su respuesta al apartado l es afirmativa, indique en su opinión, si existe cabida para otros Fondos y/o Entidades de Capital de Desarrollo/Riesgo.

- Sí.
  - No.
-

### 3.7. ¿Cuál es el nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas?

A priori el hecho de plantearnos invertir en un determinado sector y/o sectores deriva en el caso de las empresas en desarrollo, del hecho que estimamos existe una débil capitalización de las mencionadas empresas y probablemente, de que no existen estructuras de financiación adecuadas para atender esta necesidad o las que hay son insuficientes.

En el caso de empresas jóvenes en sus albores de actividad, nuestro deseo puede responder a la detección de oportunidades de rápida puesta en valor de la empresa a partir de un equipo experimentado y confiable.

Por ello, antes de abordar la fase de comercialización de nuestro proyecto, es importante dimensionar la estructura de fondos propios de las empresas objetivo, las necesidades de circulante y el deseo y sensibilidad empresarial para la incorporación de nuevos socios en su proyecto. Para obtener esta información, deberemos recurrir a bases de datos si las hay y a la elaboración de muestreos cuando proceda.

En el caso de que no existieran bases de datos disponibles y de que la información disponible sea insuficiente, podemos recurrir al sector bancario que normalmente, dispondrá de información fiable (***muchos Fondos disponen de un socio de referencia en el sector bancario cuyo nivel de información puede ser muy útil para el desarrollo del Fondo***), o tendremos que utilizar un sistema de evaluación basado en un trabajo de campo entre una muestra representativa de los actores del sector. Este trabajo, podemos desarrollarlo directamente o bien utilizar una consultora especializada que nos permitirá una mayor rapidez y fiabilidad en la obtención de la información.

*Siguiendo con el ejemplo del sector auxiliar de la automoción, analizaremos una muestra de 15 empresas (4 con un volumen de facturación entre 5 y 10 millones de Dólares, y 11 con una facturación inferior a 5 millones de Dólares).*

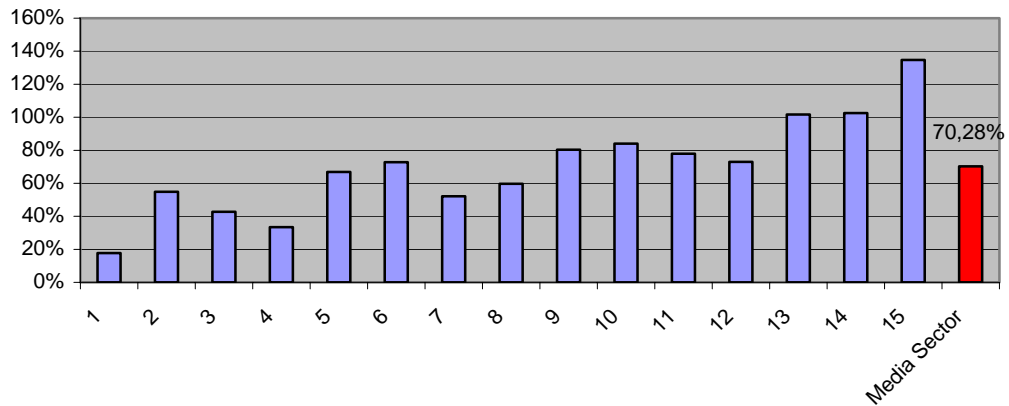
Analizamos diferentes ratios para esta muestra de empresas, como por ejemplo:

**Endeudamiento:**

$$(( \text{Total Pasivo} - \text{Fondos Propios} ) / \text{Total Pasivo} ) * 100$$

Nos aporta información referente al peso de las deudas a corto y a largo plazo en el total del pasivo.

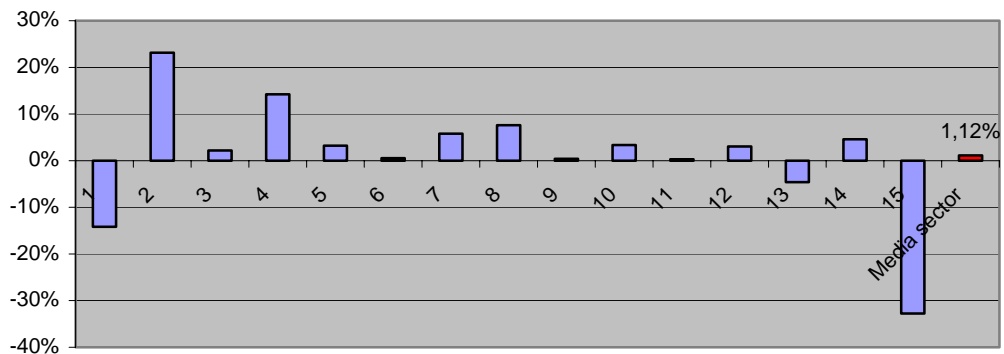
Para las empresas de la muestra tendríamos:



**Rentabilidad Económica (ROA – Return on Assets):**

Indica el rendimiento medio que obtiene una empresa como consecuencia de sus inversiones en activos.

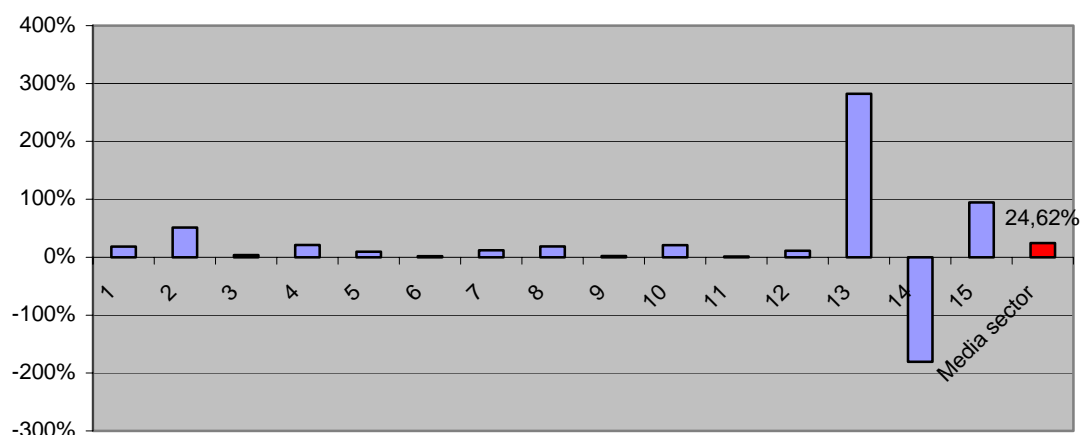
$$( \text{Resultado antes de impuestos} / \text{Total Activo} ) * 100$$



**Rentabilidad Financiera (ROE – Return on Equity):**

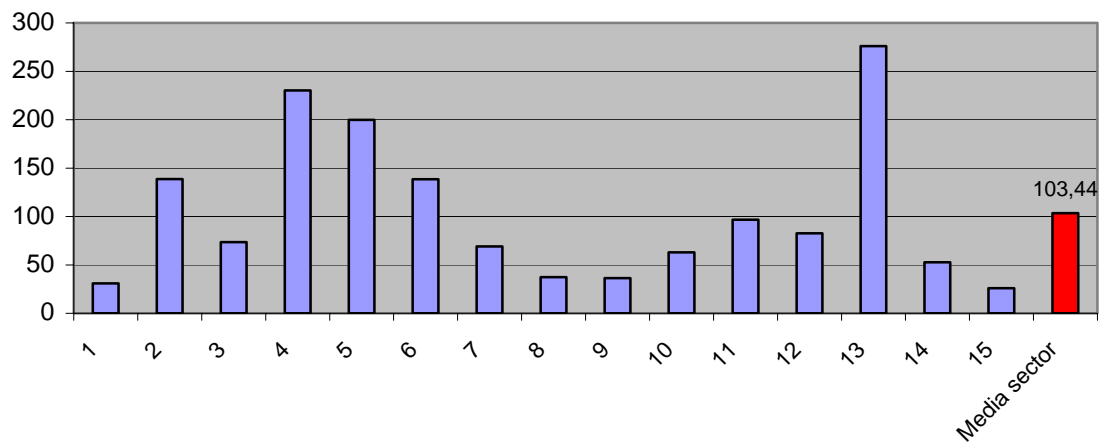
Nos da información referente a la rentabilidad media obtenida por la empresa mediante su actividad, a partir de los fondos propios:

( Resultado Neto del Ejercicio / Fondos Propios ) \* 100



**Ventas por empleado:**

Ventas por empleado (miles de Euros)



Observamos de la lectura de los gráficos que la media del sector presenta los siguientes ratios:

Endeudamiento	70,40%
ROA	1,12%
ROE	24,64%
Concentración Empresarial	46,00%
Ventas/Empleado	103.440 €

A partir de estos datos decidimos que las expectativas de inversión son lo suficientemente atractivas y estables como para plantear un Fondo. Quedaría por contrastar, la aceptación empresarial respecto la modalidad del Capital de Riesgo.

### **3.8. ¿Existe predisposición de los empresarios del sector a dar entrada en su capital a nuevos socios?**

Una vez analizado el nivel de capitalización y necesidades de financiación de las empresas de un sector, debemos identificar el interés de los empresarios del sector en incorporar nuevos socios vía capital.

Más allá de la información que se disponga derivada de la experiencia personal de los promotores y de las informaciones procedentes de otras fuentes, una formula excelente consistiría en elaborar una encuesta para los empresarios previamente identificados, cuyo posterior procesamiento nos permitiría contrastar la viabilidad de nuestro planteamiento.

*Modelo de encuesta a empresarios:*

---

**a-** Datos Empresa:

Persona que realiza la encuesta:	.....
Sector Empresarial:	.....
Actividad:	.....
Fecha de constitución:	.....
Volumen de Facturación:	.....
Número de empleados:	.....

**b-** ¿Cómo ha evolucionado durante los últimos tres años su sector de actividad?

**c-** ¿Cómo espera que evolucione su sector en los próximos tres años?

**d-** ¿Le obliga el comportamiento del sector a la realización de inversiones recurrentes?

- Sí.
- No.

**e-** ¿Considera su tecnología competitiva respecto a la de sus principales competidores?

- Sí.
- No.

**f-** ¿Estima que su nivel de capitalización es el adecuado para afrontar los retos que plantea el mercado?

- Sí.
- No.



- g-** ¿Se está planteando aumentar su gama de productos?
- Sí.
  - No.
- h-** ¿Su empresa genera los recursos y estructura de balance necesaria para poder afrontar un proceso de inversión importante en solitario?
- Sí.
  - No.
- i-** ¿Consideraría la posibilidad de incorporar un socio capitalista temporal en el accionariado de su empresa?
- Sí.
  - No.
- j-** Si la respuesta es afirmativa, ¿en qué condiciones?
- Mayoritario.
  - Minoritario.
- k-** ¿Estaría dispuesto a pactar la desinversión del nuevo accionista a un precio predeterminado ligado a la evolución del negocio?
- Sí.
  - No.
- l-** ¿Estaría dispuesto a ceder en todo o en parte su capital si existiera una oferta lo suficientemente atractiva de compra en los próximos años?
- Sí.
  - No.
- m-** ¿Estima conveniente ampliar su capacidad de contacto, relación y visión estratégica?
- Sí.
  - No.
- n-** Si la respuesta es afirmativa, ¿cree que un nuevo socio especialista puede ayudarle en dicha tarea de manera proactiva?
- Sí.
  - No.
-

### **3.9. ¿Cuál es la coyuntura económica en la que nos movemos en el momento de plantear un Fondo y la tendencia del ciclo económico?**

Por último, aunque no por ello menos importante, debemos tomar en consideración la coyuntura económica inmediata en la que va a desarrollarse nuestra actividad y los factores sociológicos que influyen en la buena marcha del entorno en el que debemos actuar.

Para ello, resulta obvio señalar que se acudirá prioritariamente tanto a nuestro propio criterio como al de diferentes expertos capaces de ofrecernos una opinión fiable y con visión a largo plazo del desarrollo económico previsible del sector o sectores de actividad y del contexto económico general. Es importante que esta opinión no responda a un análisis meramente coyuntural, sino a una visión fundada y sustanciada en una cierta perspectiva.

Este análisis se verá reforzado por la lectura de informes solventes que nos ayuden a validar las opiniones recibidas y la opinión de los posibles inversores institucionales del Fondo.

Es importante hacer notar que un fondo de Capital de Riesgo responde a un ciclo de diez / doce años y en consecuencia, su estructuración no puede estar condicionada exclusivamente a factores de inmediatez, máxime, teniendo en cuenta que en el momento del ciclo bajo es cuando más necesaria es la aportación de capital y mayores son las posibilidades de obtener rendimientos interesantes de las inversiones realizadas.

### **3.10. ¿Cuáles son los posibles inversores a los que podríamos contactar?**

Llegados a este punto, dispondremos ya de una opinión clara sobre la conveniencia o no de proponer la puesta en marcha de un Fondo cuyo objetivo sea la toma de participaciones de capital u otras modalidades de financiación en la forma de cuasi-capital, en las empresas definidas, con el objetivo prioritario de obtener una atractiva rentabilidad

para el inversor mediante y poner a disposición de la empresa/s los apoyos necesarios para la consecución de este objetivo.

*“Cuanto mayores sean las expectativas de ganancia para el Fondo mayores serán también, los valores de las empresas invertidas y por consiguiente, de los demás accionistas.”*

En el caso que nuestra conclusión sea favorable a la implementación del Fondo, deberemos plantearnos entonces qué tipo de inversores queremos en el mismo y qué información debemos facilitarles para interesarles en nuestro proyecto.

Esta información deberá quedar recogida en un Memorando Comercial. Ello no obstante, y previo a su elaboración, deberemos definir para su correcta estructuración, elementos tales como :

- a) Las fases de desarrollo empresarial en las que queremos invertir.
- b) El modelo de gestión que queremos implementar.
- c) Las principales características de funcionamiento y remuneración del Fondo.
- d) El equipo y la logística necesaria para gestionar el Fondo.
- e) Los rendimientos esperados de la inversión.
- f) Las oportunidades comerciales y de apreciación de capital que presentan los sectores elegidos.

Todos y cada uno de estos puntos deberán quedar reflejados en el documento de Gestión del Fondo y por consiguiente requieren de una profunda reflexión antes de su plasmación en el Memorando.

En el momento de aproximarnos a los posibles inversores, además de la elaboración del Memorando Comercial, deberemos tomar en consideración diferentes aspectos y formularnos algunas preguntas que nos ayudarán en la precisión de nuestro propósito:

- ¿Cuál es su sensibilidad respecto del Capital-Riesgo?
- ¿Tienen experiencia inversora en este campo?
- ¿Aun no teniendo experiencia inversora puede ser coherente una inversión de este tipo con su filosofía empresarial?
- ¿Han invertido recientemente en algún Fondo similar al que planteamos?
- ¿Cuáles son las exigencias que han planteado para inversiones similares?
- ¿Tienen limitaciones regulatorias?
- ¿Cómo encaja este proyecto dentro de su estrategia de diversificación y plazo de inversión?

Una vez contestadas estas preguntas, estaremos en disposición de elaborar una primera lista de posibles inversores y en su caso, de algún hipotético inversor de referencia al que aproximarnos, cuya presencia en el Fondo, supondría un claro acicate a la incorporación de otros inversores.

La aproximación a los posibles inversores podremos hacerla directamente o bien a través de un agente colocador que lógicamente nos cobraría una comisión por el éxito obtenido en su gestión de levantamiento de Fondos.

Existen empresas especializadas en la captación de fondos, cuya actividad puede inclusive abarcar, la estructuración del documento comercial. Sus remuneraciones se establecen sobre la base de unas cantidades fijas y una comisión de éxito respecto de los Fondos obtenidos. Esta comisión de éxito suele oscilar entre el 1,5% y el 3% de los fondos captados.

En el caso de desarrollar la captación en directo, proponemos la utilización de una hoja de seguimiento similar a la que se adjunta.

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
		Fecha 1er contacto	Compromiso	Q. demandada	Q. Esperada	Fecha 20 contacto	Teorico Hoy	Compromiso definitivo				
1												
2	FP1	xx	no	1	1	yy						
3	FP2	xx	no	1		yy						
4	FP3	xx	si	1	1	yy	1	1				
5	Aseguradora1	xx	si	2	1	yy	1					
6	Aseguradora2	xx	si	2	1	yy	1					
7	Aseguradora3	xx	?	1	1	yy	0,5	0,5				
8	Bancos1	xx	?	1	0,5	yy	0,5	0,5				
9	Bancos2	xx	no	1	0,5	yy						
10	Bancos3	xx	no	1	0,5	yy						
11	Multilateral1	xx		5	3	yy						
12	Multilateral2	xx	?	1	0,5	yy	0,5	1				
13	Institucional1	xx		1	1	yy	1	1				
14	Institucional2	xx	1	2	1	yy	1	1				
15	Privado1	xx		1	1	yy						
16	Privado2	xx	si	1	1	yy	1	1				
17	Privado3	xx	si	10	10	yy	10	7				
18	Privado4	xx		1	0,5	yy	0,5					
19	Privado5	xx	si	1	1	yy	2	2				
20	Otros	xx		15	8	yy	10	10				
21	<b>TOTAL</b>			<b>49</b>	<b>33,5</b>		<b>30,00</b>	<b>25,00</b>				
22												
23												
24												
25												
26												
27												
28												

### 3.11. ¿Qué instrumento de inversión utilizaremos?

A priori, las inversiones tendrán como objetivo la toma de participación en el capital de las empresas con carácter temporal. Ello no obstante, en función del tamaño de la empresa, la madurez del mercado y la predisposición empresarial pueden utilizarse otras formas de financiación a largo plazo que persiguen igualmente la obtención de una atractiva rentabilidad para el inversor y que a la vez confieren un marco de estabilidad para el futuro crecimiento de la empresa. La siguiente matriz nos muestra las diferentes posibilidades.

### Matriz de Productos Financieros: Intercambio de Riesgo/Rendimiento

Producto	Descripción	Riesgo	Rendimiento
Deuda Principal	Deuda de primer grado garantizada por activos de la empresa.	Bajo a moderado	Bajo a moderado
Deuda Principal con participación de ingresos.	Deuda de primer grado garantizada por activos de la empresa; acuerdo adicional para obtener un porcentaje de ingresos.	Moderado: La participación puede ser negociada debido a una mayor percepción de riesgo (colateral insuficiente, compañía nueva).	Moderado: Los rendimientos son usualmente menores para compensar la participación de ingresos. Si nunca se cumplen los niveles de ventas, baja el rendimiento.
Deuda Principal Convertible	Deuda de primer grado convertible a capital de la empresa a opción del tenedor de la deuda.	Moderado. La conversión puede ser negociada debido a que hay una mayor percepción de riesgo (colateral insuficiente, compañía nueva). Hacer valer la conversión puede ser difícil.	Moderado. El rendimiento por intereses es usualmente más bajo por el elemento de conversión - el tenedor paga una prima por la opción de capital. El tenedor convertirá solo si se anticipa que los rendimientos sobre el capital serán mayores que sobre la deuda.
Deuda subordinada	Deuda de segundo grado (junior) garantizada por activos residuales.	Moderado-alto	Moderado-alto
Deuda subordinada con participación de capital o "kickers".	Deuda de segundo grado (junior) garantizada por activos residuales; acuerdo adicional para cobrar porcentaje de ingresos, o pagos de regalías.	Moderado-alto. La compañía puede no alcanzar sus metas de desempeño y por consiguiente no pagar ninguna participación.	Moderado-alto. Ingresos mayores con participación.

Deuda subordinada con características convertibles/garantías.	Deuda de segundo grado garantizada por activos residuales. Opción adicional para conversión de deuda a capital, o para ejercer opción de compra de capital a un precio pre determinado	Moderado-alto. La conversión y las garantías pueden ser difíciles de hacer valer en mercados menos desarrollados.	Moderado-alto. Utilidades mayores dependen de la conversión
Acciones preferentes.	Capital con dividendos fijos, con o sin derechos limitados de votación.	Alto. Tiene preferencia sobre las acciones comunes para el pago de dividendos y activos de la corporación en el caso de bancarrota. El atractivo depende del ambiente legal / regulatorio del país.	Alto. El dividendo es fijo, aunque es determinado por la Junta Directiva; ya sea acumulativo (hacia adelante) o no acumulativo. Dividendos comunes no pueden pagarse si no se pagan dividendos preferentes.
Acciones Preferentes Convertibles.	Capital con dividendos fijos, con o sin derechos limitados de votación, convertible a capital común.	Alto. El dividendo fijo es el mismo, la conversión depende del desempeño de la empresa. La convertibilidad puede ser difícil en mercados menos desarrollados.	Alto. El tenedor tiene la opción de hacer la conversión a acciones comunes si la empresa se desempeña bien.
Acciones comunes.	Capital común con derecho a votación.	Alto. Liquidez (egresos e ingresos) basada en el valor de mercado de las acciones y el pago de dividendos.	Los mas altos rendimientos potenciales. Totalmente dependiente del desempeño de la compañía, apreciación del valor del capital (y habilidad para salir), y pago de dividendos.

### 3.12. ¿Cuál es el nivel de credibilidad que podemos alcanzar frente a los inversores?

Cuando se trata de sociedades gestoras de probada experiencia, uno de los elementos que toman en consideración los inversores es los resultados obtenidos por la sociedad de gestión en el pasado.

Sin embargo, es necesario tomar en consideración que la experiencia histórica no es más que un dato, y que por sí misma no constituye una garantía para los resultados futuros. En consecuencia, se trate de una nueva o una experimentada sociedad gestora, los inversores tenderán a evaluar el riesgo de confiar su dinero a un tercero sobre dos pilares fundamentales:

1. El riesgo estructural implícito.
2. El riesgo de los resultados a obtener (“performance risk”).

Por tanto, debemos ser conscientes que el inversor tomará en consideración respecto al primer punto las siguientes capacidades:

- Nuestro potencial financiero.
- Capacidades de gestión y atención al cliente.
- Capacidad de apoyo a las empresas invertidas.

Respecto al segundo punto, el inversor considerará la fiabilidad de los procedimientos de inversión, la calidad del equipo de gestión y su capacidad de negociación, los sistemas de investigación y apoyo que utiliza la sociedad gestora y su orientación al beneficio.



## **4. EL MEMORANDO COMERCIAL.**

Ya hemos señalado anteriormente, que la elaboración del memorando comercial debe tomar en consideración diferentes aspectos cuyo desarrollo coherente permite una correcta comercialización del Fondo.

### **4.1. Fases de Nivel de desarrollo de las empresas a invertir que abordará el Fondo.**

Entre otros, de vital importancia para la buena marcha de un Fondo es la adecuada elección de la tipología de inversión que se aplicará a las diferentes oportunidades que vayan surgiendo. La modalidad o las modalidades que adoptemos, vendrán condicionadas por el tamaño del Fondo, el tamaño de las empresas a invertir, el periodo de duración prevista de la inversión, el grado de maduración de los proyectos, el potencial de crecimiento, etc.

En la terminología del Capital de Riesgo, las distintas fases de inversión que puede abordar un Fondo son las siguientes:

- *Capital SEMILLA*: El emprendedor presenta un concepto de negocio para que se desarrolle, involucrando la producción de un plan de negocio, prototipos y búsqueda adicional. La etapa de este tipo de inversión es anterior a brindar un producto al mercado y empezar una fabricación a gran escala y en consecuencia comporta un nivel de riesgo muy elevado.
- *Puesta en Marcha START-UP*: El emprendedor requiere financiación para acabar el desarrollo de sus productos y financiar el marketing inicial. La compañía se encuentra en sus fases iniciales de comercialización de producto, aunque en ocasiones ya ha realizado algunas ventas.
- *EXPANSIÓN*: El emprendedor busca financiación para hacer crecer y expandir la compañía que ya está establecida. Por ejemplo, para financiar un incremento en la capacidad de producción, desarrollo de producto, marketing y para proveer capital de trabajo adicional. Se conoce también como “capital desarrollo” o “de crecimiento”. Esta modalidad presenta un perfil de riesgo más bajo que las anteriores.

- *Adquisición con apalancamiento (MANAGEMENT BUY-OUT / BUY-IN):* Son adquisiciones de empresas en que una parte sustancial del precio de compra se financia con deuda garantizada por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos a medio camino entre recursos propios y ajenos (mezzanine financing). En la modalidad BUY-OUT los adquirentes de la empresa son directivos de la propia compañía. Mientras que en la modalidad BUY-IN los adquirentes pertenecen al equipo directivo de otra empresa. En ocasiones puede producirse una mezcla de las dos modalidades (BIMBO).
  
- *Reorientación (Turnaround).* Modalidad que permite financiar un cambio en la orientación estratégica de una empresa en dificultades.
  
- *Capital de Sustitución (Replacement Capital).* Son operaciones en las que el inversor de Capital de Riesgo sustituye algún grupo accionario de la empresa invertida. En realidad, no se produce una nueva aportación de Fondos, sino una sustitución de parte de los existentes. Normalmente estas operaciones se producen en empresas de carácter familiar con el doble objetivo de:
  - Eliminar posibles conflictos de interés.
  - Profesionalizar los órganos de gobierno y dirección de la empresa.

Todo Fondo debe identificar una clara especialización del tipo de inversiones que quiere realizar y normalmente, en la caso de Fondos destinados a PYMES el tipo de inversión que se plantea es la de Capital de Arranque y/ o Expansión. El capital semilla, que implica una componente de riesgo muy alto , se provee normalmente desde el sector público. Las operaciones de “Management Buy-Out”, “Management Buy-In”, etc. son propias de Fondos que orientan sus inversiones a tamaños de empresas superiores a las PYMES.

En consecuencia nos centraremos en las fases de arranque y desarrollo más propias del mercado PYME sobre el que se basan nuestras opiniones.

#### 4.2. ¿ En qué tipo de empresas queremos invertir?

Muchas compañías pequeñas son negocios “life-style”, cuyo objetivo es proveer de un buen nivel de vida y una satisfacción laboral a sus dueños. Estos negocios generalmente NO son apropiados para la inversión de capital accionario de capital-riesgo, pues no pueden proveer de retornos financieros adecuados para provocar el interés de un inversor externo. Sin embargo, si que pueden ser atractivas para la utilización de instrumentos de cuasi-capital, si la rentabilidad objetivo del Fondo lo permite.

Los negocios emprendedores se distinguen por sus aspiraciones y su potencial de crecimiento, independientemente de su tamaño actual.

Como norma diremos que a menos que un negocio pueda ofrecer la perspectiva de un crecimiento significativo en un plazo máximo de 5 años, no es conveniente invertir por parte de un Fondo de Capital Riesgo.

El capital-riesgo, pues, es sólo para empresas con ambición e importantes proyecciones de crecimiento, que dispongan de promotores y directivos conocedores del negocio y capaces de convertir las expectativas de su Plan de Negocio en realidad.

Normalmente, antes de abordar una inversión, se formula las siguientes preguntas:

- ¿Tiene el equipo experiencia relevante y buena reputación en el sector? ¿Existe un liderazgo claro y una dirección competente en las áreas complementarias de gestión: Marketing, finanzas, etc.?
- ¿Tiene la compañía importantes perspectivas y la capacidad necesaria para materializarlas en un periodo de tiempo corto?
- ¿Tiene la compañía un plan de negocio bien definido y realista?
- ¿Tiene la compañía un producto o servicio con un perfil competitivo?
- ¿Existe un compromiso económico y /o de riesgo por parte de los promotores proporcionado a su nivel de ambición?

A partir de estas premisas y retomando el ejemplo que hemos venido utilizando respecto la Industria auxiliar del automóvil en País ABCDE, trataremos de identificar aquellos proyectos que hayan tenido un crecimiento superior a la media del sector en los últimos tres años tanto en volumen de ventas como en rentabilidad sobre el capital, y que tengan además proyectos claros de expansión futura.

Así de las 402 empresas identificadas deberíamos ser capaces de efectuar una selección previa de aquellas en las que nos gustaría invertir y mantener conversaciones con algunas de ellas para empezar a despertar su interés en nuestro proyecto.

Debemos tener en cuenta que el periodo de maduración de una inversión puede oscilar en condiciones normales, entre 4 y 12 meses y en consecuencia para ser capaces de invertir en el primer año de vida del Fondo, el identificar inversiones previas a su lanzamiento es de gran interés.

Ello además, será de utilidad durante la fase de comercialización del Fondo ya que puede convertirse en un atractivo adicional para los potenciales inversores que podrán constatar la existencia de un “pipeline” de posibles inversiones que sustentan el planteamiento del Fondo (existencia de demanda, instrumentos financieros a emplear, tamaño promedio de las inversiones, cobertura geográfica, etc.) y que genera un clima de confianza respecto de las expectativas planteadas.

#### **4.3. ¿Qué fuentes utilizaremos para la identificación de proyectos?**

- *Información derivada de nuestros estudios previos.*
- *Información procedente de líderes del sector.*
- *Información procedente de organizaciones empresariales.*
- *Red de contactos personales.*

#### 4.4. ¿Qué modelo de gestión queremos implementar?

Con independencia de que la razón de ser de un Fondo de Capital de Riesgo se justifica a partir de la ayuda al crecimiento de las empresas en las que se invierte y la rentabilidad potencial a obtener de estas inversiones. Los modelos de gestión pueden diferir de un Fondo a otro, tanto desde el punto de vista de filosofía de gestión como de organización interna. Por ello, es deseable definir muy claramente estos aspectos al objeto de que el potencial inversor disponga de elementos de juicio suficientes a la hora de decidir su aportación.

La impronta de la filosofía de gestión la determina la personalidad de los promotores y gestores del Fondo, así como las características del propio Fondo: Tamaño, fases de desarrollo en las que se invierte, recursos disponibles, etc.

Es importante definir los siguientes aspectos:

- (a) Modelo de Asociación deseado con las empresas a invertir.
- (b) Modelo de relación con los inversores.
- (c) Principios éticos por los que se regirá la gestión.
- (d) Órganos de gobierno del Fondo.

##### **(a) Modelo de Asociación deseado con las empresas objeto de inversión:**

El tipo de relación a establecer con las empresa a invertir puede tener diferentes grados de intervención. En los extremos situaríamos una fuerte política intervencionista que conferiría además de la presencia en el Consejo de Administración de la empresa, la intervención periódica y la tutela de la misma con el objeto de ayudar a la consecución de su plan de negocio desde un fuerte compromiso del inversor en el desarrollo cotidiano de la firma.

En el extremo contrario, estableceríamos un modelo en el que con independencia de nuestra presencia en el Consejo de Administración, la intervención de la sociedad Gestora

sería mínima y se limitaría a mantenerse informado y a hacer las sugerencias estratégicas oportunas en el marco del Directorio.

En la medida que este documento va orientado a Fondos que administran empresas PYME, nuestra recomendación sería la de adoptar una postura mixta, exigiendo en cualquier caso la presencia en el consejo de administración y un reporte mensual o trimestral respecto a los logros de las compañías invertidas (véase modelo en apartado 8), acompañado por un apoyo a la apertura de posibilidades comerciales de cara al desarrollo de la empresa. Es importante que el seguimiento del reporte sea muy riguroso por parte de la Sociedad Administradora con el objeto de controlar adecuadamente la aplicación de los fondos invertidos, la evolución de la cartera de clientes, el desarrollo de la acción comercial, la formalidad de los cobros y pagos de la empresa, etc.

Las empresas en fase de arranque requieren, sobre todo el primer año de actividad, de una tutela muy intensa para corregir las posibles desviaciones, y en caso necesario, reorientar las estrategias pre-establecidas.

Para una empresa PYME, la entrada de dinero nuevo procedente de un Fondo, ya sea en forma de capital o de cuasi-capital, constituye una gran oportunidad para potenciar su crecimiento y aumentar sus beneficios a condición que la utilización del dinero sea extremadamente profesional y convenientemente arropada. Nótese que el modelo propuesto requiere de un esfuerzo importante por parte de la administradora, cuyos recursos son limitados y pueden verse encarecidos con una actuación como la recomendada, aunque por otra parte evita sorpresas desagradables y permite una rápida reconducción de los temas en caso de que se produzcan desviaciones de cualquier índole.

#### **(b) Modelo de relación a establecer con los inversores:**

El modelo de relación que se proponga a los inversores puede, al igual que el posicionamiento de la Administradora en las empresas en las que invierta, tener diferentes niveles de intervención.

En este punto conviene resaltar que un Fondo puede concebirse desde un equipo promotor que posteriormente será el encargado de administrarlo o bien, desde la voluntad de un o varios inversores que detectan una necesidad de mercado y deciden implementar el Fondo, asumiendo a partir de tal decisión el protagonismo en la selección de la administradora y en la configuración de los órganos de gobierno del Fondo.

Quiere ello decir que, según quien sea el impulsor del Fondo el modelo de relación puede ser diferente y el nivel de involucración de los inversores del Fondo también.

De hecho las compañías administradoras jóvenes y, en consecuencia, con escaso bagaje, si bien pueden concebir la puesta en marcha de un Fondo necesitarán consensuar normalmente, su estructura y su “modus-operandi” con uno o dos inversores de referencia, lo cual conduce a un modelo de relación mixto en el que aun respetándose la independencia de la Sociedad Administradora, se dispone de un Comité de Inversión con presencia directa o indirecta de los inversores de referencia.

Cuando la Sociedad Gestora dispone de una amplia experiencia y de probados logros, la relación con los inversores es de carácter informativo, ya que todo el modelo de gestión y reglamentación del Fondo lo desarrolla sobre la base de sus logros y sus experiencias.

### **(c) Principios éticos por los que se regirá la gestión.**

Un mercado transparente es una condición fundamental para el correcto desarrollo de los negocios y el impulso del crecimiento económico de un país.

A partir de esta afirmación, parece evidente que tanto el planteamiento de un Fondo como sus criterios de gestión deben responder a principios de ética empresarial que más allá de un planteamiento meramente filosófico, partan de la conciencia que este comportamiento incide directamente en el tejido social en el que actúa. Y que en cualquier caso, el principio de actuación que nos mueve debe corresponderse con esta voluntad.

En términos generales podemos afirmar que un directivo en su toma de decisión debe plantearse tres preguntas básicas<sup>1</sup>:

- ¿Es legal lo que planteo?
- ¿Es equilibrado? Es decir, ¿puede mi planteamiento ser perjudicial para alguna de las partes? Cuando una decisión es desequilibrada todas las partes acaban perdiendo.
- ¿Cómo me sentiré a partir de la decisión que tome y como se sentirán los afectados por la misma?

Estas exigencias éticas deberán corresponderse con la estructura organizativa que planteemos. Se puede partir de un concepto moral y apriorístico de un buen comportamiento ético como norma de conducta, pero razones morales aparte, tal y como se ha mencionado, un comportamiento basado en la transparencia y unos principios éticos de gestión es una condición indispensable para garantizar el desarrollo de un sector privado competitivo y propiciar el crecimiento económico, todo ello respetando el entorno y las necesarias prácticas de respeto medioambiental. Por consiguiente la estructuración de un Fondo, deberá contar con cuatro pilares básicos:

- Un reglamento de Gestión que regule las relaciones y responsabilidades de los diferentes agentes que forman parte del Fondo, establezca claramente las reglas del juego sobre las que se regirá el Fondo, prevea las posibles situaciones de conflicto de interés y establezca los mecanismos adecuados para evitarlos.
- La Junta de Partícipes, (Asamblea de Inversores) que deberá ser informada periódicamente sobre las decisiones de inversión que se adopten, así como de los posibles conflictos de interés que se susciten, a la vez que se reservará para si, la determinación de las líneas estratégicas del Fondo.
- La Sociedad Gestora que asumirá la gestión diaria del Fondo de acuerdo con el marco reglamentario que se establezca.
- El Comité de Inversión que tomará las decisiones de inversión a propuesta de la Sociedad Gestora. Con independencia de su composición definitiva, es muy

---

<sup>1</sup> Kenneth Blanchard, Norman Vincent Peale "El poder ético del directivo", edit. Grijalbo, 1989



importante que las decisiones de este Comité se tomen de forma independiente y en caso de eventuales conflictos de interés, el reglamento del Fondo prevea el mecanismo adecuado para su resolución. El Comité de Inversión deberá velar además por que las inversiones se realicen en empresas que no perjudiquen el entorno medioambiental.

Este esquema organizativo responde a la voluntad de actuar con transparencia y se convierte en un modelo equilibrado en el que las posibles desviaciones sobre la voluntad de transparencia queden puestas de manifiesto y son susceptibles de corrección inmediata.

El modelo se complementa con obligaciones informativas de auditoria anual por firma de reconocido prestigio y reporte de gestión. (Ver apartado correspondiente a reporte). Todo ello sin menoscabo del siempre eficaz establecimiento de canales de relación franca e informal con los inversores, al objeto de asegurar la máxima transparencia.

#### **Marco Jurídico:**

El marco jurídico normativo en el que se desarrolla la actividad del Capital Riesgo, constituye un elemento fundamental en la decisión de los inversores para aportar fondos a un determinado proyecto. En este sentido, el inversor reclama:

- Seguridad Jurídica.
- Legislación clara y estable.
- Flexibilidad de la normativa que permita la adopción de los esquemas típicos del Capital-Riesgo.
- Agilidad en la gestión de los organismos reguladores.
- Tratamiento fiscal favorable al inversor.

En términos generales podemos afirmar que el Capital de Riesgo se desarrolla en tres entornos claramente diferenciados:

- Países en los que existen estructuras específicas capaces de acomodar a inversores nacionales e internacionales con una legislación fiscal transparente.
- Países en que existen estructuras específicas pero con importantes limitaciones y requerimientos que dificultan la práctica de la actividad.
- Países en los que simplemente no existe una normativa específica y que necesitan para la operativa de la utilización de estructuras internacionales.

Idealmente, el principal objetivo en el momento de estructurar un Fondo debe tomar en consideración los siguientes aspectos:

- Evitar la doble imposición a los Inversores.
- Establecer unas condiciones iguales para todo tipo de inversores, ya sean locales o internacionales.
- Debe ser de operativa simple.
- Debe minimizar el impacto de las “withholding tax”.\*
- Debe ser capaz de colocarse en el mercado a través de los inversores adecuados.
- Los costes de gestión no deben serlo en menoscabo de la eficiencia del Fondo.

La mayoría de países en los que el capital Riesgo dispone de larga tradición y es un vehículo financiero mayoritariamente aceptado existe un marco legislativo específico al

---

\* Ver Glosario de términos en anexo I.

respecto y un tratamiento fiscal adecuado. Sin embargo en América Latina y los países del Caribe, así como en otros muchos países, la legislación es todavía insuficiente y existen numerosas disfunciones para el desarrollo normal de la actividad.

De acuerdo con el informe desarrollado por Morrison&Forester con la colaboración del FOMIN, Greel, García Cuellar y Muggenburg, Delgado&Cevallos, Levy&Salomao Advogados y Guerrero, Olivos, Novoa y Errazuriz.<sup>2</sup>, el entorno en el que se desarrolla el Capital de Riesgo en América Latina, salvo excepciones, no dispone todavía de un marco jurídico específico para el desarrollo de la actividad lo que provoca no pocos problemas que pueden agruparse como sigue:

- Etapa de Due diligence, los inversores se enfrentan con problemas derivados de las prácticas contables y la evaluación de los pasivos contingentes.
- En la etapa de estructuración, las leyes locales no contemplan la amplia gama de estructuras de capital necesarias para que los inversores y sus socios locales dispongan de la flexibilidad necesaria. A ello debemos añadir la ausencia de planes de opción de compra de acciones, los problemas de rescate de acciones, y la dificultad para emitir bonos convertibles.
- En la etapa post-inversión, los inversores que adquieren participaciones minoritarias tienen dificultades para lograr la protección de sus derechos, y los accionistas mayoritarios pueden encontrar dificultades para conseguir la implementación de cláusulas tales como “tag-along” y/ o “drag-along”<sup>3</sup>.
- Respecto a la etapa de desinversión existen numerosos elementos de incertidumbre de cara a exigir los acuerdos entre socios pactados al inicio de la operación.

Todo ello repercute en un aumento de perfil de riesgo que, en ocasiones, puede desalentar la predisposición a invertir en este tipo de mecanismos.

---

<sup>2</sup> “La necesidad de reformas legales y regulatorias en Argentina, Brasil, Chile, El Salvador y México a fin de atraer inversiones de capital en pequeñas y medianas empresas”

<sup>3</sup> Ver Glosario de términos en anexo I.

A modo de resumen, el estudio de Morrison & Forester clasifica los aspectos más conflictivos en la regulación de las inversiones de Riesgo en las Pequeñas y Medianas Empresas de la América Latina. El cuadro determina las principales áreas de conflicto y de su lectura se extrae la conclusión de que es necesaria la adecuación del derecho societario y la normativa fiscal y contable. Por otra parte, parece necesaria la elaboración de una ley específica tutelada por un organismo regulador que controle el cumplimiento de la normativa por parte de las Sociedades Gestoras de Capital de Riesgo.

**Elementos de Conflicto:**

Aspectos Conflictivos	Intensidad del Conflicto	Necesidades
Los pasivos contingentes tales como impuestos vencidos, cargas sociales y pasivos ambientales	Muy alta	Exigencia, homogeneidad y claridad de la legislación, laboral, contable y medioambiental.
Legislación confusa o inexistente sobre Fondos de Inversión.	Alta	Necesidad de un marco regulador específico.
Las restricciones en la legislación sobre Fondos de Inversión producen efectos adversos sobre las inversiones de riesgo a nivel local.	Alta	Necesidad de un marco regulador específico.
La ausencia de protección efectiva de los derechos de los accionistas minoritarios	Alta	Adecuación del derecho Societario.
Los límites en las posibles estructuras de inversión.	Muy Alta	Adecuación del derecho Societario.
Regulación restrictiva de las bolsas de comercio y mercados de valores. Limita las posibilidades de desinvertir vía	Alto	Adecuar los esquemas de actuación al de aquellos países en donde la regulación del mercado obvia el problema

Ofertas Públicas Iniciales (IPOS).*		planteado.
Prohibición del rescate de acciones por la propia sociedad, limita la efectividad de las opciones de venta.	Alto	Adecuación del derecho Societario.
Restricciones en la inversión en ciertos sectores, desanima a ciertos inversores extranjeros	Media	
El tratamiento Fiscal y los efectos limitados de las auditorías fiscales.	Alto	Adecuación de la legislación

Sobre la base de estos comentarios podemos afirmar que la práctica del Capital Riesgo requiere en el ámbito de los proyectos PYME de:

- Seguridad Jurídica.
- Legislación específica.
- Normativa contable y fiscal homologable y transparente.
- No restricción ni imposición de límites a las estructuras de inversión.
- Protección a los derechos de los accionistas minoritarios.
- Igualdad de trato entre inversores nacionales e internacionales.

A título de ejemplo, podemos hacer una comparativa con diferentes países europeos. La siguiente tabla recoge las principales formas que puede adoptar un fondo para cada país:

---

\* Siendo un elemento importante para el Capital de Riesgo en general, lo es menos en el caso de las PYMES.

País	Inversores Locales	Inversores Extranjeros
Reino Unido	Limited Partnership, Investment Trust y otras estructuras.	Limited Partnership y otras estructuras.
Francia	FCPR o SCR	FCPR
Italia	Nueva estructura close-end o estructuras extranjeras	Preferiblemente estructuras extranjeras
Alemania	GmbH, GmbH & Co KG o UBG	Sólo estructuras extranjeras
Holanda	BV o NV (Participation Privilege) y CV (partnership)	BV o NV (Participation privilege) y CV (partnership)
España	Estructura corporativa local, pero restrictiva.	Sólo estructuras extranjeras
Bélgica	NV/SA (Participation Privilege) y estructuras extranjeras	Preferiblemente estructuras extranjeras, posiblemente NV/SA sujeta a tratados de impuestos.
Dinamarca	Posible compañía local: sin impuestos en las ganancias si la inversión dura 3 años.	Preferiblemente estructuras extranjeras
Portugal	Estructura corporativa local, pero muy restrictiva.	Sólo estructuras extranjeras.

#### **(d) Órganos de gobierno del Fondo.**

En términos generales un Fondo de Capital Riesgo dispone tres tipos de órganos de gobierno:

- |                                    |   |  |
|------------------------------------|---|--|
| • <b>Órganos de Decisión:</b>      | → | <b>Junta de Partícipes y Comité de Inversiones.</b>                                  |
| • <b>Órganos de Gestión:</b>       | → | <b>Sociedad Gestora.</b>   |
| • <b>Órganos de Asesoramiento:</b> | → | <b>Comité Asesor de los Inversores y asesoría contable, legal, fiscal y técnica.</b> |

#### **La Junta de Partícipes.**

Composición: En la Junta de Partícipes se hallan representados los inversores del Fondo, proporcionalmente a su participación.

Funciones: *(A título de ejemplo)*

- Modificación del Reglamento de Gestión.
- Sustitución de la Sociedad Gestora bajo determinados supuestos.
- Nombramiento y revocación de los miembros del Comité de Inversiones propuestos por la Sociedad Gestora.
- Modificación de la duración del Fondo.
- Designación del Comité Asesor de los Inversores, si procede.
- Decisión sobre el ejercicio colectivo de sus derechos y acciones y cualquier otra función que les encomiende el Reglamento de Gestión.

La Junta de Partícipes se reúne por lo general dos veces al año para el seguimiento de:

- El Plan de Negocio.
- Detalle de los logros en la gestión del Fondo.
- Seguimiento de las inversiones y rendimientos esperados.
- Comentario sobre los proyectos susceptibles de Inversión.
- Todos aquellos temas de su competencia.

### **Comité de Inversiones:**

Composición: Por lo general 5 miembros, dos de la Sociedad Gestora y tres nombrados por la Junta de Partícipes a propuesta de la Sociedad Gestora de entre personalidades independientes y de reconocida solvencia. En ocasiones, los inversores de referencia se reservan la potestad de estar representados en el Comité ya sea directa o indirectamente.

Funciones:

- Aprobar o denegar las inversiones y desinversiones estudiadas, analizadas y propuestas por la Sociedad Gestora.
- Proponer nuevas ideas y/o proyectos a estudiar por la Sociedad Gestora.
- Resolver sobre los asuntos expresamente encomendados en el Reglamento de Gestión.
- Aprobar o denegar las propuestas de la Sociedad Gestora sobre distribución de resultados del Fondo.

Es aconsejable que los miembros independientes del Comité de Inversiones procedan del mundo empresarial y/o financiero, sean buenos conocedores del sector o sectores en los que opera el Fondo, gocen de magnífica reputación profesional por su trayectoria y dispongan también del adecuado bagaje teórico.

### **La Sociedad Gestora:**

Funciones:

- Actuar en interés de los partícipes.
- Redactar el Reglamento de Gestión.
- Otorgar la escritura de constitución del Fondo y formular su inscripción.
- Emitir resguardos de los certificados de participación.
- Establecer los criterios de inversión, estudiar, analizar y seleccionar las inversiones que han de formar parte del patrimonio del Fondo.
- Proponer las Inversiones y Desinversiones al Comité de Inversiones.



- Llevar la contabilidad del Fondo.
- Todas aquellas que le confiera el Reglamento del Fondo.

### **Comité Asesor de los Inversores, (si lo hay):**

Composición: La composición del Comité Asesor dependerá del tipo de fondo. En los casos en que el fondo se dirija a un sector concreto de actividad, se tratará de personas especialmente ligadas a dicho sector, dado que deberá evaluar e informar al equipo de la Sociedad Gestora sobre la viabilidad técnica de los proyectos objeto de estudio. Cuando se trate de un fondo multi-sectorial, deberán proceder de los diferentes sectores donde el equipo interno no tenga el suficiente criterio técnico para evaluar. Estas personalidades podrían ser emprendedores, “business angels”<sup>4</sup>, proceder del mundo académico, profesionales del mundo financiero, etc.

Funciones:

- Facilitar y recibir información sobre las actividades y proyectos de inversión del Fondo, intercambiar opiniones y sugerir actuaciones que favorezcan la optimización de los resultados del Fondo e informar oportunamente a la Junta de Partícipes.
- Actuar cuando se produzcan conflictos de interés de forma tal que su intervención permita una resolución satisfactoria de los mismos.

### **Asesoría contable, fiscal y legal**

*Funciones del contable:*

- Supervisar el Plan de Negocio.
- Una vez iniciada una transacción su rol es el de aconsejar más extensivamente, incluyendo proyecciones financieras, negociaciones con los

---

<sup>4</sup> Ver glosario de términos en anexo.

vendedores, equipo de dirección o sus consejeros, y la coordinación para completar el proceso de capital riesgo.

*Funciones del consejero fiscal:*

- Comprobar que el fondo corporativo se estructura para maximizar los beneficios impositivos.
- Comprobar si los beneficios potenciales derivados de la venta de las acciones están gravados como ganancia de capital, y no como renta regular
- Comprobar si el gravamen debido a los impuestos sobre ganancias de capital se produce en el momento de la venta de las acciones
- Maximizar la ayuda impositiva sobre el coste profesional.
- Actuar a petición de los órganos de gobierno y muy especialmente de la Sociedad Gestora para valorar aquellos temas de su competencia de interés para el Fondo.

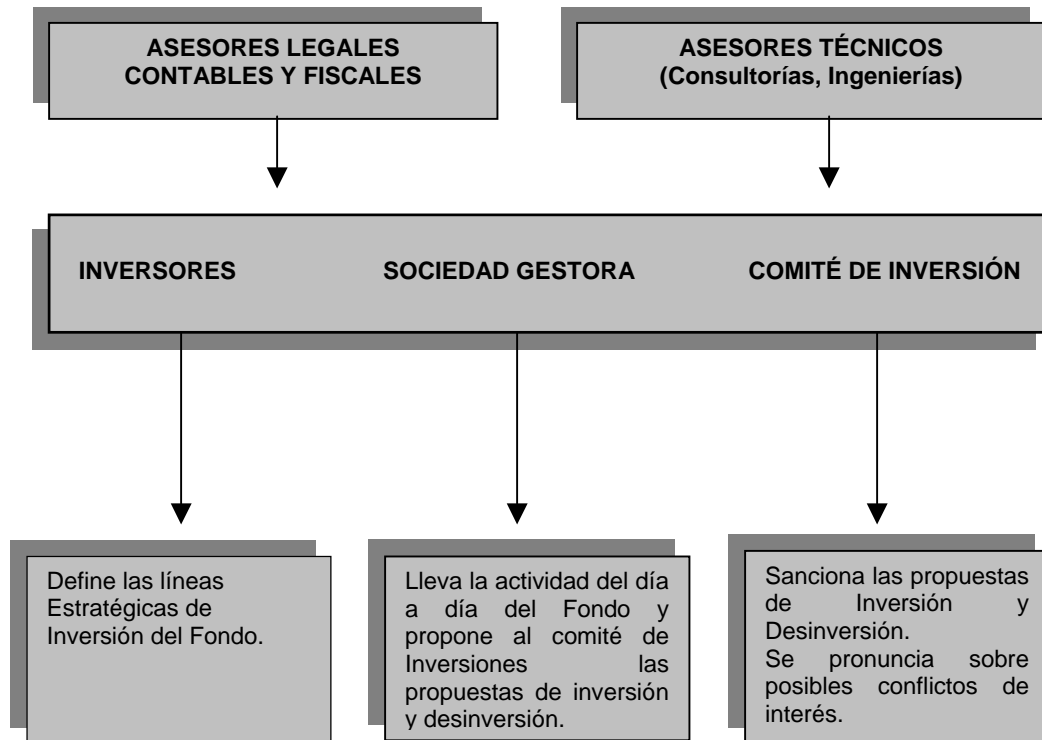
*Funciones del abogado:*

- Se ocupará de que la inversión de la empresa de capital riesgo esté debidamente protegida desde un punto de vista legal.
- Redactará distintos acuerdos de inversión, incluyendo los pactos de accionistas, las garantías e indemnizaciones, los acuerdos acerca de préstamos o bonos, los contratos de servicios y la carta de revelación y de intenciones.

Sobre este modelo de órganos de decisión encontraremos diferencias en función del tipo de Fondo que se gestione.

Así por ejemplo puede haber un Comité de Orientación en lugar de un Comité de Inversiones: La principal diferencia es que la decisión de inversión no queda sujeta a la aprobación por parte de dicho Comité. Después de la presentación de un proyecto de inversión por parte del equipo de la Sociedad Gestora, el Comité de Orientación emite su opinión y recomendaciones, pero la decisión final es colegiada y se traduce en un consenso en el seno del equipo de la Sociedad Gestora.

## ESTRUCTURA DE GOBIERNO TIPICA DE UN FONDO DE CAPITAL RIESGO



#### 4.5. Estructura del memorando Comercial.

El memorando comercial es el documento que nos servirá de base para comercializar el fondo entre los diferentes posibles inversores. Es probable que cuando desarrollemos el documento, hayamos comentado previamente con algún posible inversor que por su relevancia institucional y por su orientación haya considerado que nuestro proyecto es de su interés y puede haber hecho un compromiso verbal e inclusive escrito de participación, condicionado a la obtención de Fondos adicionales. Si este fuere el caso, le solicitaremos autorización para incorporarlo como socio estratégico en nuestro documento de comercialización.

El documento deberá explicitar los siguientes aspectos:

**Un resumen ejecutivo** en el que se detallará la definición del proyecto, sus objetivos, su justificación y su oportunidad. *(El resumen recogerá en dos máximo tres páginas un resumen de la justificación, perfil, objetivos y aspectos más relevantes del Fondo)*

**Las características principales del Fondo.** *(De modo esquemático se describirán las características fundamentales del proyecto)*

**Equipo y logística necesaria para gestionar el Fondo.** *(En este apartado se formulará una descripción de los promotores, equipo de inversión del Fondo, detallando su experiencia conjunta, sus logros profesionales y sus capacidades para el proyecto que plantea, haciendo una descripción detallada de su filosofía de gestión. Así mismo se explicitarán las condiciones y recursos necesarios para la gestión del proyecto.)*

**Descripción y compromiso de los Socios estratégicos.***(si los hay)*

**Plan de Negocio del Fondo.***(El Plan de negocio recogerá "in extenso", los objetivos, la estrategia comercial, los criterios de inversión, el calendario de actuación, los proyectos pre-identificados, etc.)*

**Los elementos de Riesgo** que pueda plantear el Fondo para los inversores.

**Rendimientos esperados de la inversión.** *(En este apartado incluiremos el modelo financiero previsto).*

**Definición de los principales términos legales** usados en el documento para su correcta interpretación.

#### 4.5.1. Características principales del Fondo.

Una vez dispongamos de toda la información detallada, estamos en condiciones de elaborar un perfil del fondo.

*Siguiendo con el ejemplo planteado para la Industria Auxiliar del Automóvil:*

#### RESUMEN ESTRATEGIA DE INVERSIÓN DISEÑADA PARA EL FONDO -SECTOR AUXILIAR DEL AUTOMÓVIL EN REGIONES 2, 9 Y 10 DE PAÍS ABCDE.

Empresas Objetivo:	Universo de empresas de las regiones 2, 9 y 10 de País ABCDE del sector auxiliar del automóvil con las siguientes características: Facturación: Entre 3 y 10 millones de \$ Nº de empleados no superior a 200. No filial de grupo multinacional.
Enfoque Sectorial:	Empresas del sector auxiliar del automóvil.
Universo de empresas identificadas:	402
Fases de desarrollo en las que se pretende invertir:	Fases de arranque y expansión y/ o crecimiento.
Talla media de las empresas en las que se pretende invertir:	Alrededor de 6 millones de \$. de facturación.
Inversión media prevista:	1,25 millones de \$
Tipo de Inversión prevista:	Inversión minoritaria. No superior al 49% en el capital de las empresas objeto de inversión. Alternativamente podrá invertirse en instrumentos de cuasi-capital.
Se trata de invertir en empresas con:	Alto potencial de crecimiento. Con un plan estratégico bien definido. Equipo promotor y directivo, competente y muy profesional. La empresa y sus directivos deben tener un compromiso ético acorde con nuestra filosofía de gestión.
Reserva de fondos en fase Inicial:	Si a evaluar caso por caso.

Limites a la inversión:	No se invertirá más de un 15% de los Fondos comprometidos en un solo proyecto.
	No se invertirán más del 30% de los Fondos en el mismo sub-sector.
Características de la competencia:	El mercado presenta competidores en tramos de facturación más altos. (Por encima de 15 millones de \$) El mercado tiene actores en fases más incipientes del sistema productivo. No existen competidores en el tramo de facturación planteado.
Necesidades a satisfacer:	El Fondo pretende: Crear valor para el accionista Mejorar las estructuras de capital de las empresas objetivo. Favorecer la adopción de procesos, métodos y pautas de comportamiento que contribuyan al crecimiento de la empresa.
Rentabilidad Prevista:	Se espera obtener una rentabilidad entorno al 20%

#### **4.5.2. Equipo y logística necesarios para la gestión del Fondo.**

La gestión del Fondo requerirá de:

- Recursos Humanos.
  - Gestores directos.
  - Asesores
- Recursos Económicos.
- Entorno logístico.

#### **EQUIPO DE GESTIÓN**

Conviene a partir de aquí analizar todas y cada una de estas necesidades prestando especial atención al componente humano, dado que es la clave para una gestión eficaz del Fondo.

Caso de tener que proceder a la selección del equipo gestor del Fondo, deberá prestarse especial atención a los siguientes extremos: Filosofía de gestión, definición del perfil y aptitudes de las personas a contratar, exigencia ética, y esquema de remuneración a establecer.

La filosofía de gestión deberá ser compatible con los principios diseñados para el Fondo respecto a las relaciones y principios a establecer con las empresas participadas y los inversores del Fondo, además de contemplar la necesaria exigencia ética previamente comentada. Para poder perfilar correctamente las necesidades deberán tomarse en consideración los siguientes aspectos:

- El tamaño y tipo de sociedades en las que se quiere invertir el Fondo.
- Los porcentajes máximos y mínimos de participación en el capital que podrán tomarse.
- El nivel máximo de riesgo que se está dispuesto a asumir en un solo proyecto en relación con el tamaño del Fondo.
- Si el Fondo tiene carácter multisectorial, cual es el nivel de riesgo máximo que podremos asumir en un determinado sector.
- De que forma proponemos la posible resolución de conflictos de interés.
- La estructura de las remuneraciones del Fondo y el esquema de reembolso de las participaciones.

A partir de estas premisas podemos señalar a título de ejemplo un perfil de exigencia a los responsables de la operativa del Fondo con independencia de que tengan o no experiencia en el mundo de Capital de Riesgo (*cuestión no imprescindible pero en todo caso deseable*):

- Capacidad de evaluación técnica y económica de los proyectos con el máximo rigor y criterio.
- Experiencia contrastada en el mundo empresarial.
- Habilidad y criterio para:
  - Detectar oportunidades de inversión y proceder a su posterior materialización.

- Realizar un seguimiento efectivo de las inversiones desde una posición de apoyo no intervencionista.
- Imaginar los posibles escenarios de desinversión desde el mismo momento en que se produzca la materialización de cada una de las inversiones y materializar su realización en las mejores condiciones posibles para el Fondo.

Desde este planteamiento marco, podemos establecer los Términos de referencia para el Gerente del Fondo que podrían ser como sigue:

Términos de referencia para el manager del fondo:
---

Persona con sólida formación económico financiera, de edad comprendida entre 35 y 40 años y profundo conocedor del mercado PYMES en el mercado geográfico de referencia. Desde el punto de vista de su capacidad de gestión entendemos que debe ser una persona con:

- Dotes de buen negociador.
- Perseverante y con capacidad analítica.
- Con espíritu de equipo y adaptable.
- Riguroso en el seguimiento de la gestión y de las inversiones que se realicen.
- Disponer de la intuición necesaria para captar los buenos negocios, más allá del rigor analítico.
- Resistente a la frustración.
- Transparente en su modo de actuar y comunicar.



Actividad a desarrollar:

- Generación de negocio,

- Inventariar y sistematizar la información disponible.
- Desarrollar fuentes de información alternativas.
- Elaborar un plan de acción comercial realista y seguirlo de manera coherente.
- Dar a conocer el Fondo en la comunidad de negocio local y desarrollar una acción pedagógica sobre las virtudes del Capital Riesgo.
- Crear una red de contactos con posibles generadores y facilitadores de negocio; así como con colaboradores técnicos para el estudio eficaz y consistente de los proyectos.

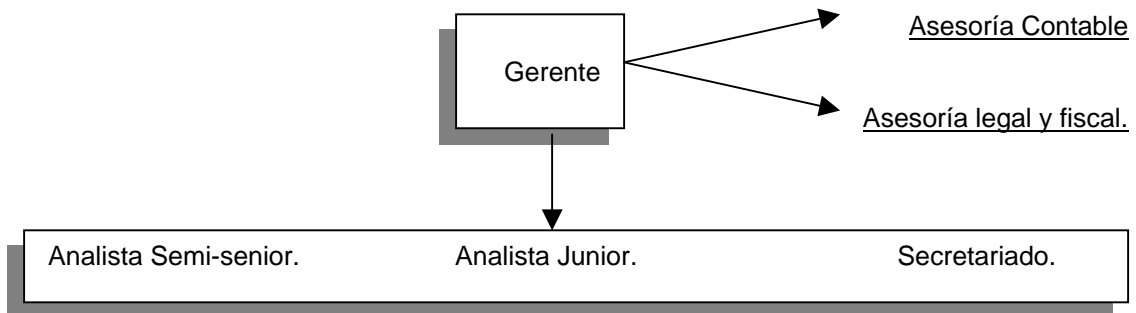
- Desarrollar un plan de trabajo sistemático que permita:

- Evaluar la situación del sector económico de las empresas susceptibles de inversión.
- Evaluar la calidad de las personas clave de las empresas a invertir.
- Evaluar la calidad del/ los productos y su aceptación por el mercado.
- Evaluar las expectativas de los Planes de Negocio planteado.
- Seleccionar y formar si procede, adecuadamente, a su equipo de colaboradores.

Número de personas que compondrán el equipo de Gestión:
---

Normalmente los Fondos para PYMES acostumbran a disponer de un patrimonio de entre 10 y 25 millones de \$ y tienen un objetivo de inversión en cuatro años de alrededor de 15/20 proyectos.

Por regla general estos Fondos requieren de una estructura inicial compuesta por:



Deberá contarse también con asesores externos de carácter técnico tipo ingenierías y consultorías.

A medida que el Fondo se desarrolle será conveniente incorporar un nuevo analista y conferir al analista semi-senior inicial, un mayor protagonismo comercial.

Normalmente, un responsable de proyecto puede atender un máximo de 7 inversiones, con lo que el equipo debería tener una composición mínima de cuatro personas y máxima de siete cuando se encuentre en fase avanzada de inversión.

Conviene señalar que la carga de trabajo para los gestores del Fondo acostumbra a ser muy intensa, dado que, sobre todo en el caso de las PYMES, a partir de una política de “hands-on”, las frecuentes reuniones, preparación de las mismas y gestiones adicionales consume mucho tiempo y esfuerzo.

Necesidades de formación:

Concluido el proceso de selección y en el caso de que la persona o personas seleccionadas no dispongan de experiencia en el sector del Capital de Riesgo conviene estructurar un plan de Formación no superior a dos / tres meses que incluya los siguientes aspectos:

- Formación teórica: Combinar lecturas seleccionadas con la realización de algún seminario de los que realizan asociaciones tales como: LAVCA o EVCA.
- Estancia de un mes y medio, aproximadamente, (tres semanas en cada una de ellas) en empresas de gestión ya consolidadas que le permitan adquirir el “know-how” y experiencia operativa adecuada. A los conocimientos adquiridos cabrá añadir una magnífica fuente de relaciones que pueden ser de gran utilidad futura. El posible programa de trabajo en este tipo de estancias podría ser el siguiente:

#### **1a. Semana:**

- Introducción a la empresa visitada
- Qué es una SGEGR (una sociedad gestora de capital riesgo)
- Cómo es un Reglamento de Gestión de un Fondo de Capital Riesgo.
- Cómo se comercializa un Fondo de capital riesgo, plan comercial.

#### **2a. Semana:**

- Planes de Negocio, buenos y malos. Primer filtro.
- Análisis de Estados financieros, históricos y proyecciones.
- Primeras peticiones de información en detalle a la empresa.
- Una primera valoración de los proyectos. Segundo filtro.
- Solicitud de 1era. Opinión a asesores tecnológicos.
- Segundas peticiones de información en detalle a la empresa.

#### **3a. Semana:**

- Análisis de temas capitales, contrastes de opinión con asesores tecnológicos.
- Decisión del equipo de la gestora sobre si se inicia pre-Due Diligence.
- Informar a la empresa de nuestra decisión y de los condicionantes y peticiones.

**4a. Semana:**

- Negociación.
- Valoración definitiva del proyecto, desde todos los puntos de vista.
- Preparar propuesta de inversión.
- Preparar propuesta de desinversión.

**5ª Semana:**

- Presentación de la propuesta al Comité de Inversiones.
- Resolución, positiva o negativa. Contactos posteriores con empresa ya sea para justificar no inversión, como para informar sobre condiciones de la gestora para participar en el capital de la empresa.
- Consensuar auditores y abogados con la empresa y contratar asesores o consultores técnicos, medioambientales, auditores fiscales, etc en aquellos casos que sea necesario.
- Abogados preparan escritura de ampliación de capital, participación en el consejo y desinversión.

**6ª Semana:**

- Reporting de la marcha del fondo a la gestora, a participes y a los organismos reguladores.
- Conclusiones.

Este programa podría desarrollarse íntegramente en una sola empresa o parcialmente en dos empresas diferentes.

Esquemas de Remuneración:
---------------------------

Con el fin de incentivar adecuadamente la gestión del Fondo, se recomienda vivamente que los esquemas de remuneración del director y deseablemente todo el equipo de

gestión, se estructuren en base a una remuneración fija y otra variable ligada a los resultados que pueda obtener el Fondo.

Llegados a este punto la discusión se centra normalmente en apreciar si conviene partir con un responsable conocedor del sector que, normalmente, exigirá una base salarial muy alta para afrontar el cambio, o seleccionar a alguien menos experimentado pero altamente motivado.

Sea cual sea la elección, en nuestra opinión lo deseable es contratar a alguien con un nivel salarial medio y establecer un esquema de incentivos atractivo y remunerador.

Sobre esta base se debe pensar en un esquema de incentivos por medio del cual el equipo gestor obtenga una parte sustancial de las plusvalías que sea capaz de generar como consecuencia de su capacidad de gestión.

Los objetivos se deben diseñar, teniendo en cuenta la participación cuantitativa y cualitativa de cada uno de los miembros del equipo y el resultado global a obtener.

**Remuneraciones Anuales.** *(El esquema remuneraciones se basa en una aproximación que se estima razonable de acuerdo con las prácticas del mercado.)*

Primer año de actividad completa:

Presidente	xxxxxx \$	Dedicación 35%
Director del Fondo	xxxxxx \$	Dedicación Plena
Adjunto al director	xxxxxx \$	Dedicación Plena
Analista Semi-Senior	xxxxxx \$	Dedicación Plena
Analista Junior	xxxxxx \$	Dedicación Plena
Secretaria	xxxxxx \$	Dedicación Plena

Para determinar el salario bruto se tomará como referencia los valores medios de sectores iguales o similares en el país de referencia.

Diseño de incentivos. Distribución del “carried interest”.

Supongamos que la Comisión de Éxito a percibir por la Sociedad Gestora está sujeta al pago del 35% del Impuesto de Sociedades.

Aplicado el impuesto, la distribución del “Carried interest”<sup>5</sup> que es de veinte puntos puede distribuirse de diferentes formas. En todo caso nuestra recomendación es la de que el factor trabajo debe ser adecuadamente incentivado.

Personas directamente implicadas en la Gestión:

- El equipo de gestión del Fondo. ( 7,5 puntos.)
- Los consejeros de la Sociedad Gestora directamente implicados en la gestión del Fondo. (7,5 puntos)

Personas no implicadas directamente en la gestión:

- Los consejeros de la Sociedad Gestora no activos en la gestión. (El diferencial resultante de los dos apartados anteriores hasta 20 puntos).

A los efectos de precisar el número de puntos a percibir por el equipo de gestión y los consejeros directamente implicados en la gestión, pueden establecerse los siguientes criterios:

- a)** Si el Fondo obtiene una Comisión de Éxito inferior en un 10% al objetivo inicial establecido, el Equipo de gestión percibirá 6,5 puntos y los consejeros implicados 8,5.
- b)** Si el Fondo obtiene una Comisión de Éxito superior al 110% de las previsiones, se aplicará una comisión de: 8 puntos para el equipo Gestor y 7 puntos para los consejeros directamente implicados.

---

<sup>5</sup> Ver glosario de términos en anexo I.

Las decisiones sobre la distribución de los dividendos en el marco de la compañía administradora serán tomadas por el consejo de administración de la propia sociedad, una vez se hayan atendido todas las obligaciones derivadas de la gestión societaria y de acuerdo con los criterios mencionados.

#### **Comité de Inversión**

Se establecerá una remuneración por Comité y persona de unos 1.000 USA \$ por sesión a los que habrá que añadir los gastos de desplazamiento, dietas, etc.

#### **Comité Técnico (si corresponde)**

El Comité Técnico puede actuar a dos niveles. Un primer nivel a modo de filtro de los proyectos en los que sea competente, este trabajo será remunerado según los acuerdos que alcance con la Sociedad Gestora; y, un segundo nivel en el que pudiere actuar como consultor con cargo al Fondo para aquellos proyectos en los que sea competente y sean susceptibles de inversión que requieran de un informe técnico en profundidad.

#### **4.5.3. Descripción y compromiso de los socios estratégicos.**

En caso de llegar a un acuerdo con uno o más socios estratégicos, será conveniente detallar sus características y compromiso de inversión, a la vez que se especificará claramente las motivaciones que le hayan conducido a considerar de interés el participar en el Fondo propuesto.

#### 4.5.4. Plan de Negocio del Fondo.

El plan de negocio del Fondo deberá explicitar los objetivos comerciales del mismo y la forma de aproximarlos, el calendario de inversión, las limitaciones a la inversión y los recursos económicos necesarios para el cumplimiento de los objetivos. (Ver estos extremos en el apartado 4.6.Ejemplo.)

#### Recursos Económicos.

Tal y como se ha mencionado, los Fondos de Capital de Riesgo tienen habitualmente el siguiente esquema de remuneración:

INVERSION	FUENTES DE INGRESO	FUENTES DE GASTO
Fondos Aportados por los Inversores.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Devoluciones del Capital.</li><li>• Ganancias del capital.</li><li>• Intereses derivados de las cantidades aportadas y no invertidas.</li><li>• Ingresos procedentes de actividades de asesoría realizadas por la Sociedad Gestora en las empresas participadas cuyos honorarios netos se aplican al Fondo total o parcialmente.</li><li>• Dividendos procedentes de las sociedades participadas.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Gastos Preoperativos.</li><li>• Comisiones de colocación (si las hay).</li><li>• Comisión de Gestión a pagar a la Sociedad Gestora.</li><li>• Comisión de éxito a pagar a la Sociedad Gestora</li><li>• Gastos Jurídicos.</li><li>• Gastos de Auditoria.</li><li>• Gastos derivados de operaciones no concretadas.</li><li>• Gastos derivados de informes técnicos y asesorías relativas a los proyectos de inversión.</li></ul>

Sobre la base de este esquema de ingresos y gastos, el “modus operandi habitual”, cabe establecerlo como sigue:



#### Fase de Desembolso.

- Compromiso de Inversión por un determinado importe.
- Primer desembolso, normalmente entre un 15% y un 20% de los Fondos comprometidos.
- Posteriores desembolsos a petición de la Sociedad Gestora en función de sus compromisos de inversión.
- El periodo de inversión suele abarcar un periodo de entre 3 y 4 años.
- Las primeras desinversiones suelen producirse entre el año 4 y el año 5 de actividad del Fondo.

#### Fase de recuperación del Capital:

- A medida que se van produciendo las desinversiones se procede a la devolución del capital a los inversores en el fondo.
- Debe también atenderse al pago de la tasa de retorno preferente que normalmente se instrumenta tomando una tasa de interés anual de entre el 5/7%, según el país del que se trate, ésta se actualiza con algún índice de referencia para protegerse de la inflación. Alternativamente se establece un montante del 25% del patrimonio del Fondo a devolver una vez devuelto el capital principal.

A título de ejemplo se adjunta cascada de resultados correspondiente a un Fondo de 30 millones de USA\$ que tiene establecida una tasa de retorno preferente del 4% y una comisión de gestión del 3%.

	<b>Año 6</b>	<b>Año 7</b>	<b>Año 8</b>	<b>Año 9</b>	<b>Año 10</b>
Disponibilidad de dinero a distribuir	6.767	13.657	30.757	41.731	56.839
- Retorno de capital principal	-6.767	-13.657	-9.576	0	0
- Tasa preferente de retorno a los inversores	0	0	-8.529	0	0
- Tasa preferente de retorno a la cia. Admin.	0	0	-1.506	0	0
- Participación en beneficios de los inversores	0	0	-8.917	-33.385	-45.471
- Participación en beneficios de la cia. Admin.	0	0	-2.229	-8.346	-11.368
<b>Total neto a percibir por los inversores</b>	<b>6.767</b>	<b>13.657</b>	<b>27.022</b>	<b>33.385</b>	<b>45.471</b>

#### **4.5.5. Los elementos de riesgo.**

El memorando deberá explicitar todos aquellos elementos que aun no deseados son susceptibles de debilitar las expectativas de recuperación de la inversión realizada por los inversores. *(Ver ejemplo en apartado 4.6).*

#### **4.5.6. Rendimientos esperados de la inversión.**

El documento deberá recoger también un detalle de las expectativas de ganancia del Fondo, tal y como se describe en el apartado 4.6.

#### **4.6. Ejemplo de memorando comercial**

Una vez elaborado el resumen ejecutivo, se procederá a cumplimentar los apartados siguientes:

Características principales del Fondo, ejemplo de modelo de presentación:

## FONDO AAA- Características Principales

El Fondo	<p>El Fondo invertirá en empresas que reúnan las características definidas previamente mediante la fórmula de tomas de participación en el capital y eventualmente, mediante operaciones de casi-capital (préstamos participativos, subordinados, etc.).</p> <p>Especial atención se prestará a las expectativas y diseños de desinversión, desde el mismo momento en que se decida participar en una empresa.</p>
Objetivo del Fondo	<p>Se trata de ampliar la oferta de fondos de esta naturaleza, implicar el máximo posible de actores económicos, contribuir a la adecuada capitalización y proyección de los proyectos objeto de inversión, teniendo en cuenta que el objetivo último del Fondo consiste en maximizar la rentabilidad de su inversión.</p> <p>El fondo perseguirá la triple finalidad de:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Actuar según las prácticas y criterios de rentabilidad propios del Venture Capital.</li> <li>2. Animar y favorecer el desarrollo de las empresas y proyectos innovadores capaces de mejorar la competitividad económica y favorecer el crecimiento.</li> <li>3. Maximizar los rendimientos económicos de su inversión.</li> </ol>
Dotación del Fondo	<p>El objetivo del Fondo es el de un montante de 30 millones de Euros, invirtiendo una media de 0.5 a 1,5 millones de Euros por proyecto en empresas PYMES con base tecnológica y/o con proyectos fuertemente innovadores. Y que tengan unos volúmenes de facturación de hasta 30 millones de Euros anuales.</p>

Enfoque	<p>Las inversiones tendrán un carácter multisectorial e irán destinadas a aquellas empresas que planteen proyectos claramente INNOVADORES que faciliten su competitividad y crecimiento.</p> <p>Especial atención se otorgará, sin embargo, a los sectores relacionados con la denominada “Nueva Economía”:</p> <p>(i) Tecnologías de la información y comunicaciones, (ii) Proyectos relacionados con actividades y servicios “on line”, (iii) Proyectos relacionados con la industria de contenidos, (audiovisual, multimedia, etc), (iv) Proyectos relacionados con las ciencias de la vida, tales como, biotecnología, salud, agribusiness, etc. (v) Proyectos relacionados con el medio ambiente.</p>
Modalidades y políticas de INVERSIÓN	<p>El Fondo invertirá en las empresas que reúnan las características definidas en el apartado anterior mediante la fórmula de tomas de participación en el capital y eventualmente, mediante operaciones de casi-capital (préstamos participativos, subordinados, etc.). Especial atención se prestará a las expectativas y diseños de desinversión, desde el mismo momento en que se decida participar en una empresa.</p>
Estructura de las Participaciones	<p>Las inversiones tendrán un carácter minoritario y no podrán ser superiores al 35%, salvo autorización expresa del Comité de Inversiones.</p> <p>Por otra parte, una inversión no podrá ser superior al 15% del importe total del Fondo y un determinado sector no podrá absorber más del 30% de dicho importe total. Algunas inversiones se realizarán en dos o más fases, invirtiendo en la primera fase hasta 1 millón de Euros, y reservando el saldo que se estime procedente, con las limitaciones ya señaladas, para cubrir las futuras inversiones.</p>
Duración del Fondo	<p>El Fondo tendrá una duración de diez años, con la posibilidad de ser ampliado en un año o dos años.</p>
Sociedad Gestora	<p>Sociedad gestora XXXXX, sociedad autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en julio/2000. El equipo de gestión de sociedad gestora XXXXX se verá asistido por un Comité tecnológico que evaluará e informará sobre la viabilidad técnica de los proyectos a invertir.</p>

Junta de Partícipes	El Fondo tendrá una Junta de Partícipes en la que estarán representadas las personas físicas o jurídicas que dispongan de participación en el Fondo. Las funciones de la Junta tendrán un carácter estratégico si bien todos los aspectos relacionados con la gestión directa del Fondo quedarán fuera de su competencia
Comité de Inversiones	El Fondo dispondrá de un Comité de Inversiones constituido por cinco personas, y del que formarán parte dos miembros de la Sociedad Gestora y tres miembros independientes de entre personalidades del mundo empresarial . La decisión final de una inversión o desinversión será tomada colegiadamente por este Comité bajo criterios de estricto rigor y procurando evitar cualquier posible conflicto de interés que pudiere suscitarse.
Comité Asesor de los Partícipes	El Fondo AAA se dotará, asimismo de un Comité Asesor de los Inversores que se reunirá periódicamente con la Sociedad Gestora al objeto de evaluar la marcha del Fondo, intercambiar opiniones, sugerir acciones y opinar sobre temas relacionados sobre posibles conflictos de interés que pudieren suscitarse. Todo ello con el objetivo de contribuir a la optimización de los resultados del Fondo.

<p>Distribución de los flujos generados por las inversiones del Fondo</p> <p>Comisión de gestión</p>	<p>Las redistribuciones se harán con prioridad a los inversores, hasta la devolución completa de las cantidades aportadas en su día. Una vez liquidadas estas cantidades, los fondos excedentes se aplicarán de la siguiente forma:</p> <p>Pago a los partícipes de la tasa de retorno preferente acordada, que supondrá un 25% de los capitales aportados.</p> <p>Pago a la Sociedad Gestora del 25% del 25% señalado en el apartado anterior.</p> <p>La diferencia entre las cantidades reembolsadas en concepto de principal más tasa de retorno preferente y las ganancias obtenidas, se aplicará en la proporción de un 80% en favor de los partícipes y un 20% para la Sociedad Gestora.</p> <p>La comisión de gestión será de un 2,5% p.a. sobre el capital comprometido del Fondo.</p>
<p>Co-Inversiones</p>	<p>El Fondo AAA podrá co-invertir conjuntamente con otros fondos respetando los criterios anteriormente señalados.</p>

### **Perfil del equipo de gestión.**

Filosofía de gestión, se detallará el criterio con el que el equipo afronta la gestión del Fondo.

- Modelo de relación con los inversores.
- Modelo de relación con las empresas participadas.
- Principios éticos en los que se basa la gestión.

El equipo directivo gestor del fondo deberá disponer de un espíritu claro de asociación empresarial, ya que la sociedad gestora debería tener en cuenta que sólo a partir de unas relaciones claras, sólidas y estables, resulta posible realizar emprendimientos conjuntos de medio y largo plazo y aportar valor añadido.

Para que ello sea posible el equipo gestor debe disponer de las siguientes capacidades:

- Estimar atentamente o confeccionar conjuntamente con la empresa el Plan de Negocio.
- Estimar la capacidad de generación de Cash-Flow de las posibles empresas a invertir, y sus parámetros fundamentales.
- Analizar los puntos fuertes y los puntos débiles de la empresa, desde el punto de vista: comercial, de producto, de calidad humana, etc.
- Desarrollar, en su caso, el proceso negociador.

### **Ejemplo: CRITERIOS DE ACTUACIÓN DEL EQUIPO GESTOR DEL FONDO AAA:**

*El equipo directivo gestor del fondo deberá disponer de un espíritu claro de asociación empresarial, ya que la sociedad gestora XXX entiende que sólo a partir de unas relaciones claras, sólidas y estables, resulta posible realizar emprendimientos conjuntos de medio y largo plazo y aportar valor añadido. Para que ello sea posible el equipo gestor debe disponer de las siguientes capacidades:*

*Capacidad de evaluación técnica y económica de los proyectos con el máximo rigor y criterio.*

*Experiencia contrastada en el mundo empresarial.*

*Habilidad y criterio para:*

*Detectar oportunidades de inversión y proceder a su posterior materialización.*

*Hacer un seguimiento efectivo de las inversiones desde una posición de apoyo no intervencionista.*

*Imaginar los posibles escenarios de desinversión desde el mismo momento en que se produzca la materialización de cada una de las inversiones.*

*Por consiguiente, el Fondo se dotará de un equipo profesional que, además de una fina capacidad analítica y visión de negocio, sea capaz de valorar técnicamente cada uno de los proyectos en las mejores condiciones, a partir de su contrastada experiencia. Para ello, la sociedad gestora XXX ha establecido un marco de colaboración con expertos del máximo nivel en el mundo de las telecomunicaciones, los servicios en línea, el software aplicado, la biotecnología, etc. que actuarán a modo de asesores tecnológicos del equipo directivo. Estos especialistas disponen de una larga experiencia en el mundo de la empresa y de la universidad y, al mismo tiempo, algunos de ellos colaboran de manera regular como evaluadores de proyectos tecnológicos de la Unión Europea.*

*Este diseño, unido a la experiencia empresarial y financiera del equipo gestor, entendemos garantiza el rigor y la solvencia del emprendimiento.*

Una vez determinados los criterios de actuación, se procederá a detallar de manera extractada el c.v de los diferentes miembros del equipo. Siguiendo con el ejemplo anterior, incluimos diferentes ejemplos con nombre ficticio:



## **CURRÍCULO VITAE EXTRACTADO DEL EQUIPO GESTOR Y ASESORES**

F.L.: Consejero Delegado de sociedad gestora XXX. Con más de veinte años de experiencia en el sector financiero y cinco en el sector de Capital de Desarrollo, ha intervenido en más de dieciocho operaciones realizadas directamente o como responsable de equipo.

El Sr. F.L. es economista por la Universidad de Barcelona, M.A en estudios Europeos por la Universidad de Reading y posee un profundo conocimiento del tejido empresarial catalán.

I.U.: Director del Fondo AAA, catorce años de experiencia en el sector financiero, es un profundo conocedor del tejido empresarial catalán, territorio en donde ha ejercido, actividades de banca de empresas PYMES, lo que le ha permitido intervenir en numerosas operaciones de financiación a medio y largo plazo y conocer la idiosincrasia y los criterios de gestión propios de la zona.

El Sr. IU. es licenciado en Ciencia Económicas por la Universidad de Barcelona y M.A. por la escuela de negocios IESE.

E.P.: (Director Asociado): cuenta con quince años de experiencia en el área financiera. Fue Directora Financiera en una Editorial joven en fase de expansión. Anteriormente trabajó en una multinacional del sector Hospitalario-Farmacéutico en fase de reestructuración como controller de gestión de la misma. Anteriormente inició su carrera profesional trabajando en el equipo de auditoria de XXX, alcanzado la posición de auditora senior.

Es profesora adjunta de la carrera de Ciencias Empresariales y Master de xxxxxx. Es licenciada en Ciencias Empresariales y Master en Dirección de Empresas (MBA) por Esade.

M.T.: (Analista Junior). Es licenciada en Administración y Dirección de Empresas y en Economía por la Universidad Pompeu Fabra de Barcelona. Ha sido analista financiero en el departamento de fiscalidad internacional en el centro de servicios centrales de xxx en Bélgica.

### **Asesores del equipo Directivo:**

F.P. (Senior Advisor): Más de quince años de experiencia en Venture Capital, el Sr. F.P. ha desarrollado la mencionada actividad en las dos empresas pioneras en España de Capital de Desarrollo xxx (1982-1984) y xxx, habiendo participado como responsable o como gestor de más de 25 operaciones.

El F.P es Doctor Ingeniero Industrial por la Escuela Técnica Superior de Ingenieros de Sevilla, escuela en la que ha sido profesor de Termodinámica. El Sr. F.P, ha sido, asimismo, Presidente del Comité xxx de Tecnología.

L. R.: (Analista Senior): El Sr. L.R. ha ejercido en los últimos 20 años actividades de análisis financiero y de gestión en el grupo XXXX, en donde entre otros cargos ha ocupado la Subdirección de análisis de inversiones del área internacional del xxxxx y la dirección de análisis de inversiones en el Banco xxxxx . El Sr. L.R. es licenciado en Derecho por la Universidad Complutense (Madrid) y M.A. en estudios empresariales por la escuela de negocios I.E.S.E.

#### **Comité técnico:**

El Comité Técnico tiene como finalidad el informar y asesorar al equipo directivo sobre la viabilidad técnica de los proyectos objeto de estudio. A continuación se detallan las personas que por su experiencia tecnológica y capacidad de evaluación, ya han comprometido su participación en el mismo. Además, el equipo directivo dispondrá del valioso apoyo de una prestigiosa universidad fuertemente comprometida con actividades de investigación y tecnológicas.

F.A.: Consejero técnico. El Sr. F.A. tiene una experiencia de más de 20 años en ingeniería de organización y telecomunicaciones en donde ha ocupado cargos de responsabilidad en el ámbito de la planificación estratégica en empresas como ABC, DEF, etc. En la actualidad el Sr. F.A. es fundador y director de la empresa consultora GHI especializada en la gestión de proyectos, relacionados principalmente con las Tecnologías de la Información.

El Sr. F.A. es ingeniero industrial por la Universidad politécnica de Cataluña (UPC), especialista en telecomunicaciones y ha colaborado como evaluador de proyectos para la Comisión Europea.

J.B.: Consejero técnico. El Sr. J.B. es catedrático en la Facultad de Informática en la Universidad Politécnica de xxxxx y fundador y director técnico de la empresa de simulación de sistemas de tráfico xxx. Además de su intensa actividad académica, el Sr. B ha actuado como ingeniero de Sistemas en las empresas XYZ, TUV, etc.

Ha participado en más de 16 proyectos I+D, ha intervenido en 36 publicaciones, participado en 44 congresos, dirigido 7 tesis doctorales y colabora habitualmente con la Comisión Europea.

C.J.R.: Consejero Técnico. Experto en materia de contenidos audiovisuales y proyectos multimedia. El Sr.C.J.R. es MBA por la escuela E.S.A.D.E, empresario de profesión lleva más de veinte años vinculado al sector de los "contenidos", donde ha sido promotor y fundador de diferentes empresas. El Sr. C.J.R. ha sido además, presidente de la patronal española del sector audiovisual, F.A.P.A.E. En la actualidad el Sr. C.J.R. está poniendo en marcha un nuevo emprendimiento de carácter editorial y audiovisual.

Igualmente y en caso de que ya estuviere determinado se procederá a adjuntar los C.V de los miembros del Comité de Inversión.

Posteriormente se efectuará una descripción de las relaciones profesionales existentes entre los miembros del equipo que permita evaluar el grado de cohesión interna, la competencia y logros profesionales, su conocimiento del mercado objetivo, así como la vocación de continuidad y permanencia. En anexo y a petición de los inversores se deberá disponer del plan de remuneración y dedicación pensado para el equipo directivo del Fondo y sus promotores.

#### **Ejemplo de Asociaciones Estratégicas.**

El Fondo establecerá relaciones de privilegio con los centros incubadores, las universidades, los centros de investigación, las organizaciones empresariales locales y empresas de servicios. Se trata de detectar el máximo de proyectos susceptibles de inversión atendiendo a sus posibilidades de crecimiento y posicionamiento en el mercado. En paralelo, es voluntad de los promotores del fondo el vincularse estrechamente a organizaciones locales de fomento de la canalización de proyectos novedosos, tales como "xxxxxx" o "xxxxxxx" . En este sentido existe un acuerdo de principio con los responsables locales para el intercambio permanente de información.

#### Asociaciones Estratégicas.

FFF: (corporate sponsor/ Inversor)

El FFF es una institución financiera de la Unión Europea especializada en la financiación y el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Los principales accionistas del FFF son: el Banco xxxxx (60,75%), la xxxxxx ( 30%), y diversas instituciones financieras europeas (9,25%).

El FFF apoya la creación de fondos de Capital Riesgo orientados a la financiación de proyectos de innovación en empresas PYMES. Su potencial de inversión se situará en los 3 billones de Euros en el año 2003.

Los responsables del FFF han recibido muy favorablemente el proyecto Fondo XXXXX y están dispuestos a apoyar su materialización asumiendo una participación en el capital de entorno al 30%.

IXE: (corporate sponsor/ Inversor)

El IXF es una entidad de crédito público vinculada al gobierno de la xxxxxx que tiene por finalidad facilitar financiación a las empresas PYMES catalanas para sus proyectos de inversión, tanto en Cataluña como en inversiones empresariales internacionales, así como a empresas no catalanas para inversiones con centros de producción en Cataluña.

La misión del IXF es facilitar instrumentos financieros para la creación de nuevas empresas y la modernización de las existentes, con el fin de aumentar globalmente la competitividad de los diversos sectores productivos convirtiéndose en el principal referente público de la banca de inversiones en Cataluña.

En la actualidad el IXF pretende ampliar su oferta de productos, poniendo a disposición del empresariado catalán un fondo de "Venture Capital" orientado a las PYMES que facilite su capacidad de INNOVACIÓN y permita mejorar su eficiencia y productividad. Es en esta línea de planteamiento como se han entablado los contactos entre IXF y la sociedad gestora de cara a la puesta en marcha del Fondo.

Universidad: (inversor)

Los promotores del fondo mantienen conversaciones avanzadas para la integración en el proyecto de una universidad catalana fuertemente comprometida con la investigación y la tecnología.

Bufete XX:

Gabinete legal especializado en Derecho Mercantil y Fiscal de reconocida solvencia que colaborará de manera estable durante toda la vida del Fondo.

## **Ejemplo de Plan de Negocio**

### **ESTRATEGIA DE INVERSIÓN**

La información procedente de las diversas bases de datos que disponemos se utilizará como referencia inicial para la selección de los proyectos en los que invertir. Proyectos que, como es sabido, corresponderán a empresas PYMES localizadas en Uruguay con volúmenes de facturación comprendidos entre 0.3 y 30 millones de US\$ constituidas a partir de 1990.

Disponemos de una base de datos procedente de la empresa XXXX respecto al universo de empresas de Uruguay que cumplen las características anteriormente descritas.

Así mismo, en la actualidad el Fondo dispone de una veintena de proyectos identificados susceptibles de inversión en sectores de fuerte carácter innovador como el proyecto bio-tecnológico, multimedia y audiovisual, agroalimentario, de telecomunicaciones, etc

Como es sabido, el Fondo tomará como criterio analítico de los proyectos a estudiar el planteamiento innovador de la empresa con independencia de cual sea su sector de actividad y su nivel tecnológico. Es decir, todos aquellos proyectos empresariales de carácter INNOVADOR capaces de facilitar el crecimiento de la empresa y mejorar su productividad. Ello no obstante, se otorgará un tratamiento prioritario, dada su fuerte componente INNOVADORA, a empresas jóvenes que presenten expectativas de alto crecimiento y a los sectores directamente relacionados con la denominada "NUEVA ECONOMÍA".

Para la selección de empresas objetivo de inversión también se tendrán en cuenta la información facilitada por diversas asociaciones, instituciones y demás organismos cuyos ámbitos de actuación sean afines con los objetivos del Fondo propuesto.

Así mismo y con el objeto de detectar a las empresas con mayor tendencia INNOVADORA, se pretende establecer una alianza estratégica con centros públicos especializados en el desarrollo de la innovación e identificar las empresas que han desarrollado o puedan desarrollar proyectos de INNOVACIÓN con estas instituciones.

Nuestra estrategia consiste en invertir prioritariamente desde la primera ronda de financiación en aquellas sociedades que dispongan del potencial para convertirse en empresas líderes. El objetivo del Fondo pasa por constituir una cartera diversificada por sector y tipología de riesgo.

#### **Sectores prioritarios de actuación.**

##### Las tecnologías de la información y las comunicaciones:

Las TIC (tecnologías de la información y las comunicaciones) son el medio a través del cual ha sido posible la innovación de contenidos audiovisuales e incluso Internet. Se considera, por lo tanto, que la innovación de éstos últimos sectores ha ido ligada a la innovación en las TIC.

Así pues, las mejoras en las telecomunicaciones, en los aparatos receptores, en las redes y en las conexiones posibilitan e impulsan innovaciones en los sectores altamente tecnológicos y constituyen un campo de actuación acorde con los objetivos del Fondo.

##### Las actividades y servicios on-line:

Internet continua siendo una fuente importante de innovación a pesar de la reordenación que se ha producido en el mercado. En este sentido, el fondo estima que Internet y los negocios en la red siguen siendo de alta importancia estratégica y pieza básica para la modernización empresarial.

Es por ello que el Fondo tomará en consideración proyectos de B2B, B2C, la aplicación de Internet a teléfonos móviles, etc. a partir de un cuidadoso análisis de su viabilidad técnica y potencial de mercado.

#### *El Medio Ambiente:*

La creciente sensibilización respecto a la contaminación y sus repercusiones ha impulsado proyectos diversos en el ámbito del medio ambiente. La depuración de las aguas, la obtención de agua potable del mar, el estudio y la prevención de la contaminación en la cadena alimenticia, las catástrofes ecológicas, la investigación en materiales sustitutivos menos contaminantes, etc. son temas y actividades a las que el Fondo desea prestar una atención especial en el marco de su estrategia de inversión.

#### *Las Ciencias de la Vida:*

Las ciencias de la vida no sólo se refieren a la aplicación de ciencias como la medicina y la química en la salud humana sino también a su influencia en sectores como la agricultura, la salud animal, etc. La importancia de los recientes progresos experimentados por ciencias como la genética o la biotecnología han confirmado el carácter innovador de este sector y han facilitado el reconocimiento por parte de los inversores.

Así pues, tanto proyectos pioneros como la investigación en genética, la aplicación de la tecnología a la agricultura (agro-tecnología), la biotecnología, como la investigación en laboratorios farmacéuticos, químicos, etc. serán objetivo de inversión por parte del Fondo. Para ello, se prevé establecer un marco estrecho de relación con Parques de Biotecnología, Biomedicina, Universidades, Laboratorios Farmacéuticos y Químicos, Asociaciones, etc.

#### *La industria de contenidos (Multimedia, Audiovisual, etc.):*

Con esta denominación se conoce a los productos de esta área de la industria del software imprescindibles para el relleno de los " contenedores" (televisores, vídeos, monitores de PC y próximamente teléfonos móviles con pantalla). También en este sector, los importantes avances (formato digital, auge de la televisión por cable, Internet, etc.) junto con el elevado grado de competitividad entre las empresas tecnológicas y las de telecomunicaciones comporta una fuerte demanda sobre la industria audiovisual de contenidos, ya que sólo éstos pueden rentabilizar las inversiones (con la audiencia). En este caso, son objetivo de inversión proyectos que se engloben en este marco, ya sea la creación de software nuevos, proyectos de emisiones televisivas o cinematográficas u otros soportes audiovisuales.

**Nivel de desarrollo de las empresas a invertir**

La mayor parte de las inversiones se realizarán en empresas que hayan superado su primera fase de desarrollo y que dispongan de la organización, la estrategia y el posicionamiento de mercado suficiente para estimar que su potencial de crecimiento y rentabilidad futura garantizan las expectativas del Fondo.

**Tamaño de las inversiones.**

El Fondo invertirá en alrededor de 20 proyectos con una inversión media de 1,5 millones de US\$ por proyecto. En determinadas sociedades la inversión será realizada en 2 o 3 fases invirtiendo en la primera fase entre 0,5 y 1 mill. US\$. El saldo resultante será reservado a futuras inversiones. Este tamaño de inversión puede variar en función de las oportunidades que se presenten, pero en todo caso ninguna inversión superará el 15% del importe total del Fondo. La dimensión del Fondo (30 mill. US\$) nos parece adecuada a las oportunidades de inversión que buscamos y nos permitirá invertir en primeras fases de financiación y, cuando proceda, en fases sucesivas.

**Localización geográfica.**

Tal y como ya se ha comentado, el Fondo invertirá en proyectos que se desarrollen en Uruguay la si bien excepcionalmente, podrá invertir en proyectos que desborden el ámbito geográfico del territorio uruguayo pero cuya gestación se origine en el mismo.

**Criterios de inversión.**

Nuestra apreciación sobre las oportunidades de inversión parte de la visión global que tenemos sobre la cartera a constituir, los sectores de actuación considerados estratégicos y la necesaria diversidad de la cartera. Por otra parte, existe un conjunto de criterios de referencia que fundamentan nuestras decisiones de inversión:

**Calidad del equipo directivo.**

La tipología de los equipos directivos de las empresas en las que pretende invertir el Fondo debiere, en la medida de lo posible, estar configurado por un conjunto de personas muy cohesionadas, con capacidad de adaptación a los cambios que se produzcan en el entorno y con criterios óptimos de profesionalidad y rigor en la gestión. El equipo deberá disponer de una capacidad técnica contrastada, una metodología de actuación eficiente y un diseño estratégico realista y bien orientado.

**Potencial del mercado.**

Pretendemos invertir en sociedades capaces de alcanzar cuotas significativas de mercado a partir de la calidad y diferenciación de sus productos así como de la excelencia de su gestión. Además de la

penetración en el mercado, prestaremos especial atención a las expectativas de generación de ingresos y rentabilidades acordes con los objetivos del Fondo.

**Ventajas competitivas.**

El Fondo pretende participar en las empresas que tengan una ventaja competitiva clara respecto a sus competidores. Deseablemente esta ventaja competitiva debiere ir ligada a un avance tecnológico convenientemente protegido industrialmente y con un diseño estratégico claro y creíble.

**Puesta en valor .**

En concordancia con los objetivos del fondo buscamos invertir en sociedades cuya tasa interna de retorno (TIR) se sitúe por encima del 30% en el bien entendido que el fondo tiene como objetivo alcanzar una rentabilidad de alrededor de un 22%. A tal efecto, buscaremos los pertinentes elementos de comparación a partir de criterios de evaluación conservadores y rigurosos.

**Liquidez.**

El Fondo pretende que el equipo dirigente de las sociedades participadas comparta la voluntad de puesta en valor de la sociedad en un periodo de 3 a 5 años.

Normalmente, las desinversiones serán realizadas bien con los accionistas iniciales de la empresa o con terceras partes interesadas. Sin embargo, no se excluye la posibilidad de introducción en bolsa cuando así lo aconseje la evolución y la talla de la empresa.

**Proceso de decisión.**

El proceso de decisión de una inversión se basará en el estudio detallado de los aspectos tecnológicos, comerciales, estratégicos y económico-financieros del proyecto, recabando, cuando proceda, los informes externos necesarios para la correcta evaluación.

La decisión del comité de inversiones tendrá un carácter colegial y se fundamentará en el “due diligence” elaborado por el equipo de gestión con el apoyo del Comité Tecnológico a partir de los criterios de rigor y profesionalidad ya mencionados.

**Ejemplo de los elementos de riesgo**

La inversión en fondo de capital riesgo comportará elementos de riesgo y en consecuencia la inversión en el mismo es apropiada para todos aquellos inversores ya sean, institucionales, privados o sociedades que convenientemente advertidos, dispongan de suficientes recursos y puedan permitirse inmovilizar el montante de su inversión.



Se recomienda pues, tomar en consideración los siguientes elementos de riesgo antes de comprometer la inversión en fondo de inversión, fondo de capital riesgo:

Riesgos inherentes a las tomas de participación previstas	El Fondo tiene como objetivo el invertir en empresas jóvenes y prioritariamente en sectores que comportan elementos significativos de riesgo. Además, este tipo de empresas afectan generalmente sus recursos a la financiación de su crecimiento y distribuyen poco dividendo.
Retorno de la inversión a Largo Plazo	El reembolso del capital invertido y la realización de beneficios no se producirá hasta que se produzcan las desinversiones. Para que ello sea posible debe transcurrir un número de años suficiente durante los cuales el Inversor no obtendrá retornos de su inversión.
Ausencia de Liquidez	Los activos del Fondo estarán constituidos por títulos de empresas no cotizadas en el mercado bursátil con lo cual, la posibilidad de negociar los títulos se halla muy condicionada. Por otra parte, no existen garantías de que las desinversiones puedan producirse en los plazos previstos.
Comisión de Gestión en ausencia de Inversiones	Con independencia de las favorables expectativas de fondo de inversión, fondo de capital riesgo para la identificación y estructuración de oportunidades de inversión, existe siempre el riesgo de no alcanzar las expectativas previstas que permitan invertir la totalidad de los compromisos adquiridos por los inversores. Ello, no obstante, el fondo deberá proceder semestralmente, al pago de la Comisión de Gestión acordada calculada sobre la base del Capital Comprometido por los Participes inclusive antes de que el Capital Comprometido sea desembolsado en su totalidad.
Riesgos ligados a la Refinanciación	En el caso de que el fondo acordara una financiación puente a una determinada inversión con la idea de refinanciar una parte de la mencionada inversión, existe el riesgo de que el fondo no consiga la mencionada refinanciación y en consecuencia el fondo tendría un montante invertido bajo la fórmula de financiación puente a largo plazo y no podría invertir estos fondos en otras oportunidades de inversión.
Conflictos de Interés	Si bien el Reglamento de Gestión del Fondo presta una especial atención a la evitación de posibles conflictos de interés y está previsto que la Sociedad Gestora consulte con el Comité Asesor sobre las operaciones en las que, a su juicio, pudieren surgir conflictos de interés; la posibilidad de que se produzcan conflictos de tal naturaleza no puede ser enteramente descartada.
Incumplimiento por parte de los Inversores de sus obligaciones de desembolso	Aunque existen sanciones significativas aplicables a cualquier Inversor que no cumpla correctamente con los compromisos de desembolso, el incumplimiento de estos en el momento de su

	vencimiento por parte de uno o varios de los inversores pudiere provocar la pérdida de oportunidades de inversión para el Fondo o suscitar efectos desfavorables para el mismo.
Control de la Sociedad Gestora	La actividad del Fondo será gestionada por la Sociedad Gestora que actuará con criterios de independencia en el desarrollo de su gestión y aunque los inversores disponen de mecanismos de control importantes y de un Comité Asesor de carácter consultivo, no disponen de la posibilidad de intervenir en la gestión del Fondo.

### Ejemplo de rendimiento esperados de la inversión.

#### RESUMEN MODELO FINANCIERO

Fondo de inversión - Fondo de capital riesgo AAA		
Tamaño total del Fondo	30.000	miles de Dólares
Aportación inversores	30.000	
Aportación sociedad gestora	0	

Total Cash to LP:	95.183
Total Cash to GP:	23.169
TIR del inversor:	20,42%
TIR Soc. gestora.:	N/D

#### I. Estructura e Hipótesis operativas

Comisión de Gestión (% Total Comprometido)	3,00%
# Años comisión gestión (% Total Comprom.)	10
Comisión de Gestión (% Cap. Invertido)	
# Años com. de gestión (% Cap. invertido)	
Asume que los primeros 10 años son % del total comprometido y los siguientes años son % del capital invertido.	
Primer año del fondo	2003

<i>II. Hipótesis de calidad de la cartera</i>			
Tipo A - Pérdida inversión ? % TIR	0,0%	% de cartera	10,0%
Tipo B - Ganancias inversión ? % TIR	20,0%	% de cartera	35,0%
Tipo C - Ganancias inversión ? % TIR	35,0%	% de cartera	35,0%
Tipo D - Ganancia inversión ? % TIR	44,0%	% de cartera	20,0%
			100,0%

<i>III. Hipótesis temporales</i>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
Años en los que capital se desembolsa											
Años en los que capital se invierte											
Años en los que se liquidan los activos											
% de capital desembolsado	33%	33%	34%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
% de capital invertido	15%	30%	30%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
% Activos Netos Liquidados	0%	0%	0%	0%	0%	10%	15%	25%	25%	25%	100%

<i>IV. Hipótesis distribución beneficios</i>	
Tasa de retorno preferente inversores	4,0%
Periodos anuales de compounding (i.e. Anual = 1, Semestral = 2, Trimestral = 4, etc.)	4
C.Éxito de la gestora (S/N?)	S
Si "S", C.E. como % de tasa de retorno pref. Inversores	20,0%
% Ganancias - Inversores	80,0%
% Ganancias- S.Gestora	20,0%

<i>V. Hipótesis de reservas</i>	
La sociedad gestora reservará capital? (por ej. para comisiones futuras, etc.)	(S or N) S
Si "S", qué % del capital comprometido?	7,66%
Tipo de interés aplicable a las reservas	3,00%
Esta cantidad cubre la comisión de gestión?	Si

## 5. CRITERIOS METODOLÓGICOS DE GESTIÓN.

El establecimiento de criterios metodológicos de gestión y en consecuencia el diseño de los circuitos de gestión adecuados resulta clave para maximizar la eficacia de gestión y minimizar el tiempo destinado a construir un modelo sencillo y a la vez eficaz.

Para poder agilizar el día a día del Fondo podríamos empezar reflexionando acerca de qué tipo de documentación generaremos y dónde la ubicaremos.

Primero debemos tener un espacio para la documentación referente a la gestora y dentro de este, uno para todo aquello referente al Fondo.



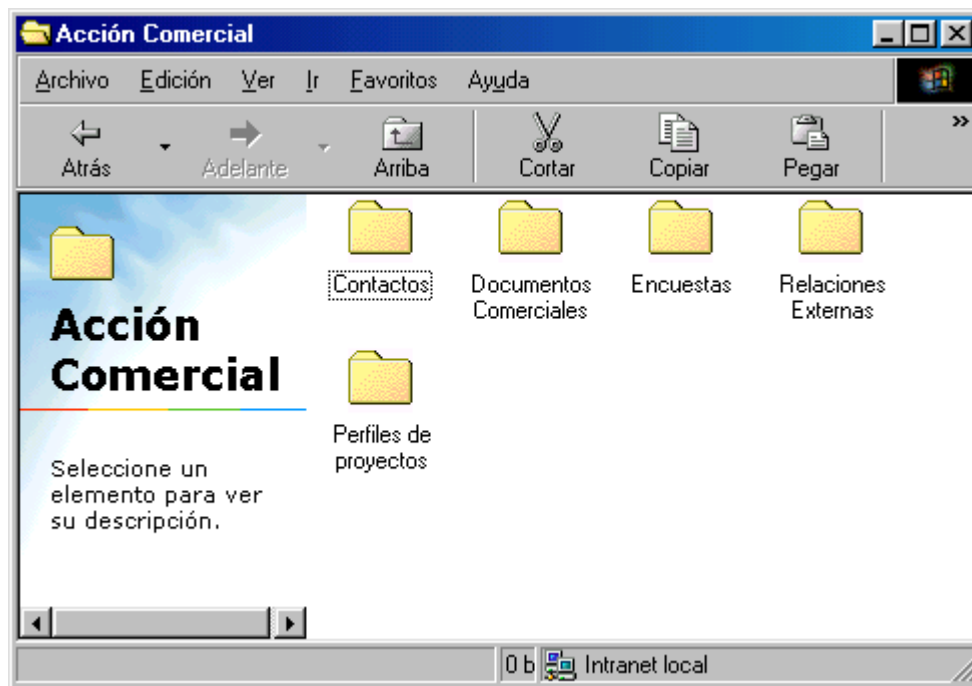
Así pues, deberá contener las carpetas referentes al Consejo de Administración de la Gestora, a su contabilidad y auditoria, temas legales y fiscales, temas del personal de la empresa, la carpeta del Fondo y alguna más para, por ejemplo, nuevos proyectos.

Dentro del espacio del ordenador destinado al **Fondo**, abriremos las siguientes carpetas:



Dentro de la carpeta **Acción Comercial** tendremos toda la documentación referida al esfuerzo comercial del Fondo. Así pues, podría incluir subcarpetas como:

- Encuestas.
- Relaciones externas (cartas, fichas, presentaciones, etc. enviadas a organizaciones empresariales, publicaciones y prensa, universidades, etc.).
- Documentos comerciales: el propio plan comercial del Fondo.
- Perfiles de proyectos inicialmente identificados.
- Calendario de acción comercial.
- Cualquier otra carpeta que contenga temas comerciales del Fondo.



En la carpeta **Comité de Inversiones** tendremos toda la documentación referida a los diferentes comités que se convoquen. Contendrá documentación referente a dicho comité, desde las cartas de confidencialidad de los miembros del comité hasta las Actas de los comités celebrados.

En la carpeta de **contabilidad del Fondo** deberemos separar la contabilidad de cada año junto con las auditorías a las que esté sujeto el Fondo.

**Documentos Económicos** podría contener el seguimiento de la rentabilidad del fondo, temas fiscales, gastos de puesta en marcha, etc.

En **documentos jurídicos** en cambio incluiríamos el Reglamento de Gestión del Fondo, los acuerdos de confidencialidad de los empleados de la gestora y de los asesores, y cualquier tipo de documentación legal que se elabore (propia o con asesores). Lo ideal sería escanear y guardar copia de todos los originales firmados: contratos, actas, etc.

**Empresas participadas:** Esta carpeta contendrá dos tipos de información: toda la documentación elaborada previa a la inversión de análisis del proyecto de inversión y todo

el seguimiento de la inversión una vez aprobada. Así mismo, contendrá la documentación jurídica de la operación.

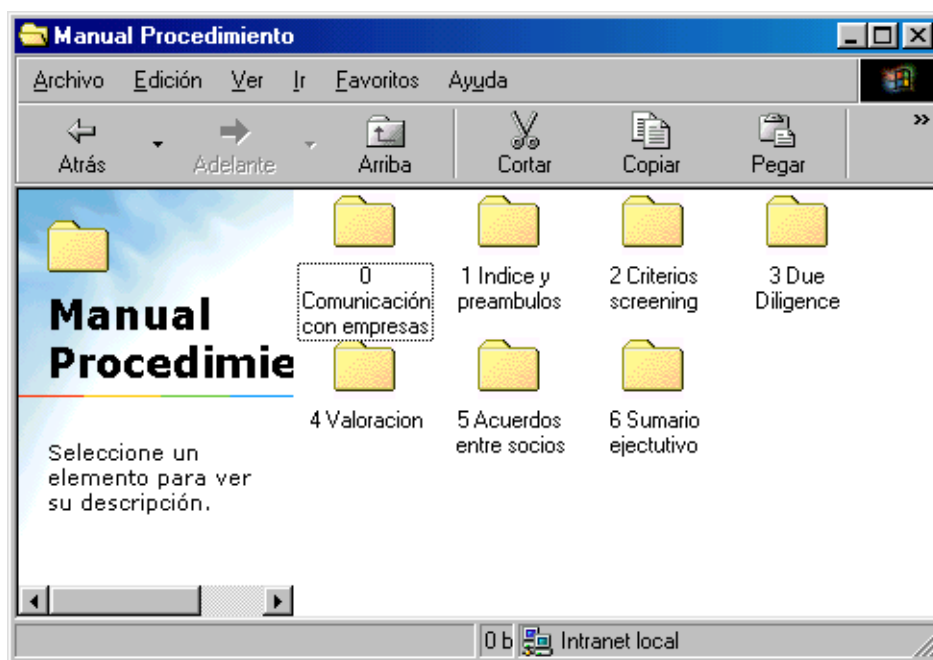
**Entidades reguladoras:** En esta carpeta se incluiría toda la correspondencia con las entidades que regulen el fondo así como el reporting al que esté sometido el Fondo.

**Información:** Esta carpeta se plantea como el lugar donde ubicar la información que pueda servir en el análisis de los proyectos de inversión. Podría contener información sobre la competencia del fondo, sobre el capital de riesgo en general, de sectores concretos de actividad y cualquier otra información que se considere interesante.

**Inversores:** recogerá toda la documentación referente a los inversores del fondo.

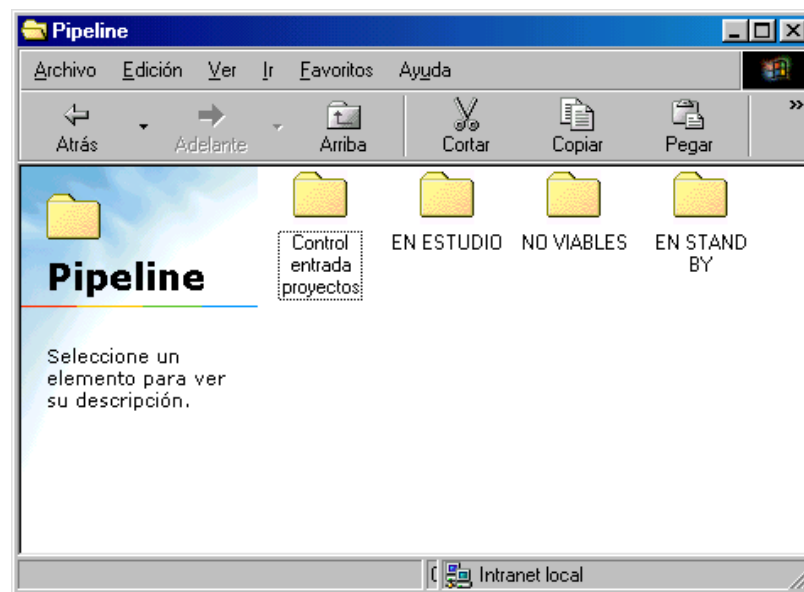
**Junta de partícipes:** documentación referente a la celebración de Junta de Partícipes (actas, cartas, presentaciones,...).

**Manual de procedimiento:** En esta carpeta guardaremos todos los documentos que nos servirán como plantillas para analizar los diferentes proyectos de inversión y el seguimiento de las participadas.



Finalmente tenemos la carpeta del pipeline<sup>6</sup> donde se irán abriendo carpetas a medida que nos lleguen proyectos de estudio.

Será importante tener un documento donde se lleve el control de los proyectos que se van recibiendo y los diferentes niveles de estudio en que se encuentren y agrupar los diferentes proyectos según la fase de estudio en que se encuentren. A modo de ejemplo podríamos separarlos entre: en estudio, stand-by (para aquellos proyectos de los que por algún motivo nos encontremos a la espera durante cierto tiempo) y los no viables.



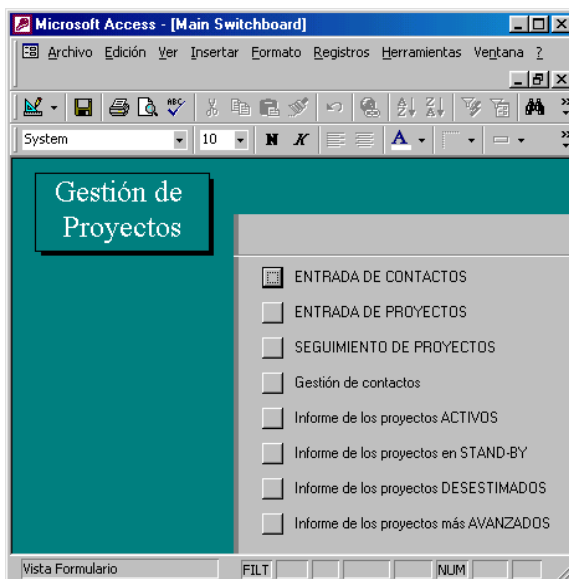
Cada vez que nos llegue un proyecto debemos darlo de alta en algún documento que nos sirva para controlar los proyectos que tenemos en el pipeline.

A modo de ejemplo podríamos tener una base de datos (en este caso en Access, pero cualquier otra base de datos podría servirnos) que tuviera:

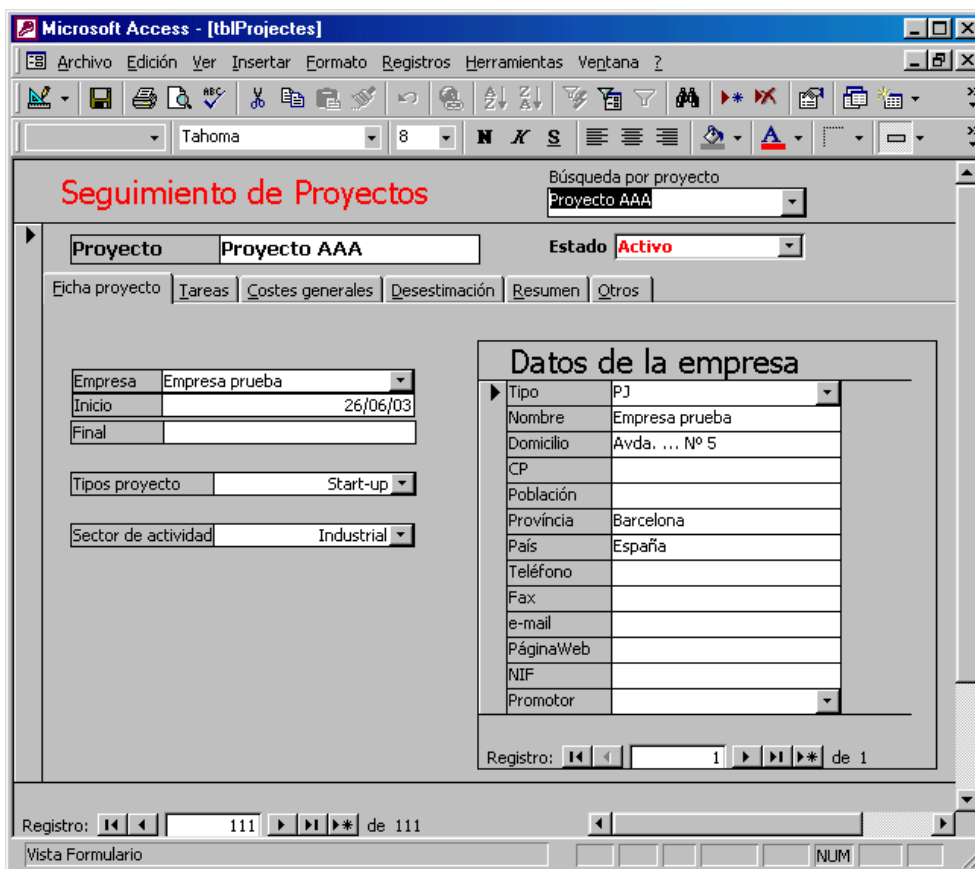
---

<sup>6</sup> Ver glosario de términos en anexo.





Así pues en el seguimiento de proyectos podríamos tener para cada proyecto nuevo una ficha parecida a la siguiente:



A partir de este documento podríamos controlar las tareas que se han ido realizando sobre el proyecto, los costes que ha generado (asesores externos, abogados,...) y en el momento que se considera no viable, el motivo para desestimarlo.

Esta base de datos resulta muy útil para la evaluación y control de las decisiones adoptadas, así como para formular un autocrítica de los errores que puedan cometerse durante el proceso de evaluación y negociación.

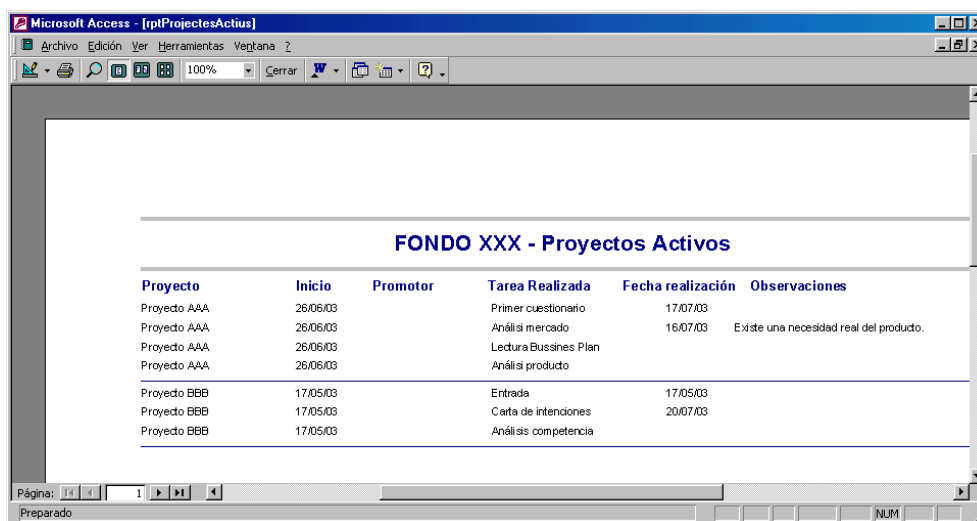
The screenshot shows the Microsoft Access interface for a database named 'tblProyectos'. The main window title is 'Seguimiento de Proyectos'. At the top, there is a search bar labeled 'Búsqueda por proyecto' with 'Proyecto AAA' entered. Below this, there are fields for 'Proyecto' (set to 'Proyecto AAA') and 'Estado' (set to 'Activo'). A tabbed interface is visible with tabs for 'Ficha proyecto', 'Tareas', 'Costes generales', 'Desestimación', 'Resumen', and 'Otros'. The 'Tareas' tab is active, displaying a table with columns 'Tipo de tarea', 'Fecha inicio', and 'Fecha final'. The table contains the following data:

Tipo de tarea	Fecha inicio	Fecha final
Primer cuestionario	17/07/03	18/07/03
Análisi mercado	16/07/03	20/07/03
Lectura Bussines Plan		
Análisi producto		
*		

To the right of the table is a form for 'Tarea Realizada por:'. It includes a dropdown for 'Primer cuestionario', a field for 'Nombre del recurso:' with 'Analista xxxx' selected, and fields for 'Inicio tarea' (17/07/03) and 'Final Tarea' (18/07/03). There is also an 'Observaciones:' field. At the bottom, there is a 'Registro:' field showing '1' and a 'Vista Formulario' button.

A nivel organizativo, en el momento en que la entrada de proyectos empieza a ser constante, es útil convocar reuniones en el seno del equipo de la gestora. El objetivo de estas reuniones es revisar como están los diferentes proyectos que se encuentran en revisión, analizar las próximas tareas a realizar y valorar las posibilidades de inversión de cada uno de ellos.

Es por eso que una base de datos tipo la que se sugiere puede ser útil si elaboramos algún informe sobre todos los proyectos que se encuentran en revisión, como el aquí presentado:



The screenshot shows a Microsoft Access window titled 'Microsoft Access - [rptProyectosActivos]'. The window contains a report with the following table:









Proyecto	Inicio	Promotor	Tarea Realizada	Fecha realización	Observaciones
Proyecto AAA	26/06/03		Primer cuestionario	17/07/03	
Proyecto AAA	26/06/03		Análisi mercado	16/07/03	Existe una necesidad real del producto.
Proyecto AAA	26/06/03		Lectura Businés Plan		
Proyecto AAA	26/06/03		Análisi producto		
Proyecto BBB	17/05/03		Entrada	17/05/03	
Proyecto BBB	17/05/03		Carta de intenciones	20/07/03	
Proyecto BBB	17/05/03		Análisi competencia		

The report footer shows 'Página: 1' and 'Preparado'.

## **PARTE II: LA EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS**

## 6. ETAPA OPERATIVA

La etapa operativa en el análisis de proyectos de inversión consta de las siguientes fases:

ETAPA	EMPRESARIO	EMPRESARIO Y EMPRESA DE CAPITAL RIESGO	EMPRESA DE CAPITAL RIESGO	INFORMES
<b>Primer contacto</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Designar interlocutores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Presentación negocio, primera reunión</li> <li>✓ Firmar carta de confidencialidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Primer filtro: analizar si encaja con criterios de inversión.</li> </ul>	SUMARIO EJECUTIVO 
<b>Estudio y valoración</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Facilitar información adicional, a requerimiento de la empresa de capital riesgo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Establecer relaciones</li> <li>✓ Afinar el Plan de Negocios</li> <li>✓ Valoración si procede</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Revisión del Plan de Negocio (producto, mercado, competencia, proyecciones económicas, etc.)</li> <li>✓ Informe de asesores externos, si es necesario</li> </ul>	PLAN DE NEGOCIO y DUE DILIGENCE INTERNO 
<b>Negociación</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Desglosar la información relevante para el negocio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Negociar términos no contractuales</li> <li>✓ Establecer relaciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Considerar la estructura de financiación</li> <li>✓ Evaluación Comité de Inversiones</li> </ul>	CARTA DE INTENCIONES 
<b>Due Dilligence externo</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Facilitar información adicional, a requerimiento de auditores, contables, abogados y otros consultores.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Contactar con contables</li> <li>✓ Contactar con otros consultores externos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Inicio del due dilligence externo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ INFORMES DE CONSULTORES TECNOLÓGICOS</li> <li>✓ INFORMES DE CONTABLES</li> <li>✓ INFORMES DE ABOGADOS</li> </ul>
<b>Negociación Final y conclusión</b> 		<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Negociar las condiciones definitivas</li> <li>✓ Documento constituyente o de ampliación de capital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Redacción de la documentación complementaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ GARANTIAS E INDEMNIZACIONES</li> <li>✓ ESTATUTOS SOCIALES</li> <li>✓ ACUERDO ACCIONISTAS</li> </ul>
<b>Supervisión</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Facilitar cuentas a la dirección</li> <li>✓ Comunicarse regularmente con los inversores</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Comités de seguimiento mensuales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Puesto en el consejo</li> <li>✓ Supervisar la inversión</li> <li>✓ Implicación en las decisiones estratégicas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ CONTROL CONTABLE</li> <li>✓ CONTROL COMERCIAL</li> <li>✓ ACTAS DE LAS REUNIONES</li> </ul>

Con anterioridad al Primer Contacto, la gestora debe preparar un documento resumen de los requisitos que deben cumplir los proyectos para que estos sean aceptados.

El documento a preparar puede ser similar al que proponemos como modelo:

Documento Modelo	Requisitos fondo	Requisitos gestora
Sociedad	Localización geográfica Años desde su fundación Nº de ejercicios fiscales cerrados Nacionalidad sociedad	
Accionistas / Equipo directivo	Nacionalidad accionistas Años de experiencia profesional miembros equipo directivo	Grado de formación académica miembros equipo directivo Logros conseguidos por equipo directivo Referencias profesionales equipo directivo
Tipo de empresa	Empresa industrial Empresa comercial Empresa de servicios	
¿para qué necesitan venture capital?	seed capital start up prototipo buy out otros	crecimiento hacia nuevos sectores / mercados con los mismos productos crecimiento con nuevos productos en sectores actuales crecimiento con nuevos productos en nuevos mercados
Volumen de inversión	No inferior a .. No superior a ..	Participación monetaria de los promotores superior a X unidades monetarias o a % del capital necesario
Tipo de inversión	préstamo participativo capital ordinario capital ...	
Sector	Sector / es al / los que debe pertenecer Sector / es al / los que no puede pertenecer Sector con un % de crecimiento superior a .. Sector con un volumen superior a ...	

Negocio	Capital social no superior a x unidades monetarias Capital social no inferior a x unidades monetarias Capital social no superior a x% total pasivo Capital social no inferior a x% total pasivo Endeudamiento no superior a x% total pasivo Endeudamiento no inferior a x% total pasivo Volumen de facturación año anterior superior a ... Volumen de facturación año análisis o actual superior a ... Volumen estimado de facturación años posteriores no inferior a ..... Volumen de facturación año anterior no superior a ..... % crecimiento de la facturación años anteriores % crecimiento estimado de la facturación próximos ejercicios	
Diversificación		Que aporte diversificación a nuestra cartera de proyectos

### 6.1. Primer Contacto

La gestora contacta con un nuevo proyecto. Los **promotores** del proyecto tendrán preguntas a plantear sobre el funcionamiento de nuestro fondo y sobre los requisitos que debe cumplir su proyecto para ser aceptado. La **gestora** en este primer contacto debe:

- Informar sobre las características y condiciones del fondo (*ver Ficha Características Fondo*).
- Explicar el proceso de evaluación de proyectos (*ver Ficha Proceso Evaluación Proyectos*).
- Plantear las preguntas del Formulario Primer Contacto (*ver Ficha Formulario Primer Contacto*).
- Concluir sobre el resultado de este primer contacto (*ver Ficha Formulario Primer Contacto*).

## Ficha Características Fondo

Esta ficha debe prepararla cada Gestora adaptándola a las características del Fondo que gestiona.

Esta Ficha será utilizada por la persona que reciba la llamada o la visita de los promotores de un nuevo proyecto, para informarles bien de aquellos aspectos más relevantes que hacen referencia a nuestro Fondo.

A modo de ejemplo y a título meramente informativo, detallamos algunos de los puntos que podría contener esta ficha:

1. Nuestro Fondo nació en ..... Gestionamos .... millones de .... Los inversores del Fondo son ....., empresas / entidades públicas / privadas ....
2. El objetivo del Fondo que gestionamos es por ejemplo ayudar a crecer a las empresas que ofrecen un producto o un servicio innovador.
3. Sólo invertimos en empresas de nacionalidad ....
4. Sólo aportamos financiación del tipo ....
5. Nuestro objetivo es acompañar a los promotores alrededor de .... años y tener la tranquilidad de que podremos desinvertir con seguridad y rentabilidad.
6. No invertimos en prototipos.
7. Sólo participamos en proyectos en los que la implicación personal y económica de los promotores es muy importante.
8. No participamos en empresas cuya facturación es superior a ....
9. No participamos en empresas cuya facturación es inferior a ....
10. No participamos en empresas con una plantilla superior a ....
11. No participamos en el capital social en % superiores a ....
12. No aportamos financiación superior a ....

Es importante que cada gestora prepare bien esta Ficha ya que:

1. Clarifica desde el primer momento qué proyectos pueden ser aceptados y cuáles no.



2. También informa sobre aquellos aspectos de un proyecto que son importantes para nuestra gestora.
3. Evita analizar proyectos que quizás incumplían alguno de los puntos anteriormente citados, pero que no fueron descubiertos en un primer contacto.
4. Da imagen de profesionalidad.

También podemos tener la Ficha Características Fondo en un documento impreso, disponible para enviarlo por fax, correo o correo electrónico a aquellas promotores que se interesen por nuestro Fondo.

<b>Ficha Proceso de Evaluación de Proyectos</b>
---

En nuestra opinión, es importante que los promotores de un proyecto conozcan cuáles son las fases que deberemos ir superando durante el proceso de evaluación.

Conviene transmitir que un proceso de búsqueda de financiación de estas características, implica una dedicación importante por parte de los promotores durante gran parte del mismo.

También es fundamental transmitir que la transparencia es básica y que llegados a un determinado punto de análisis, la gestora deberá poder contrastar toda la información que recibe y solicitar la opinión de expertos independientes.

En cualquier caso, los promotores deben saber que toda la información que nos transmiten es tratada como estrictamente confidencial y que les entregaremos una Carta de Confidencialidad.

**Fases del Proceso de Evaluación de un Proyecto:**

1. Primer contacto con un proyecto.
2. Evaluación del primer contacto y conclusión sobre si seguimos adelante.

3. Entrega a los promotores del Formulario 1 en donde deberán facilitarnos información sobre su empresa, accionistas, equipo directivo, por qué y para qué necesitan financiación, ...
4. Entrega a los promotores de Carta de Confidencialidad.
5. Evaluación del Formulario 1 y conclusión por parte de la gestora sobre si el proyecto puede continuar el proceso de evaluación.
6. Entrevista personal en nuestras oficinas con el objetivo de conocer personalmente a los promotores del proyecto y también para permitirles exponer de forma abierta las características de su proyecto. La entrevista personal, también suele aprovecharse para aclarar dudas del Formulario 1 o para ampliar información.
7. Evaluación Entrevista Personal y conclusión por parte de la gestora sobre si el proyecto puede continuar el proceso de evaluación.
8. Entrega a los promotores del Formulario 2 en donde la información que pedimos es más exhaustiva.
9. Contacto con asesores técnicos para evaluación del proyecto.
10. Entrega a los promotores del Formulario Técnico.
11. Visita a sus instalaciones.
12. Análisis Complementarios: Clientes, Propiedad Intelectual, Proveedores, Informes de Mercado, ...
13. Evaluación del Formulario 2 + Formulario Técnico + Visita Instalaciones y conclusión por parte de la gestora sobre si el proyecto puede continuar el proceso de evaluación.
14. Valoración y negociación.
15. Carta de Intenciones.
16. Presentación del proyecto al Comité de Inversiones.
17. Due Diligence Fiscal, Legal y Contable a realizar por los auditores y abogados.
18. Evaluación Due Diligence. Modificación, si procede de la valoración. Renegociación.
19. Inversión.

**Ficha Formulario Primer Contacto**

Fecha	
¿Llamada telefónica?	
¿Entrevista personal?	

Nombre Proyecto			
Nombre y Apellidos Contacto			
Teléfono Contacto			
Teléfono Móvil Contacto			
Correo electrónico			
Fax			
Nombre Empresa			
Dirección			
Población		código postal	
Provincia			

**Origen Primer Contacto ¿Cómo nos ha conocido o cómo hemos contactado con el proyecto?**

	Especificar Nombre
Conocidos y contactos de ...	
Inversor Fondo ...	
Intermediario Financiero ...	
Prensa ...	
Otros. Especificar ...	
Nos han conocido por nuestra web	
Esfuerzo comercial gestora	

**¿Cuál era el objetivo de la llamada?**

	Pedir información sobre cómo funciona un Fondo de capital riesgo
	Pedir información sobre las características del Fondo que gestionamos
	Consultar si su proyecto encaja en nuestro fondo
	Solicitar una entrevista personal para presentar su proyecto
	Otros. Especificar

	SI	NO	NS/NC
¿Les hemos explicado las características de nuestro fondo?			
¿Les hemos informado sobre las fases del proceso de evaluación?			
¿Hemos quedado en enviar Formulario 1?			
¿Hemos quedado en enviar Carta de Confidencialidad?			
¿Nos ha causado una buena impresión este primer contacto?			
¿Creemos que merece la pena comentarlo con el resto del equipo?			
Si la respuesta a la pregunta anterior ha sido NO, ¿Por qué creemos que no merece la pena comentarlo?			

¿Cuál es la fecha prevista para el próximo contacto?	
--	--

Comentarios:

**Conclusión Primer Contacto**

¿Continúa el proceso de evaluación?	SI	NO
Motivos		

Nombre de quien cumplimenta el formulario	
Ok de quien revisa el formulario	

## 6.2. Solicitud de información a los promotores y análisis.

Si la sociedad gestora y promotores coinciden en iniciar la fase de recogida de información, la gestora:

- Entregará a los promotores del proyecto el **Formulario 1**.
- Entregará a los promotores del proyecto Carta de Confidencialidad (**ver Carta Modelo Confidencialidad en anexo III**).
- Fijará fecha de recogida del Formulario 1. Se pedirá a los promotores que preferiblemente envíen el Formulario 1 en formato electrónico.

## FORMULARIO 1

Fecha de cumplimentación	dd/mm/aaaa
--------------------------	------------

### **Persona de contacto**

Nombre	
Apellidos	
Cargo	
Teléfono1	
Teléfono2	
Fax	
e-mail	

### **Empresa**

Razón social	
Nombre comercial	
Código Identificación Fiscal	

Domicilio Social			
Calle			
Población		Código postal	
Provincia			
País			
Domicilio fiscal			
Calle			
Población		Código postal	
Provincia			
País			
Teléfono		Fax	
WWW			

Código estadístico actividad económica (CNAE o similar)	
Nacionalidad Sociedad	
Tipo de sociedad (forma jurídica)	
Fecha constitución	dd/mm/aaaa

Fecha inicio operaciones	dd/mm/aaaa
Capital social desembolsado	miles de \$
Capital social escriturado	miles de \$
Nº de ejercicios fiscales cerrados	
Fecha cierre ejercicio	dd/mm/aaaa

### Composición accionarial (a la fecha de cumplimentación de este formulario)

Nombre y Apellidos o Razón Social	Nacionalidad	accionista desde (dd/mm/aa)	% capital	nº acciones	Capital	Prima	¿forma parte del equipo directivo?		cargo que ocupa
							SI	NO	
							SI	NO	
							SI	NO	
							SI	NO	
							SI	NO	
							SI	NO	
<b>Total</b>									

¿cotiza en bolsa?	SI	NO
¿tienen participaciones en otras sociedades?	SI	NO

### Comentarios sobre composición accionarial

*(utilice este espacio para indicar aspectos relevantes que no hayan sido planteados)*



### Equipo directivo

¿cuántas personas forman el equipo directivo?	
---	--

Nombre y Apellidos	Cargo que ocupa en la empresa	Edad	Nivel de estudios finalizados (Bachillerato - Diplomado - Licenciado - Master - Doctor)	nº de años experiencia profesional	nº de años antigüedad en la empresa	Comentarios

### Adjunte Currículo Vitae del Equipo Directivo

### Dibuje o adjunte Organigrama

--

**Organización empresa**

Departamentos	Nº de empleados	% Fijos	% Eventuales	Nº de colaboradores externos o freelance

**Comentarios sobre equipo directivo**

*(utilice este espacio para indicar aspectos relevantes que no hayan sido planteados)*

**Negocio / Actividad Empresa**

*Describa brevemente la actividad de la empresa y qué productos y servicios ofrece.*

**Marque las condiciones que cumple su empresa**

fabrica todos los productos que vende	
fabrica algunos de los productos que vende	
no fabrica ninguno de los productos que vende	
presta servicios a otras empresas	
presta servicios a particulares	
presta servicios a administraciones públicas	
vende a distribuidores o mayoristas	
vende a consumidor final	
vende a detallistas	
vende a administraciones públicas	

**Sector Empresa**

*¿ a cuáles de los siguientes sectores pertenece su empresa?*

AGRÍCOLA, GANADERO, RELACIONADOS	MEDIOS DE COMUNICACIÓN	
ALIMENTACIÓN	OTRAS ACTIVIDADES NO PRODUCTIVAS	
AUTOMOCIÓN	OTRAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS	
BIOTECNOLOGÍA	PAPELERO	
COMERCIO	PESCA	
COMUNICACIÓN, MARKETING Y PUBLICIDAD	PETRÓLEO Y RELACIONADOS	
CONSTRUCCIÓN	PRODUCTOS QUÍMICOS Y FARMACEUTICOS	
CONSULTORÍA Y ASESORÍA	PRODUCTOS Y RECURSOS MINERALES	
CULTURA Y ARTE	SALUD	
DEFENSA	SEGURIDAD	
EDITORIAL	SEGUROS	
EDUCACIÓN Y FORMACIÓN	SERVICIOS DE INTERNET	
ELECTRÓNICA	SERVICIOS FINANCIEROS	
ENERGÍA	SERVICIOS PÚBLICOS	
EQUIPOS INFORMÁTICOS	SOFTWARE, E-BUSINESS Y TECNOLOGÍA	
FLORES Y PLANTAS	TELECOMUNICACIONES	
HOSTELERÍA Y RESTAURACIÓN	TEXTIL Y RELACIONADOS	
LUZ, GAS Y AGUA	TRANSPORTE	
MADERAS Y MUEBLES	TRANSPORTE DE VIAJEROS	
MEDIO AMBIENTE	TURISMO	

**Tasas de crecimiento sector al que pertenece su empresa:**

Indique fuente.

Adjunte, si lo desea, información que posea sobre el sector al que pertenece su empresa.

	Año n	Estimación Año n+1
Tasa crecimiento nacional	%	%
Tasa crecimiento internacional	%	%
Fuente		

**¿cuál es el volumen (en unidades monetarias) del sector al que pertenece su empresa?**

Indique fuente.

	millones de \$	Nº empresas que operan en el sector
Volumen Sector Nacional		
Volumen Sector Internacional		
Fuente		

***¿cuál es su opinión sobre la evolución del sector al que pertenece su empresa?***

***¿cuáles son, en su opinión, las características más relevantes del sector al que pertenece su empresa? (grado de saturación, nichos de mercado, amenazas, ....)***

### Productos / Servicios

Detalle los productos que fabrica su empresa

productos fabricados	% sobre total ventas

Detalle los productos que comercializa su empresa no incluidos en el apartado anterior

productos comercializados	% sobre total ventas

Detalle los servicios que presta su empresa

Servicios	% sobre total ventas



**Datos económicos EMPRESA – Históricos**

<b>Balances Situación EMPRESA</b>	dd/mm/aa Año n-2	%	dd/mm/aa Año n-1	%
Capital Social				
Reservas				
Pérdidas y Ganancias				
Fondos Propios				
Endeudamiento a largo plazo				
Endeudamiento a corto plazo				
Proveedores				
Acreedores				
Otras deudas				
Total deudas				
Ajustes periodificación				
<b>TOTAL PASIVO</b>				
Gastos Constitución				
Inmovilizado material Neto				
Inmovilizado inmaterial Neto				
Inmovilizado Financiero				
Activo Fijo				
Existencias				
Clientes y deudores				
Tesorería				
Activo Circulante				
Ajustes periodificación				
<b>TOTAL ACTIVO</b>				

Nº Empleados		
--------------	--	--

<b>Cuenta de Resultados EMPRESA</b>	Año n-2	% s/ventas	Año n-1	% s/venta s
Ventas / Importe cifra de negocio				
% crecimiento				
Otros Ingresos no financieros				
Total Ingresos				
Coste Ventas				
Gastos de personal				
Gastos del local e instalaciones				
Gastos comerciales				
Gastos en I + D				
Otros gastos				
Total Gastos				
BAIAI <sup>(a)</sup>				
Amortizaciones				
BAII <sup>(b)</sup>				
Resultado financiero (ingresos – gastos)				
BAI <sup>(c)</sup>				
Impuestos sobre beneficios				
BDI <sup>(d)</sup>				

- (a) Beneficio Antes de Intereses, Amortizaciones e Impuestos
- (b) Beneficio Antes de Intereses e Impuestos
- (c) Beneficio Antes de Impuestos
- (d) Beneficio Después de Impuestos

¿qué % ventas son exportaciones?	%	%
----------------------------------	---	---

**Comentarios sobre Datos Económicos**

*(utilice este espacio para indicar aspectos relevantes que no hayan sido planteados)*



### Datos económicos EMPRESA - Previsiones

<b>Balances Situación</b>	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa
<b>EMPRESA</b>	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5
Capital Social						
Reservas						
<b>Pérdidas y Ganancias</b>						
Fondos Propios						
Endeudamiento a largo plazo						
Endeudamiento a corto plazo						
Proveedores						
Acreedores						
Otras deudas						
Total deudas						
Ajustes periodificación						
<b>TOTAL PASIVO</b>						
Gastos Constitución						
Inmovilizado material Neto						
Inmovilizado inmaterial Neto						
Inmovilizado Financiero						
Activo Fijo						
Existencias						
Clientes y deudores						
Tesorería						
Activo Circulante						
Ajustes periodificación						
<b>TOTAL ACTIVO</b>						

nº de empleados						
-----------------	--	--	--	--	--	--

<b>Cuenta de Resultados EMPRESA</b>	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5
Ventas / Importe cifra de negocio						
% crecimiento						
Otros Ingresos no financieros						
Total Ingresos						
Coste Ventas						
Gastos de personal						
Gastos del local e instalaciones						
Gastos comerciales						
Gastos en I + D						
Otros gastos						
Total Gastos						
BAIAI <sup>(a)</sup>						
Amortizaciones						
BAII <sup>(b)</sup>						
Resultado financiero (ingresos – gastos)						
BAI <sup>(c)</sup>						
Impuestos sobre beneficios						
BDI <sup>(d)</sup>						

(a) Beneficio Antes de Intereses, Amortizaciones e Impuestos

(b) Beneficio Antes de Intereses e Impuestos

(c) Beneficio Antes de Impuestos

(d) Beneficio Después de Impuestos

¿qué % son exportaciones?						
---------------------------	--	--	--	--	--	--

**Proyecto**

Nombre del Proyecto	
---------------------	--

**Describa brevemente en qué consiste el Proyecto para el que está buscando financiación.**

--

¿es para financiar un buy-out? (una compra de la empresa por parte de sus directivos)	si
	no

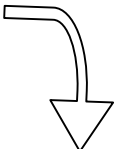
**¿Por qué piensa que el Venture Capital es una buena opción de financiación para su proyecto?**

--

**¿en qué estadio se encuentra la empresa o el proyecto que necesita venture capital?**

prototipo	
start up	
crecimiento	

si ha marcado esta opción, escoja una de las siguientes opciones.



¿hacia donde se dirige este crecimiento?

Hacia nuevos mercados con los productos actuales	
Nuevos productos en sectores actuales	
Nuevos productos en nuevos mercados	

**Inversión Necesaria**

	Miles de \$	
	Entre ...	Y ....
Volumen de inversión solicitado		

**¿Qué calendario de desembolsos tienen previsto?**

Año n	Año n+1	Año n+2	Resto	Total

**¿Cuál será el destino de la Inversión?**

	Descripción	Miles de \$
	Compra de Edificio y / o Terreno	
	Compra de Maquinaria	
	Otras compras de Inmovilizado	
	Financiación Circulante	
	Expansión Comercial	
	Investigación y Desarrollo	
	Reestructuración Empresa	
	Modernización Empresa	
	Otros	
	<b>Total</b>	

¿ Qué tipo de inversión solicita?

préstamo participativo	
capital ordinario	
otros	

¿Qué otras gestiones tiene el Proyecto pendientes de resolver?

	Necesidad	Descripción
	Realizar Tests de Producto	
	Obtener Patentes y/o Licencias	
	Realizar Estudios de Mercado	
	Seleccionar Recursos Humanos	
	Otros ...	

### Propiedad Intelectual

¿Han patentado su proyecto?	Si	No
-----------------------------	----	----

Si la respuesta ha sido afirmativa:

¿en qué estado se encuentra dicha patente?	Solicitud a	Concedid a	En trámite	Denegad a
¿quién es el propietario o quién ha solicitado la patente?				

¿Tienen licencia concedida?	Si	No
-----------------------------	----	----

### Comentarios sobre el Proyecto

*(utilice este espacio para indicar aspectos relevantes que no hayan sido planteados)*

## Datos económicos PROYECTO

Cuentas de Resultados  <b>PROYECTO</b>	Año anterior	Año actual	PREVISIONES FUTURAS				
	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5
Ventas / Importe cifra de negocio							
% crecimiento							
Otros Ingresos no financieros							
Total Ingresos							
Coste Ventas							
Gastos de personal							
Gastos del local e instalaciones							
Gastos comerciales							
Gastos en I + D							
Otros gastos							
Total Gastos							
BAIAI <sup>(a)</sup>							
Amortizaciones							
BAII <sup>(b)</sup>							
Resultado financiero							
BAI <sup>(c)</sup>							
Impuestos sobre beneficios							
BDI <sup>(d)</sup>							
nº de empleados							

- (a) Beneficio Antes de Intereses, Amortizaciones e Impuestos
- (b) Beneficio Antes de Intereses e Impuestos
- (c) Beneficio Antes de Impuestos
- (d) Beneficio Después de Impuestos

**¿Las previsiones de ventas son?**

<b>Previsiones Ventas PROYECTO</b>	% Seguridad	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3	Año n+4	Año n+5
Muy Seguras	91%-100%						
Seguras	71% - 90%						
Probables	51% - 70%						
Inciertas	31% - 50%						
Resto	0% - 30%						
<b>TOTAL VENTAS</b>							

¿Cuántos meses / años estima Ud. que necesita el Proyecto para alcanzar el umbral de rentabilidad (punto muerto)?		Meses		Años
¿Cuál es el volumen de ventas en Unidades necesario para alcanzar el umbral de rentabilidad (punto muerto)?			Unidades	
¿Cuál es el volumen de ventas en miles de \$ necesario para alcanzar el umbral de rentabilidad (punto muerto)?			Miles de \$	

**Estrategias y Planes Comerciales**

*Explique, por favor, cómo tienen previsto alcanzar las cifras de ventas presupuestadas y en que hipótesis o supuestos se han basado para realizar estas previsiones.*

*Haga también referencia a acuerdos cerrados con clientes actuales y/o futuros, distribuidores, etc.*

	SI	NO	¿quién los ha realizado?
¿han realizado estudios de mercado?			
¿han realizado test de producto?			

Si alguna de las respuestas anteriores ha sido afirmativa, ¿a qué conclusiones han llegado?

**Conclusiones Estudios de Mercado / Test de Producto**



<b>Balances Situación</b>	Año anterior	Año actual	PREVISIONES FUTURAS				
	dd/mm/aa Año n-1	dd/mm/aa Año n	dd/mm/aa Año n+1	dd/mm/aa Año n+2	dd/mm/aa Año n+3	dd/mm/aa Año n+4	dd/mm/aa Año n+5
Capital Social							
Reservas							
Pérdidas y Ganancias							
Fondos Propios							
Endeudamiento a LP							
Endeudamiento a CP							
Proveedores							
Acreeedores							
Otras deudas							
Total deudas							
Ajustes periodificación							
<b>TOTAL PASIVO</b>							
Gastos Constitución							
Inmov. Material Neto							
Inmov. Inmaterial Neto							
Inmovilizado Financiero							
Activo Fijo							
Existencias							
Clientes y deudores							
Tesorería							
Activo Circulante							
Ajustes periodificación							
<b>TOTAL ACTIVO</b>							

### **Comentarios**

*Detalle cuanta información considere relevante para la comprensión de los datos económicos aportados.*

### **Análisis Interno**

Una vez recibido el Formulario 1, este será analizado por el ejecutivo asignado de la gestora. Después de este análisis el ejecutivo asignado debe:

- Comentar su análisis con su jefe inmediato.
- Listar información adicional que se necesita.
- Concluir si merece la pena continuar con la evaluación y convocar entrevista personal.  
A modo de ejemplo se presenta un modelo de scoring.
- Ratificar su conclusión con su jefe inmediato.

<b>MODELO SCORING</b>
-----------------------

#### **SCORING 1:**

Recomendamos empezar su cumplimentación después de revisar y analizar el Formulario 1 aunque, como se verá, hay algunos apartados que pueden ser rellenados desde el primer contacto. Esto es así porque, este es un documento dinámico que, hay que ir rellenando paulatinamente y que también nos ayudará a plantear preguntas relevantes a los emprendedores.

Se trata de emitir nuestra opinión sobre la información que nos ha proporcionado la empresa y sobre aquella que hemos podido obtener de sus clientes, competidores, bancos, etc.

Clasificaremos cada línea con una de las siguientes letras:

- A: Muy positivo o Muy Favorable
- B: Positivo o Favorable
- C: Neutro o No Aplicable
- D: Negativo o Desfavorable
- E: Excluyente. Equivale a Muy Negativo.

Por ejemplo:

Grado de conocimiento SECTOR:

A: Los emprendedores conocen el volumen del sector, su crecimiento anual, las empresas más importantes, qué personas son relevantes, asociaciones, revistas especializadas, ....

E: Los emprendedores desconocen totalmente el SECTOR y además no tienen experiencia en el mismo

Para los casos en que una clasificación sin matices sea muy complicada, en la columna NOTA haremos una llamada, (\*) que nos indicará que al final del documento encontraremos una nota aclaratoria sobre el aspecto a valorar.

La columna INICIALES hace referencia a las iniciales de la persona del equipo de la gestora que está valorando cada línea o aspecto. Es habitual que un SCORING sea rellenado y revisado por más de un miembro del equipo de la gestora. Es importante saber quién ha participado en el análisis de cada uno de los aspectos.

página 1	SCORING 1						
	Fecha cumplimentación:						
	A	B	C	D	E	nota	iniciales
<b>ADECUACIÓN AL PERFIL DEL FONDO / GESTORA</b>							
Nacionalidad Sociedad							
Localización geográfica							
Volumen Capital Social							
Volumen Inversión							
Tipo de Inversión							
Sector Proyecto							
Oportunidad de la etapa para la inversión.							
Facilidad para co-invertir en esta operación.							
<b>EMPRESA</b>							
Nº de años desde su fundación							
¿Buenos resultados económicos años anteriores?							
¿Está la empresa atravesando dificultades económicas?							
¿Pertenece a sector en crecimiento?							
¿Ventas en crecimiento?							
¿Beneficio en crecimiento?							
¿Está bien organizada la empresa?							
<b>ACCIONISTAS / EQUIPO DIRECTIVO</b>							
Composición accionariado							
Compromiso monetario de los socios fundadores							
Referencias equipo directivo							
Experiencia profesional equipo directivo							
Empatía gestora con equipo directivo emprendedores							
Equipo Directivo reconocido en su sector							
Capacidades comerciales y de marketing del equipo directivo.							
Capacidades organiza-tivas y administrativas del equipo directivo							
Buen Director General							
Buen Director Comercial							
Buen Director Producción							
Buen Director Financiero							
Buen Director RRHH							
Buen Director Técnico / Informático							
Grado de cohesión equipo directivo							

página 2	SCORING 1						
	Fecha cumplimentación:						
	A	B	C	D	E	nota	iniciales
<b>ENTREVISTAS PERSONALES</b>							
¿Le han causado una buena impresión los asistentes a la entrevista?							
¿Han sabido presentarse correctamente?							
¿Han sabido presentar bien el proyecto?							
¿Llevaban la información bien documentada?							
¿Nos han transmitido seguridad y experiencia?							
¿Han planteado preguntas interesantes?							
¿Han tenido dificultades para responder preguntas que les hemos planteado?							
<b>FORMULARIO 1</b>							
¿Ha demostrado la empresa interés por cumplimentar el Formulario 1?							
¿Ha tenido la empresa dificultades para cumplimentar el Formulario 1?							
¿Ha cumplido la empresa el plazo para entregar el Formulario 1?							
¿Ha necesitado la empresa asesores externos para completar el Formulario 1?							
Grado de conocimiento SECTOR demostrado							
Grado de conocimiento PRODUCTO demostrado							
Grado de conocimiento aspectos ECONOMICO-FINANCIEROS							
Grado de conocimiento aspectos COMPETENCIA							
Grado de conocimiento necesidades de PLANTILLA							
Grado de conocimiento necesidades ACTIVOS FIJOS							
<b>CLIENTES / PROVEEDORES</b>							
Referencias Cliente:							
Referencias Cliente:							
Referencias Proveedor:							
Referencias Proveedor:							

página 3	SCORING 1						
	Fecha cumplimentación:						
	A	B	C	D	E	nota	iniciales
<b>PROYECTO</b>							
Producto tecnológicamente rompedor y único en el momento							
Mercado en crecimiento							
Número y fortaleza de sus competidores							
Barreras de entrada al mercado							
Buena relación con proveedores							
Buena relación con distribuidores							
Existencia de propiedad intelectual							
¿Los test de producto han sido satisfactorios?							
¿Los estudios de mercado están bien hechos?							
¿Los estudios de mercado refuerzan el proyecto?							
Destino Inversión							
Prima solicitada parece coherente							
¿Es posible fraccionar el desembolso de la inversión? (no = -)							
TIR esperada.							
Tiempo para el retorno de la inversión inicial							
Tiempo para el punto muerto.							
Facilidad para la desinversión.							
<b>ASPECTOS TECNICOS</b>							
Opinión sobre viabilidad técnica producto							
Opinión sobre proceso productivo							
Opinión sobre formación técnica emprendedores							
<b>FORMULARIO 2</b>							
Cambios accionariado							
Cambios equipo directivo							
Reclamaciones judiciales							
Tabla Fondos Propios: Adecuada Dotación Reservas							
Tabla Fondos Propios: Reparto Dividendos Razonable							
Referencias Entidad Financiera 1							
Referencias Entidad Financiera 2							
Nivel de endeudamiento							
Calidad Endeudamiento							

página 4	SCORING 1						
	Fecha cumplimentación:						
	A	B	C	D	E	nota	iniciales
Garantías endeudamiento: aval socios / comprometen activos empresa							
Incumplimiento pagos préstamos o renegociaciones							
Compras muy concentradas en pocos proveedores							
Vinculación no profesional con proveedores / acreedores							
Condiciones de compra a proveedores							
Incumplimiento pagos proveedores / acreedores							
Relación con proveedores / acreedores							
Incumplimiento pagos Impuestos o renegociaciones							
Razonabilidad cargas Inmovilizado							
Adecuación al negocio Inmovilizado							
Obsolescencia o Grado de Conservación Inmovilizado							
Ventas muy concentradas en pocos clientes							
Vinculación no profesional con algún cliente							
Dificultades con clientes							
Condiciones de venta a clientes							
Nivel de morosidad							
Pérdida cliente importante							
Motivo pérdida cliente importante							
Plazo de cobro razonable							
Impago importante							
Conflictos laborales relevantes							
Dificultades para encontrar personal cualificado							
Dificultades para retener empleados							
Razonabilidad margen bruto							
¿Tiene la empresa un buen sistema de cálculo de costes de producto?							
¿Nos parecen razonables los costes de los productos?							

### 6.3. Primera Entrevista Personal

Es importante que la visita se produzca en sus instalaciones.

Si decidimos concertar entrevista personal explicaremos a los promotores del proyecto, que el objetivo de la entrevista es:

- Conocer personalmente a las personas que están más implicadas en el proyecto.
- Permitir a los promotores que nos expliquen de forma verbal su proyecto y si lo desean que nos entreguen información escrita adicional sobre el proyecto.
- Resolver posibles dudas sobre el **Formulario 1** o solicitar información adicional sobre algún aspecto del Formulario 1.
- Explicar que el próximo paso es evaluar internamente la información recibida y que si el proyecto supera esta primera evaluación, les entregaremos un nuevo Formulario (**Formulario 2**) en el que les pediremos información más detallada sobre el Proyecto, las Personas Implicadas y/o La Empresa, Aspectos Técnicos, Legales, etc. Es importante recalcar, que aunque ellos nos faciliten su Business Plan o su Evaluación Económica del Proyecto,... deben igualmente cumplimentar el Formulario 2 ya que será la forma de tener estandarizada toda la información de los proyectos que se evalúen.
- *Buscar indicios de posibles contingencias laborales, medioambientales, y/o seguridad e higiene laboral.*

Después de cada visita se elaborará un informe conclusión que recoja las impresiones de los asistentes por parte de la sociedad gestora acerca los emprendedores, el proyecto, etc. y las tareas pendientes o programadas.



#### 6.4. Análisis Interno

Después de la entrevista, la gestora deberá:

- Concluir sobre el resultado de esta Primera Entrevista.
- Decidir si se continúa con la evaluación del Proyecto o si por el contrario se abandona su evaluación (revisión del scoring).

Si la gestora decide NO CONTINUAR la evaluación del proyecto, deberá comunicar telefónica o personalmente dicha decisión al interlocutor de los promotores y en su caso, deberá enviar una **carta de agradecimiento** (*Carta Modelo No Continuar Agradecimiento en anexo II*). En la ficha Conclusión Formulario 1, indicaremos, en el apartado correspondiente que la gestora ha decidido no continuar y anotaremos la fecha en que se comunica dicha decisión a los promotores.

#### 6.5. Evaluación Técnica Proyecto y análisis complementario.

Si la gestora decide CONTINUAR, también lo comunicará al interlocutor de los promotores y enviará a los promotores el Formulario 2. En este momento, se fijará la fecha para recibir por parte de los promotores toda la documentación solicitada en el Formulario 2.

Cuando recibamos el Formulario 2, procederemos como con el Formulario 1:

Conclusión Formulario 2:

- Análisis y revisión por parte de ejecutivo asignado.
- Listado de informaciones adicionales necesarias.
- Evaluación Técnica del Proyecto por parte de asesores externos (**véase modelo de informe técnico**).
- Segunda Entrevista y entrevista con clientes (**véase Cuestionario a clientes**).
- Conclusión.
- Ratificación conclusión con equipo o con jefe inmediato.

## FORMULARIO 2

Fecha de cumplimentación	dd/mm/aaaa
--------------------------	------------

NOMBRE EMPRESA	
NOMBRE PROYECTO	

### **Persona de contacto**

Nombre	
Apellidos	
Cargo	
Teléfono1	
Teléfono2	
Fax	
e-mail	

### **Documentación a entregar junto al Formulario 2**

	Si	No	No aplicable
Cuentas Anuales 2 últimos ejercicios			
Informes de Auditoría			
Estudios de Mercado			
Informes Técnicos			
Plan de Negocio preparado por promotores			
Marcas y Patentes			
Muestras del Producto			

### Datos económicos EMPRESA

<b>Balances Situación</b>	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa
<b>EMPRESA</b>	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
Capital Social					
Reservas Legales					
Reservas Voluntarias					
Remanente					
Pérdidas y Ganancias					
Fondos Propios					
Endeudamiento bancario a largo plazo					
Endeudamiento no bancario a largo plazo					
Total Endeudamiento LP					
Proveedores					
Acreeedores					
Deudas con Administraciones Públicas					
Deudas con Socios y Administradores					
Endeudamiento bancario a corto plazo					
Otras deudas					
Ajustes periodificación					
Total endeudamiento CP					
<b>TOTAL PASIVO</b>					
Gastos Constitución					
Inmovilizado Material Bruto					
- Amortización Acumulada Inm. Mat.					
Inmovilizado Inmaterial Bruto					
- Amortización Acumulada Inm. Inmat.					
Inmovilizado Financiero					
Activo Fijo Neto					
Existencias					
Clientes					
Deudores					
Tesorería					
Ajustes periodificación					
Activo Circulante					
<b>TOTAL ACTIVO</b>					

### Movimiento Fondos Propios

	Año n-2	Año n-1	Año n
Fondos Propios inicio			
+ Nuevos desembolsos capital			
+ Ampliaciones de capital			
+ Capitalización deudas			
+ Dotación Reservas			
- Reparto de Dividendos			
+ Beneficios pendientes de distribuir			
Fondos Propios fin			

Se han producido en los últimos 12 meses ....	Si	No	Explicaciones sobre respuestas afirmativas
Cambios accionariado			
Cambios en equipo directivo			

¿está la empresa afectada por alguna reclamación judicial o no?			
---	--	--	--

Si durante el último año ha habido cambios en la composición accionarial de la empresa, indique cuáles han sido dichos cambios y porqué se han producido.

--

### Entidades Financieras habituales

Entidad Financiera	Dirección	Persona de contacto

### Endeudamiento bancario

Entidad Financiera	Importe Préstamo Miles de \$	Año concesión	Plazo (nº meses)	% interes	Importe pendiente al cierre del balance n-1	Garantías	Destino Préstamo
Subtotal Endeudamiento CP*							
Subtotal Endeudamiento LP							
<b>Total Endeudamiento Bancario</b>							

\*(meses hasta vencimiento < 36)

### Endeudamiento no bancario

Prestamista	¿es accionista o empleado ?	Importe Préstamo Miles de \$	Año concesión	Plazo (nº meses)	% interes	Importe pendiente al cierre del balance n-1	Garantías	Destino Préstamo
Subtotal Endeudamiento CP								
Subtotal Endeudamiento LP								
<b>Total Endeudamiento No Bancario</b>								

Se han producido en los últimos 12 meses ....	Si	No	Explicaciones sobre respuestas afirmativas
Renegociaciones plazos de pago deudas bancarias / no bancarias			
Incumplimiento de fechas de pago deudas bancarias / no bancarias			

### Lista principales proveedores

Razón Social Proveedor	Producto o Servicio ofrecido	Plazo de pago	Volumen Compra Año n-1	% total	Volumen Compra estimado Año n	% total	Volumen Compra estimado Año n+1	% total	Volumen Compra estimado Año n+2	% total

Se han producido en los últimos 12 meses ....	Si	No	Explicación respuestas afirmativas
Alzas significativas en los precios de las materias primas			
Dificultades de suministro Materias Primas			
Corte de suministro de algún proveedor			
Variaciones en la forma de pago a proveedores			
Variaciones en el plazo de pago a proveedores			
Incumplimientos en las fechas de pago a proveedores			

	Si	No	Explicación respuestas afirmativas
¿tiene la empresa dificultades para conseguir buenos proveedores?			
¿tiene la empresa dificultades para negociar condiciones favorables con los proveedores?			
¿nuestras condiciones de compra pueden considerarse normales, mejores o peores que las de nuestros competidores?			
¿se cumplen siempre los plazos de entrega?			
¿se cumplen siempre los plazos de pago?			
¿les gustaría trabajar con algún proveedor no incluido en la lista anterior? ¿por qué?			
¿existe alguna vinculación accionarial o familiar con algún proveedor o acreedor?			

### Lista principales acreedores

Razón Social Acreedor	Nacional / Extranjero	Producto o Servicio ofrecido	Plazo de pago	Volumen Gasto Año n-1	Volumen Estimado Gasto Año n	Volumen Estimado Gasto Año n+1	Volumen Estimado Gasto Año n+2

### Deudas con Administraciones Públicas

Detalle saldo con Administraciones Públicas a fecha cierre año n-1

Concepto	Importe	Vencimiento
Cotizaciones Seguridad Social		
Impuesto de Sociedades		
Retenciones practicadas trabajadores		
Impuestos sobre ventas		
<b>TOTAL</b>		

¿Se han atrasado pagos a estas entidades?	Si		No
	pactadas	No pactadas	

**Información detallada sobre los activos que son propiedad de la empresa:**

	Descripción del bien	Ubicación	Año adquisición	Precio adquisición	Valor mercado	Superficie Total	Superficie utilizada	¿tiene cargas?
Terrenos								
Edificios								

	Descripción del bien	Ubicación	Año adquisición	Precio adquisición	Valor de mercado	Valor neto en libros	¿tiene cargas?
Maquinaria							
Equipos Informáticos							
Otro Inmovilizado							



**Información sobre los bienes utilizados por la empresa en régimen de arrendamiento financiero o renting**

Tipo de bien	Descripción bien	Año inicio contrato	Año fin contrato	Importe contrato	Comentarios

**Lista principales clientes**

Cliente	Producto o Servicio ofrecido	Ventas año n-1 (miles de \$)	% total	Ventas previstas año n (miles de \$)	% total	Ventas previstas año n+1 (miles de \$)	% total	Plazo de cobro

Se han producido en los últimos 12 meses ....	Si	No	Explicación respuestas afirmativas
Disminución en el ritmo de ventas			
Baja de los precios de venta			
Pérdida de algún cliente importante			
Impago importante			
Variaciones en el plazo de cobro de clientes			
Variaciones en la forma de cobro de clientes			
Incumplimientos en las fechas de cobro de proveedores			

	Si	No	Explicación respuestas afirmativas
¿existe alguna vinculación accionarial o familiar con algún cliente?			

	dd/mm/aa Año n-1	dd/mm/aa Año n	dd/mm/aa Año n+1	dd/mm/aa Año n+2	dd/mm/aa Año n+3
Saldo Clientes Dudosos Cobros					

Ventas y Margen Bruto por producto <b>EMPRESA</b>	Año anterior		Año actual		PREVISIONES FUTURAS					
	Año n-1	% total	Año n	% total	Año n+1	% total	Año n+2	% total	Año n+3	% total
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
TOTAL MARGEN BRUTO										

Evolución Plantilla <b>EMPRESA</b>	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
Nº Empleados inicio					
Incorporaciones					
Bajas					
Nº Empleados final año					

Se han producido en los últimos 12 meses ....	Si	No	Explicación respuestas afirmativas
Problemas de convenio laboral			
Despidos			
Conflictos laborales relevantes			
Retrasos en el pago de las nóminas			

<b>Evolución Inmovilizado</b> <b>EMPRESA</b>	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
<b>Inmovilizado Material</b>					
Saldo Inicial					
Altas					
Bajas					
Saldo Final					
Amortización Acumulada Inicio					
Dotación año					
Bajas					
Amortización Acumulada Fin					
<b>Inmovilizado Inmaterial</b>					
Saldo Inicial					
Altas					
Bajas					
Saldo Final					
Amortización Acumulada Inicio					
Dotación año					
Bajas					
Amortización Acumulada Fin					
<b>Inmovilizado Financiero</b>					
Saldo Inicial					
Altas					
Bajas					
Saldo Final					

## Proyecto

### Datos económicos PROYECTO

Balances Situación	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa	dd/mm/aa
<b>PROYECTO</b>	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
Capital Social					
Reservas Legales					
Reservas Voluntarias					
Remanente					
Pérdidas y Ganancias					
Fondos Propios					
Endeudamiento bancario a largo plazo					
Endeudamiento no bancario a largo plazo					
Total Endeudamiento LP					
Proveedores					
Acreedores					
Deudas con Administraciones Públicas					
Deudas con Socios y Administradores					
Endeudamiento bancario a corto plazo					
Otras deudas no bancarias					
Total endeudamiento CP					
Ajustes periodificación					
<b>TOTAL PASIVO</b>					
Gastos Constitución					
Inmovilizado Material Bruto					
- Amortización Acumulada Inm. Mat.					
Inmovilizado Inmaterial Bruto					
- Amortización Acumulada Inm. Inmat.					
Inmovilizado Financiero					
Activo Fijo Neto					
Existencias					
Clientes					
Deudores					
Tesorería					
Ajustes periodificación					
Activo Circulante					
<b>TOTAL ACTIVO</b>					

Evolución dedicada al PROYECTO	Plantilla al	Año anterior	Año actual	PREVISIONES FUTURAS		
		Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
Nº Empleados inicio						
Incorporaciones						
Bajas						
Nº Empleados final año						

Evolución Inmovilizado dedicado al PROYECTO	Año anterior	Año actual	PREVISIONES FUTURAS		
	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
<b>Inmovilizado Material</b>					
Saldo Inicial					
Altas					
Bajas					
Saldo Final					
Amortización Acumulada Inicio					
Dotación año					
Bajas					
Amortización Acumulada Fin					
<b>Inmovilizado Inmaterial</b>					
Saldo Inicial					
Altas					
Bajas					
Saldo Final					
Amortización Acumulada Inicio					
Dotación año					
Bajas					
Amortización Acumulada Fin					
<b>Inmovilizado Financiero</b>					
Saldo Inicial					
Altas					
Bajas					
Saldo Final					

Ventas y Margen Bruto por producto	Año anterior		Año actual		PREVISIONES FUTURAS					
	Año n-1	% total	Año n	% total	Año n+1	% total	Año n+2	% total	Año n+3	% total
<b>PROYECTO</b>										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
<i>PRODUCTO .....</i>										
Ventas										
% crecimiento										
- Coste ventas										
Margen Bruto										
TOTAL MARGEN BRUTO										

### Costes Fabricación Productos

Por favor, indique qué método utilizan para calcular el coste de fabricación de sus productos e incluya una pequeña descripción.

Para cada uno de los productos implicados en este Proyecto, y sobre los que nos habrá proporcionado información en el cuadro “Ventas y Margen Bruto por Producto- **PROYECTO**” detalle, por favor los siguientes costes:

Detalle de Costes por Producto - <b>PROYECTO</b>	Producto 1	Producto 2	Producto 3	Producto 4	TOTAL
Materia Prima:					
Mano de Obra Directa					
Otros costes variables fabricación					
<b>TOTAL COSTES VARIABLES FABRICACIÓN</b>					
Costes Indirectos Fabricación					
<b>TOTAL COSTES INDIRECTOS FABRICACIÓN</b>					
Costes variables de no fabricación					
<b>TOTAL COSTES VARIABLES DE NO FABRICACIÓN</b>					

### Proceso productivo

Describa el proceso productivo o bien adjunte a este formulario la documentación relativa al proceso productivo

### Detalle Crecimiento Ventas por Producto

Evolución Ventas Proyecto (unidades)	Año n		Año n+1		Año n+2		Año n+3	
	Unid.	Precio venta	Unid.	Precio venta	Unid.	Precio venta	Unid.	Precio venta
Producto 1								
Producto 2								
Producto 3								
Producto 4								
TOTAL								

### Detalle Evolución nº de Clientes por Producto

Evolución Ventas Proyecto (clientes)	Año n		Año n+1		Año n+2		Año n+3	
	Nº clientes		Nº clientes		Nº clientes		Nº clientes	
Producto 1								
Producto 2								
Producto 3								
Producto 4								
TOTAL								



### Detalle de los Gastos incluidos en las cuentas de Resultados

Detalle de Gastos	Año anterior	Año actual	PREVISIONES FUTURAS		
	Año n-1	Año n	Año n+1	Año n+2	Año n+3
<b>PROYECTO</b>					
Sueldos y salarios					
Seguridad Social empresa					
Incentivos					
Formación					
Otros gastos de personal					
<b>Gastos de personal</b>					
Alquileres					
Suministros					
Reparaciones y mantenimiento					
Reparaciones					
Seguros					
Otros gastos de local e instalac.					
<b>Gastos local e instalaciones</b>					
Publicidad y promoción					
Atenciones a clientes					
Viajes y desplazamientos					
Otros gastos comerciales					
<b>Gastos comerciales</b>					
<b>Gastos en I+D</b>					
Material de oficina					
Comunicaciones					
Transportes					
Asesores externos					
Tributos					
Seguros					
Gastos diversos					
<b>Otros gastos</b>					
<b>Total Gastos</b>					

### Comentarios

*Detalle cuanta información considere relevante para la comprensión de los datos económicos aportados.*

<b>Modelo de Informe Técnico</b>
----------------------------------

Nombre del Proyecto	
Asesor Técnico Evaluador	

Argumentos en contra de los aspectos técnicos:

--

Argumentos en contra de los aspectos comerciales:

--

Puntos fuertes del proyecto:

--

Puntos a concretar por la empresa para próximo encuentro *(si lo hay)*:

--

Recomendaciones / Conclusiones:

--

## Cuestionario a los clientes de las empresas objeto de inversión

El objetivo de este cuestionario es validar la calidad del servicio ofrecido, de las personas que lo ofrecen, la competencia y las perspectivas de demanda de este tipo de productos/servicios.

1. Presentación y exposición del motivo de la visita.
2. ¿Desde cuándo es cliente de “XYZ”?
3. ¿Qué productos compra habitualmente? / ¿Qué servicios contrata habitualmente?
4. ¿Está satisfecho con:
5. la calidad del producto / servicio.
6. el precio.
7. el plazo de entrega.
8. la atención que recibe.
9. las condiciones en general?
10. ¿Cuál es para Ud. el aspecto más importante de los anteriores? ¿y el menos importante?
11. ¿Tiene alguna queja con respecto a “XYZ”? ¿Cuál?
12. ¿Seguirá su empresa adquiriendo externamente este producto? ¿Seguirá su empresa contratando externamente este tipo de servicios?.
13. ¿Encuentra interesante el servicio/producto? ¿En qué medida piensa que su Empresa recurrirá en el futuro a los servicios de “XYZ” ?
14. ¿Trabaja habitualmente su empresa con otros proveedores que le ofrezcan los mismos productos / servicios? ¿Quiénes?
15. ¿Cómo compara el producto / servicio con el que ofrece la competencia?
16. ¿Cuál es su persona de contacto en “XYZ” y qué opinión le merece?
17. En general ¿tiene una opinión favorable sobre “XYZ”? ¿Por qué?
18. ¿Cree que sería importante conocer algún aspecto de “XYZ” no comentado anteriormente?
19. Agradecimiento.

Si la conclusión al Formulario 2 NO ES FAVORABLE, la gestora informará a los promotores del proyecto de forma personal o telefónica y en su caso, deberá enviar una carta de agradecimiento (*ver Carta Modelo No Continuar Agradecimiento en anexo II*).

Dependiendo de los casos, la gestora deberá devolver toda la documentación recibida relativa al proyecto.

#### **6.6. Evaluación Completa del proyecto. Due diligence interno. Segundo Scoring.**

Para completar la valoración del proyecto y una vez se dispone de los análisis complementarios, se deberá proceder en el due diligence interno como sigue:

- Revisión del scoring.
- Análisis de los principales ratios y señales de alerta (procedentes del formulario 2).
- Análisis de sensibilidad (realizando los ajustes que la sociedad gestora estime necesarios sobre las previsiones realizadas por los promotores del proyecto).
- Valoración del proyecto (*véase apartado 7*).

<b>ANÁLISIS DE RATIOS</b>
---------------------------

El objetivo que perseguimos con el análisis de los ratios que aquí enumeramos es evaluar la información económica y financiera de la empresa analizada y comparar los ratios de una misma empresa a lo largo de un horizonte temporal, lo que nos dará información sobre su evolución y permitirá caracterizarla positiva o negativamente, viendo la disminución o el aumento de los valores de sus ratios en los distintos años.

Siempre que sea posible, deberíamos comparar los ratios de la empresa que analizamos con los ratios de otras empresas del mismo sector.

DEFINICIONES RATIOS DE ACTIVIDAD		
Crecimiento de la cifra de ventas.	$\frac{[(Ventas\ n - Ventas\ n-1)]}{Ventas\ n-1} * 100\%$	
Rotación de los activos.	$Ventas / Total\ Activo$	Interesa que su valor sea lo más elevado posible, ya que significa un buen aprovechamiento de los recursos disponibles. Debe evaluarse su evolución temporal.
Productividad.	$\frac{Beneficio\ Antes\ de\ Intereses\ e\ Impuestos}{Gastos\ Personal}$	Tratamos de medir la productividad de los empleados, definida como la contribución de éstos a la obtención del resultado de explotación. También nos informa de las unidades monetarias obtenidas en la actividad ordinaria por cada unidad monetaria invertida en personal. Para calcular este ratio deberíamos excluir todos los ingresos y gastos extraordinarios.
Crecimiento del Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)	$\frac{[(BAII\ n - BAII\ n-1)]}{BAII\ n-1} * 100\%$	
RATIOS DE RENTABILIDAD		
Rentabilidad económica o Rendimiento Activo	$(BAI / Total\ Activo) * 100$	
Rentabilidad Financiera.	$(BDI / Fondos\ Propios) * 100\%$	
Gastos Financieros.	$\frac{(Gastos\ Financieros / Ventas)}{100\%}$	
RATIOS DE EQUILIBRIO		
Fondo de maniobra o Capital de Trabajo	$Fondos\ Propios + Endeudamiento\ a\ Largo\ Plazo - Total\ Activo\ Fijo\ Neto.$	Se define como la parte del activo circulante financiado con capital permanente. El fondo de maniobra o fondo de rotación constituye la cantidad de activo circulante que en términos medios se encuentra de manera permanente en la empresa. Es decir, es la cantidad de activo circulante que permanece inmovilizado durante el ciclo de explotación para hacer posible el funcionamiento de la actividad ordinaria.

Necesidad de Fondo de Maniobra.	(Gastos a distribuir en varios ejercicios + Existencias + Clientes) - (Ingresos a distribuir en varios ejercicios + Proveedores + Acreedores + Otras deudas corrientes no bancarias)	Es una aproximación a la cantidad de activo circulante que debe estar inmovilizado en la empresa para el ejercicio de la explotación y por tanto financiado por los capitales permanentes.
Tesorería.	Inv. Financieras Temporales + Tesorería - Endeudamiento bancario a CP	
Ratio de Equilibrio.	(Fondos Propios + Endeudamiento a largo plazo) / Activo Fijo Neto	Es una forma diferente de medir el fondo de rotación. Esta vez, a través de un coeficiente, que nos relaciona pasivo y activo fijo. Si el ratio es mayor que uno nos indica un fondo de maniobra positivo y si es menor que uno se refiere a un fondo de maniobra negativo.
<b>RATIOS CINÉTICOS calculados a partir del equilibrio</b>		
Fondo de Maniobra.	(Fondo de Maniobra / Ventas) * 360	Es el número de días que tarda en regenerarse el fondo de maniobra a través de la actividad.
Tesorería.	(Tesorería / Ventas) * 360	Número de días que tarda en recuperarse la tesorería de la empresa
Crédito cliente / Plazo de Cobro Clientes	(Clientes / Ventas) * 360	Este ratio nos indica el número de días que la empresa tarda en recuperar la deuda de clientes.
Crédito proveedor.	(Proveedores / Compras de explotación)*360	Nos indica el número de días de aplazamiento del pago por parte de la empresa a sus proveedores. Su cálculo
Rotación Existencias	(Ventas - Coste Ventas) / Existencias	
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>		
Endeudamiento.	[(Total Pasivo - Fondos Propios) / Total Pasivo] * 100%.	Nos aporta información referente al peso de las deudas a corto y a largo plazo en el total del pasivo.
Fondos Propios Permanentes.	(Fondos Propios / (Fondos Propios + Endeudamiento a largo plazo)) * 100 %	El valor máximo que puede tomar este ratio es 100 %. Los valores pueden oscilar entre 0% y 100% encontrándose el valor ideal en un entorno próximo al 50%. Los resultados de este ratio inferiores al 50% señalan un alto grado de endeudamiento que será mayor cuanto menor sea su valor.
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ.</b>		

Liquidez general	(Gastos a distribuir en varios ejercicios + Activo circulante)	Corresponde al ratio de solvencia o liquidez a <u>medio plazo</u> . La comparación entre la cantidad de riqueza disponible (activo circulante) y las deudas que habrá que atender a corto plazo (pasivo circulante) proporciona una medida de esta liquidez. Dependerá del grado de realización de los elementos del activo y del grado de exigibilidad del pasivo. Si el valor del ratio es mayor que uno, el activo circulante supera el pasivo circulante y normalmente el activo transformado en liquidez será suficiente para atender el pago de las deudas que venzan a corto plazo. Si es menor que uno, el activo circulante es menor que el pasivo circulante y puede haber problemas para pagar las deudas exigibles a corto plazo. Cuanto menor sea significará un valor mayor del endeudamiento a corto plazo
Capacidad potencial de pago obligaciones	(Ingresos a distribuir en varios ejercicios + Pasivo Circulante)	
Liquidez a Corto Plazo	(Activo Circulante Existencias) / Pasivo Circulante	
Liquidez Inmediata Acid Test	(Inversiones Financieras Temporales + Tesorería) / (Acreedores a CP )	Es la capacidad de atender a los pagos a muy corto plazo.
<b>OTROS RATIOS</b>		
Fondo de Maniobra por Empleado	Fondo de Maniobra / Número de Empleados	
Activo Total por Empleado	Total Activo / Número de Empleados	
Profit Margin (%)	Beneficio Antes de Impuestos / (Ventas - Coste Ventas ) * 100	
Coste medio por Empleado	Gastos de Personal / Número de Empleados	

SCORING RATIOS	muy bueno	bueno	neutro / aplicable	nonnegativo	excluyen te	opinión emitida por:
Ver cálculos en .....						
Fecha cumplimentación: dd/mm/aaaa						
<b>RATIOS DE ACTIVIDAD</b>						
Crecimiento de la cifra de ventas.						
Rotación de los activos.						
Productividad.						
Crecimiento del Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAII)						
<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>						
Rentabilidad económica o Rendimiento Activo						
Rentabilidad Financiera.						
Gastos Financieros.						
<b>RATIOS DE EQUILIBRIO</b>						
Fondo de maniobra o Capital de Trabajo						
Necesidad de Fondo de Maniobra.						
Tesorería.						
Ratio de Equilibrio.						
<b>RATIOS CINÉTICOS</b>						
Fondo de Maniobra.						
Tesorería.						
Crédito cliente / Plazo de Cobro Clientes						
Crédito proveedor.						
Rotación Existencias						
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>						
Endeudamiento.						
Fondos Propios / Permanentes.						
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ.</b>						
Liquidez general / Capacidad potencial pago obligaciones						
Liquidez a Corto Plazo						
Liquidez Inmediata – Acid Test						
<b>OTROS RATIOS</b>						
Fondo de Maniobra por Empleado						
Activo Total por Empleado						
Profit Margin (%)						
Coste medio por Empleado						

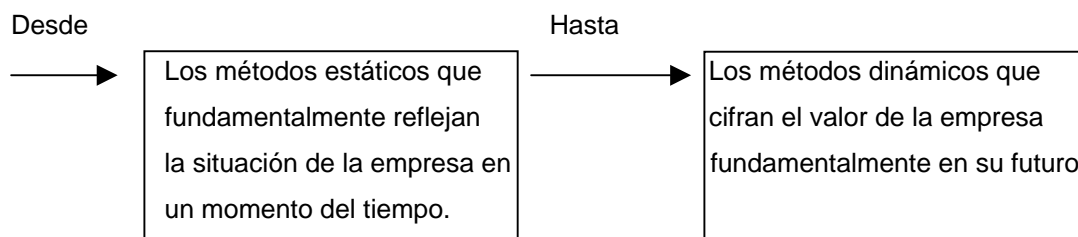


## 6.7. Negociación y Valoración

### Principales Metodologías de Valoración

No todos los métodos de valoración tienen o han tenido la misma vigencia. La evolución de los métodos de valoración ha sido muy grande en los últimos años, al ritmo que han ido surgiendo nuevas visiones de la empresa y los principales elementos que la componen.

La evolución ha sido clara:



Los segundo métodos son los vigentes hoy. Nadie pone en duda que el valor de una empresa o negocio se encuentra en su capacidad de generar beneficios o flujos de tesorería en el futuro.

Podemos definir de forma general la valoración de una empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen su patrimonio, actividad, potencialidad o cualquier otra característica susceptible de ser valorada. La medición de estos elementos no es sencilla, entrañando numerosas dificultades técnicas. Por lo tanto, es importante elegir métodos de valoración fiables. Como es lógico, y al objeto de optimizar la rentabilidad de la inversión, la Sociedad Gestora perseguirá siempre comprar al mejor precio posible.

### Las proyecciones financieras:

*Valorar una empresa no es aplicar una fórmula mecánicamente.*

La correcta estimación de los datos que se aplican en el Descuento de Flujos de Caja (las proyecciones financieras) es muchas veces, más importante que la estricta aplicación de la fórmula.

Las proyecciones financieras son un elemento crítico en la aplicación del descuento de flujos de caja. En la práctica, no siempre se confeccionan con el suficiente rigor.

Las proyecciones financieras del negocio a valorar, compuestas de los balances provisionales, las cuentas de pérdidas y ganancias proyectadas y el estado de flujos de caja previstos, deben ser confeccionadas de forma realista.

#### Valor y precio:

*Aunque con frecuencia se utilizan de forma indistinta, son conceptos diferentes.*

El precio es el resultado de una transacción concreta, en circunstancias concretas. Sobre el precio inciden multitud de factores. Entre ellos están:

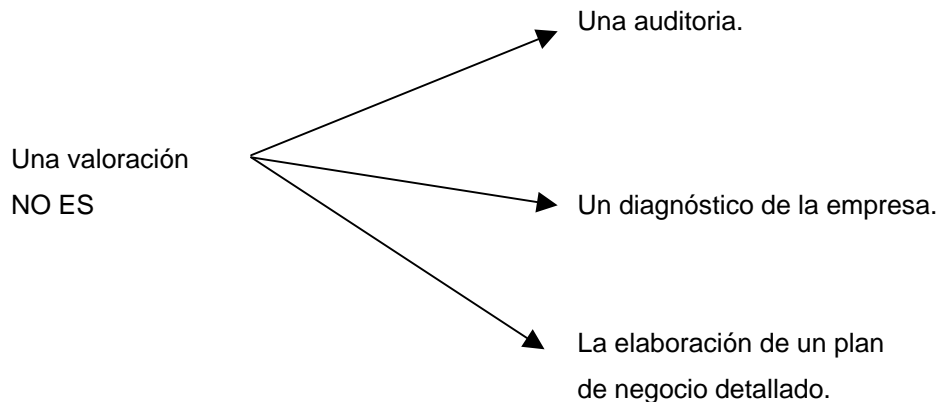
- Relacionados con el comprador:
- Justificación estratégica para la operación.
- Posibles sinergias consecuencia de una integración posterior.
- Urgencia para realizar la operación.
- Relacionados con el vendedor:
- Necesidad de vender.
- Urgencia en realizar la operación.
- Falta de sucesión empresarial.
- Búsqueda de viabilidad futura a un negocio en declive.
- Relacionados con circunstancias exógenas:
- Nuevas regulaciones sectoriales.
- Cambios tecnológicos.
- Modificaciones sustanciales en los tipos de interés.

El valor viene definido fundamentalmente por la aplicación al negocio de determinadas hipótesis, que no necesariamente son las que concurren en la determinación del precio efectivamente pagado.

### Subjetividad en la valoración:

Las dificultades de aplicación de ciertos métodos de valoración, la vulnerabilidad de algunos instrumentos utilizados (proyecciones financieras) y los problemas para entender las diferencias entre precio y valor, producen un cierto escepticismo sobre el resultado de las valoraciones, que pueden llevar a concluir que cualquier resultado es posible al valorar un negocio y que, en el fondo, la valoración es un proceso absolutamente subjetivo.

No obstante dicha subjetividad queda y debe ser minorada en la medida de lo posible, mediante el análisis riguroso de los datos de partida utilizados, el contraste de las hipótesis de futuro con las opiniones de los expertos y la utilización simultánea de más de un método de valoración.



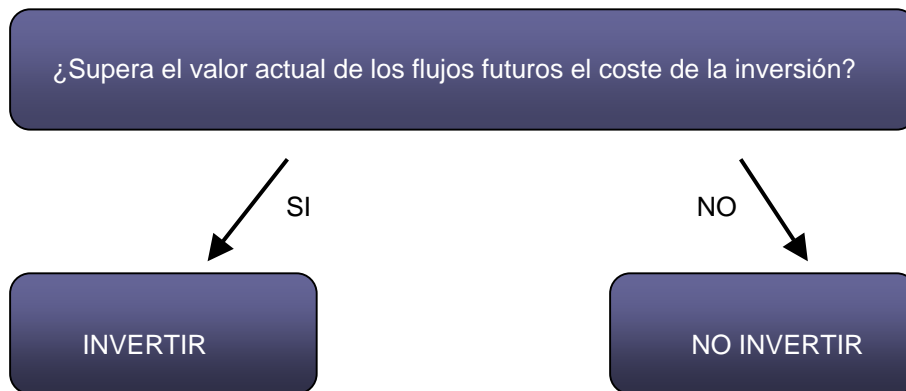
### Conceptos básicos de la teoría financiera y del riesgo:

- Valor Actual Neto (VAN).
- Plazo de Recuperación (Payback).
- Rentabilidad Media de los Activos.
- Tasa Interna de Rentabilidad (TIR).

### Valor Actual Neto:

El criterio general que todo inversor debe tener en cuenta a la hora de acometer una inversión es el de realizarla sólo si el valor actual de las corrientes o flujos monetarios futuros que generará la inversión supera al coste de la misma.

El proceso mental que debe seguir cualquier inversor antes de realizar una inversión es el siguiente:



Hemos introducido el concepto de valor actual de los flujos monetarios o de caja sin entrar en los pormenores de su cálculo.

Para poder entender el funcionamiento de la actualización de flujos que se producirán en el futuro, es preciso tener algunas ideas claras respecto a:

#### 1. Valor del dinero en el tiempo.

Se trata del principio básico de las finanzas:

*Un Dólar hoy vale más que un Dólar en el futuro.*

En definitiva, para obtener el valor presente de un flujo de caja de dentro de un año hay que multiplicar el flujo futuro por un factor de descuento que, lógicamente, ha de ser menor que la unidad.

VA (Año 0) = factor de descuento x Flujo Año 1

Cuando multiplicamos un flujo por el factor de descuento, decimos que estamos descontando el flujo a una tasa igual a  $r$ .

## 2. Tasa de descuento.

Para calcular el Valor Actual, hay que descontar los flujos futuros a una tasa igual a la rentabilidad que ofrezcan otras alternativas, a las que llamamos tasa de descuento o coste de oportunidad del capital.

## 3. Valor Actual Neto.

El Valor Actual Neto (VAN) es el resultado de restar al valor actual (VA) la Inversión Necesaria ( $C_0$ ) para poder obtener la corriente monetaria futura ( $C_1$ ).

$$\text{VAN} = \text{VA} - \text{INVERSIÓN}$$

## 4. Riesgo.

Todas las inversiones suelen conllevar cierta dosis de riesgo. A mayor riesgo, el VAN de la inversión debe ser menor.

El dinero sin riesgo es preferible al dinero con riesgo y por eso se demanda una mayor rentabilidad para el segundo.

Una vez definido el VAN y la tasa de descuento a aplicar, dos criterios equivalentes que deben ser tenidos en cuenta a la hora de realizar una inversión son:

Se aceptará una inversión sólo si su VAN es mayor que cero.

Se aceptarán inversiones con tasas de retorno o rentabilidad superior al coste de oportunidad del capital, es decir, superiores a la tasa de retorno de invertir en otros instrumentos con el mismo nivel de riesgo que nuestra inversión.

### **Plazo de recuperación:**

El payback consiste en el número de períodos que se tarda en recuperar la inversión inicial. Algunos inversores requieren que su inversión sea recuperada en un plazo concreto, por lo que deciden sus inversiones en base al criterio del payback.

### **Rentabilidad media de los activos:**

Algunas empresas juzgan los proyectos de inversión por la rentabilidad media de sus activos.

Para calcular esta rentabilidad hay que dividir los resultados medios proyectados del proyecto de inversión, después de amortizaciones e impuestos, por el valor medio en libros de la inversión.

El ratio resultante se compara con la rentabilidad de los activos de la empresa, o con ratios externos como la rentabilidad media de los activos de la industria o del sector.

### Tasa Interna de Rentabilidad:

Un criterio óptimo para invertir es decantarse por los proyectos cuya rentabilidad sea mayor al coste de oportunidad del capital. La rentabilidad que ofrece un proyecto de inversión es igual a la tasa que deja igual a cero el Valor Actual Neto (VAN).

Así por ejemplo, imaginemos que realizamos una inversión de 1000\$ en el año 0 y que los flujos que genera son: 250\$ (año 1), 500\$ (año 2), 1000\$ (año 3), 1500\$ (año 4), 2000\$ (año 5). El esquema que sigue dicho proyecto es:

$$-1000 = \frac{250}{(1+TIR)} + \frac{500}{(1+TIR)^2} + \frac{1000}{(1+TIR)^3} + \frac{1500}{(1+TIR)^4} + \frac{2000}{(1+TIR)^5}$$

Despejando la TIR de la ecuación obtenemos: TIR = 61%.

El proyecto de inversión se comportará en base a uno de los siguientes casos:

Coste de oportunidad del capital menor que la tasa interna de rentabilidad → Se debe invertir en el proyecto.

Coste de oportunidad del capital igual a la tasa interna de rentabilidad → Es indiferente invertir o no invertir.

Coste de oportunidad del capital mayor que la tasa interna de rentabilidad → El proyecto no debe realizarse.

Principales métodos de valoración de empresas:

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

<i>Balance</i>	<i>Cuenta de Resultados</i>	<i>Mixtos (Goodwill)</i>	<i>Descuento de flujos</i>	<i>Creación de valor</i>	<i>Opciones</i>
Valor contable	Múltiplos	Clásico	Free Cash Flow	EVA	Black & Scholes
Valor contable ajustado	PER	Unión de expertos	Cash Flow Acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	contables UE	Dividendos	Cash Value Added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	P/EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash Flow	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

De estos métodos nos centraremos en los basados en el balance y en el descuento de flujos de caja libres (Free Cash Flow), dado que esta última metodología ha cobrado una importancia creciente en los últimos años.

Impulsada fundamentalmente desde EEUU, el descuento de flujos de caja se ha convertido en el referente fundamental en la práctica entre empresarios, inversores financieros y profesionales independientes.

La importancia del descuento de flujos de caja es la concepción que subyace a dicho método: *La primacía del flujo de caja o tesorería sobre el beneficio contable, el valor presente de los flujos de caja como medida de valor o el coste de capital como referencia de rentabilidad.*

## 1. MÉTODOS BASADOS EN EL BALANCE (SIMPLES ESTÁTICOS).

Su estudio se basa en el *presente del negocio*.

No sería correcto decir que el valor obtenido por estos métodos supone el valor global de la empresa, ya que éstos métodos contemplan únicamente la situación pasada y presente de la empresa, sin tener en cuenta consideraciones futuras de la misma. Se basan en el patrimonio contable de la empresa, es decir, los activos a su coste de adquisición y los pasivos a un valor de reembolso, con posteriores actualizaciones de los activos.

### 1.1. Método del valor contable.

También llamado “valor en libros” ó “patrimonio neto de la empresa”.

Corresponde al valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas), es decir el excedente del total de bienes y derechos sobre el total de deudas con terceros.



$Ve = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Exigible}$

Los estados financieros ofrecen una imagen estática de la empresa. Desde el punto de vista de valoración, la aplicación de los Principios contables Generalmente Aceptados puede llevar a distorsionar en cierto modo la información.

### 1.2. Método del Activo Neto Real o valor contable ajustado.

También se le llama “valor patrimonial” ajustado y revalorizado. Corresponde a la idea del valor del patrimonio en un instante dado y se obtiene por diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas. Es, por tanto, la parte del patrimonio que corresponde a los accionistas.

Este método trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración.

$\text{Activo Neto Real} = \text{Activo Contable} - \text{Pasivo Exigible Contable}$   
+/- Plusvalías/Minusvalías de revalorización =  
 $\text{Activo Real} - \text{Pasivo Exigible Real}$

### 1.3. Método del Valor Sustancial.

El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma que estén financiados.

La principal diferencia con el valor contable es que en este método no se están considerando los bienes no utilizados en la explotación, ni se tiene en cuenta la estructura financiera de la empresa.

Este método es solamente un punto de partida.

#### 1.4. Método del Valor de Liquidación.

Se está hablando de la presunción de no continuidad de la empresa.

El valor de liquidación es aquél que resultaría de liquidar inmediatamente una empresa por partes (valores actuales de los activos, valores de liquidación de los activos, posibles quitas en los pasivos, indemnizaciones, etc.).

#### 2. MÉTODOS DE DESCUENTO DE FLUJOS O SIMPLES DINÁMICOS.

Valoran la empresa de acuerdo con las expectativas futuras de la misma.

El valor de un negocio se basará en la cuantificación de la estimación de los flujos futuros de rentabilidad que la empresa sea capaz de generar.

Estos métodos consideran la empresa como un proyecto de inversión, siendo por tanto, el resultante de la actualización de los rendimientos futuros que se esperan obtener.

Los métodos dinámicos se basan en la búsqueda del valor de una compañía a través de la estimación de los Flujos de Fondos Futuros que sean capaces de generar. Se diferencian en la variable que se considere que mejor representa el rendimiento de la empresa, ya sean éstos beneficios, dividendos o flujos de caja. Todos estos flujos de caja han de ser, posteriormente, descontados a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión. Es decir, consideran el valor de una compañía como el valor actualizado de los flujos de caja disponibles para remunerar los capitales propios y ajenos.

## **Parámetros comunes de los métodos dinámicos:**

### Flujo de Fondos.

Es el conjunto de flujos de fondos generados disponibles para remunerar a los accionistas o prestamistas, una vez que se han realizado las inversiones necesarias, ya sean éstas en inmovilizado operativo o en capital circulante no financiero.

### Tasa de actualización.

Los flujos de fondos futuros han de ser transformados a valores actuales. Para ello se les aplica la tasa de actualización, que tiene en cuenta tanto la inflación como el riesgo. Para calcularla se ha de conocer: el coste de la deuda externa, el coste de los recursos propios, porcentaje de financiación externo de la empresa y porcentaje de financiación propio de la empresa.

### Horizonte temporal de la valoración.

Depende de la duración esperada del negocio. Si es limitada, deberá abarcar toda la vida útil del negocio. Si por el contrario, es ilimitada, se deberá dividir en dos períodos:

1º Aquí se desarrollarán las *proyecciones*. En la práctica suele oscilar entre cinco y 10 años.

2º Comienza donde termina el anterior. Con él se obtiene la estimación del *valor residual del negocio*.

### Valor residual.

Es el valor atribuible al negocio a partir del período específicamente proyectado. Suele estimarse como una renta perpetua.

### Descuento de flujos de caja libres (FREE CASH FLOW).

Los flujos de caja libres son los *flujos de fondos operativos*, es decir los generados por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera y después de impuestos.

Podría decirse que se trata de un método que mide la tesorería que queda disponible en la compañía después de haber hecho frente a la reinversión de activos necesaria (inmovilizado operativo y capital circulante no financiero) y a las necesidades operativas de fondos, suponiendo que no hay cargas financieras.

Para determinar los flujos de fondos libres futuros, será necesario realizar una previsión del dinero que obtendremos y deberemos pagar en cada período. Una buena comprensión del rendimiento pasado de la empresa provee una perspectiva esencial en vistas al desarrollo de una buena predicción de rendimientos futuros.

Algunas indicaciones generales aconsejables a la hora de desarrollar los escenarios, serían las siguientes:

Es conveniente partir de la predicción de los balances y las cuentas de resultados con el fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre las ventas.

Es preferible diseñar varios escenarios con diferentes variables estratégicas relativas a la empresa y su entorno.

Las provisiones deben llevar a un análisis minucioso sobre las capacidades internas de la empresa.

Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada.

*El método que posiblemente nos acerca más al valor razonable de una empresa, es el que se basa en la actualización, a una tasa de descuento, de la proyección de Cash Flows Libres, estimando el riesgo o la probabilidad de que dichas proyecciones se cumplan.*

*Es una técnica de valoración teórica que valora una compañía como la suma de los FCF (Cash Flows Libres sin apalancar) previstos durante un periodo de tiempo concreto (alrededor de 5 años) y el valor residual al final del periodo.*

Los flujos de caja libres son el flujo de fondos operativos, es decir, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos.

Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda y que, por tanto no hay cargas financieras.

Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibirá la empresa y que deberá pagar en cada uno de los periodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. La contabilidad no nos provee directamente de dichos datos, ya que utiliza el criterio del devengo y no el criterio financiero.

La obtención del Cash Flow Libre supone prescindir de la financiación de las operaciones, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha, teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio.

Para calcular el valor de la empresa mediante este método, se realiza el descuento (la actualización de los cash flow libres) utilizando el coste promedio ponderado de la deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC).

### Determinación del Flujo de Caja Libre:

Ventas
- Coste de Ventas
<hr/>
= Beneficio Bruto
- Gastos de Ventas
- Otros gastos
+ Otros Ingresos
<hr/>
= Beneficio antes de impuestos
- Impuestos
<hr/>
= Beneficio después de impuestos, antes intereses
+ Gastos de amortización * (1-t)
<hr/>
= Flujo de Caja Bruto
- Variación de las necesidades operativas de fondos
- Inversión en activos fijos
<hr/>
= FLUJO DE CAJA LIBRE (FCF)

t: tipo impositivo aplicable a la empresa

El valor final de los flujos de caja libres para cada periodo ha de ser actualizado utilizando como tasa de descuento, el coste ponderado de los recursos (WACC).

Este coste ponderado de los recursos es la combinación del coste de los fondos propios y de los fondos ajenos, ponderados por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.

Una forma, simplificada, de calcular la WACC es:

Coste de capital ( $r_e$ ) = Tasa libre de riesgo a Largo Plazo (bono del estado a 5 años) + Tasa de riesgo

Para el cálculo de la tasa de riesgo se deberá tener en cuenta la inflación, la falta de liquidez, la posición mayoritaria o minoritaria en la empresa y la prima de riesgo (que variará en función de los años de existencia y el tamaño de la sociedad, el sector en el que opere,...).

Coste del endeudamiento ( $r_d$ ) = Coste Préstamos a L/P x (1-Tasa Impositiva)

WACC = Coste del capital x % Fondos Propios + Coste del Endeudamiento x % Endeudamiento a L/P de la compañía

$$WACC = r_d \frac{D}{(D+E)} + r_e \frac{E}{(D+E)}$$

Otro elemento a tener en cuenta es el valor residual de la compañía, normalmente después del año 5. Se calcula actualizando los cash flows libres posteriores y aplicando el *Gordon Growth Model*. Para aplicar este método, debemos estimar la tasa perpetua de crecimiento y tomar este valor para nuestra valoración.

El Gordon Growth Model es un modelo matemático que estima el valor de los cash flows libres posteriores al año 5.

Dicho valor se calcula aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{VALOR RESIDUAL (Vn)} = \frac{\text{FCF}_5 \times (1+g)}{(TR-g)}$$

Siendo  $g$  la tasa de crecimiento perpetuo y  $TR$  la tasa de retorno aplicada en la valoración (WACC).

En resumen, el valor de la empresa estaría compuesto de:

$FCF_1$	$+$	$FCF_2$	$+$	$FCF_3$	$+$	$FCF_4$	$+$	$FCF_5$	$+$	$[FCF_5 \times (1+g)] / (TR-g)$
$(1+TR)$		$(1+TR)^2$		$(1+TR)^3$		$(1+TR)^4$		$(1+TR)^5$		$(1+TR)^5$
<p><math>FCF_1</math> y siguientes: Cash Flow Libre año 1 y siguientes</p> <p>TR: Tasa de Retorno o tasa de descuento (WACC)</p> <p>G: Tasa de crecimiento Perpetuo</p>										

Las proyecciones financieras que utilizan las sociedades de capital riesgo para los proyectos de inversión, en general, contienen ya la ampliación de capital que se requiere. En estos casos se habla de valoración post-money. La tasa de descuento (WACC) para dichos proyectos reflejará la estructura del pasivo una vez realizada la ampliación de capital.

A partir del valor de la empresa, la sociedad de capital riesgo es capaz de estimar la participación que obtendrá aplicando la siguiente fórmula:

$$\% \text{ de participación} = \text{Importe de la ampliación de capital} / \text{Valoración post-money}$$

En los casos en que las proyecciones no recogen la ampliación de capital, es decir, cuando los flujos que se descuentan son los que es capaz de generar la empresa sin la inyección de capital por parte de la sociedad de capital riesgo, hablamos de valoración pre-money.



### Ventajas e Inconvenientes de los Métodos de Descuento de Flujos:

Ventajas	Inconvenientes
<ul style="list-style-type: none"><li>• Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuenta las inversiones financieras.</li><li>• Incorpora el riesgo, tanto el operativo como el financiero.</li><li>• Toma en consideración el dinero corriente y constante.</li><li>• Evita la falta de homogeneidad de la información contable.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Incertidumbre que genera todo establecimiento de hipótesis.</li><li>• Estimación de los ingresos futuros.</li><li>• Determinación del coste de los recursos.</li><li>• Cálculo del valor residual.</li></ul>

### ALGUNAS CONCLUSIONES

- No existe ningún método que ofrezca fielmente el valor exacto de una empresa. Por ello, habitualmente, se utiliza más de un método a la hora de evaluar.
- Cada método ofrece un valor global diferente, lo que hace reflexionar sobre el grado de confianza que ofrece cada uno y los criterios que intervienen en la elección del mismo, sin olvidar la importancia de la apreciación subjetiva del valorador.
- En la práctica, el método más fiable y el más utilizado, es el del descuento de flujos de caja libres.
- Ha de tenerse en cuenta que cada caso de valoración tendrá unas características y se desarrollará en una situación específica, por lo que habrá que plantearse en cada momento cuál es el método de valoración que mejor se adapta.

A continuación se presentan dos ejemplos de valoración, el primero correspondiente a una empresa en fase de expansión y el segundo a una empresa en fase de arranque.

### **Ejemplo 1 - VALORACIÓN DE COMPAÑÍA EN FASE DE DESARROLLO**

#### **A. La Sociedad.**

ABC, sociedad constituida en 1994, centra su actividad, fundamentalmente, en el apoyo a la industria farmacéutica y de la química fina en la implantación y cumplimiento de la normativa que hace referencia a la correcta fabricación de medicamentos para uso humano (GMP's, QA,...)<sup>7</sup>.

A diferencia de lo que ocurre con las normas de calidad ISO 9000, cuyo objetivo es garantizar la reproducibilidad de los procesos y consecuentemente del producto final, el entorno de normas sobre correcta fabricación de medicamentos para uso humano pretende garantizar que los procesos de desarrollo, formulación, ensayos clínicos, fabricación y distribución de medicamentos son adecuados y no se producen efectos o productos no deseados.

En 1998, el Consejero Delegado decidió potenciar la sociedad contratando al actual Director Comercial y dando entrada en el accionariado de la sociedad al Grupo XYZ (50%), que se constituyó en el socio tecnológico de referencia necesario para asegurar el crecimiento futuro de la sociedad. En la actualidad ABC cuenta con oficinas en Santiago de Chile, Buenos Aires, Lyon y Bruselas, constituyendo el mayor y más antiguo grupo de asesoría farmacéutica de Venezuela en el campo de GMP's y validación de sistemas, infraestructuras, servicios y equipos.

La favorable evolución de las operaciones de ABC en los últimos años ha provocado que la dirección de la sociedad junto con sus accionistas haya elaborado un

Plan de Negocios para los próximos años cuyo objetivo sería la internacionalización de ABC, aprovechando el crecimiento del mercado, para posicionarse como una sociedad de referencia del sector en Latino América. El objetivo de ABC es desarrollar un enfoque global de su negocio y al mismo tiempo dar soluciones locales o regionales a la industria.

A continuación se muestra la evolución que ha tenido la sociedad en los últimos años:

#### **Operaciones 1998-2002:**

*En miles Dólares*

	1998	1999	2000(* )	2001(* )	2002(* )
Ventas	931	1.576	1.896	2.734	3.320
Gastos de Explotación	(901)	(1.332)	(1.621)	(2.363)	(2.900)
Beneficio operativo	30	243	275	260	320
Beneficio antes impuestos	26	229	267	113	208

<sup>7</sup> Good Manufacturer Procedures (GMP's), Quality Assurance (QA).

*% s/ventas*

	1998	1999	2000(*)	2001(*)	2002(*)
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Gastos de Explotación	-97%	-85%	-85,5%	-86%	-87%
Beneficio operativo	3,2%	15,4%	14,5%	9%	10%
Beneficio antes impuestos	2,8%	14,5%	14,1%	4%	6%

(\*) Las cifras correspondientes a los ejercicios 2000 a 2002 incluyen las de ABC Argentina, que comenzó su actividad en el 2000. Los datos correspondientes a 2002 son estimados.

El mercado chileno de Validación sigue creciendo y no existen síntomas que hagan predecir una ralentización en los crecimientos registrados en los últimos años, sino al contrario se aprecia un incremento en la demanda de servicios, tanto por parte de clientes nuevos como los actuales.

Una gran parte del crecimiento futuro de la sociedad vendrá por la generalización del uso de sus servicios y más concretamente en las áreas de Validación y "Compliance", Formación e Informática. El cliente cada vez más adquiere conciencia de que ABC le puede ayudar a solucionar sus problemas. Asimismo, cada vez más los trabajos de ABC son de carácter periódico y recurrente.

El mercado seguirá desarrollándose presionado por la normativa cada vez más restrictiva y la mayor presión inspectora que sobre la industria efectúan los organismos reguladores.

Proyección internacional de la sociedad para dar soluciones globales a la industria: La sociedad cuenta

en la actualidad con oficinas en Santiago de Chile y Argentina.

El crecimiento de las ventas, que se producirá en las actividades emergentes de mayor valor añadido, es decir: Validación, Formación y sistemas Informáticos, permitirá una mayor absorción de gastos que irá acompañada de una mejora de la productividad.

*Cash Flow Proyectado 2003 a 2007 (ajustado por la soc. gestora):*

*Miles de Dólares*

	2003	2004	2005	2006	2007
Cash Flow Bruto	601	1.095	1.734	1.950	2.145
Inversiones en Activo Fijo	(200)	(180)	(180)	(180)	(180)
Necesidad Operativas Fondos	(1.218)	(668)	(839)	(507)	(516)
Cash Flow Libre	(817)	247	716	1.263	1.449

En los últimos tres años las ventas han crecido a una tasa anual media del 30%, habiendo experimentado en el ejercicio 2001 una tasa anual de crecimiento del 44%. Este crecimiento ha sido consecuencia de la potenciación de la sociedad con la incorporación del actual Director Comercial y la entrada en el capital social de ABC del Grupo XYZ como socio tecnológico, todo ello acompañado del desarrollo del mercado como consecuencia de una mayor presión y control sobre la industria a nivel mundial por parte de los organismos reguladores.

El Beneficio operativo como porcentaje de las ventas en el ejercicio 2001 se ha situado entorno al 9%, debido fundamentalmente a que el crecimiento experimentado por ABC en el ejercicio 2001 ha obligado a la sociedad a incurrir en determinados

gastos, fundamentalmente relacionados con formación y contratación de personal, que no han podido ser recuperados por las ventas. De no haberse producido estos gastos el beneficio operativo del ejercicio 2001 se hubiera situado entorno al 15% de las ventas.

**Estructura Financiera 1998-2002:**

*Miles de Dólares*

	1998	1999	2000	2001	2002*
Activo Circulante	526	928	1.030	1.238	1.292
Inmovilizado	135	168	261	423	549
Total Activos	661	1.096	1.291	1.661	1.841
Exigible Corto plazo	451	729	660	1.046	1.305
Exigible Largo plazo	19	13	96	81	81
Fondos Propios	191	354	534	534	634
Total Pasivos	661	1.096	1.290	1.661	1.841

\* Las cifras correspondientes a 2002 son estimadas.

La sociedad presenta una estructura financiera equilibrada con un volumen de endeudamiento bajo. A continuación se presenta un resumen de las cifras proyectadas para los ejercicios 2003 a 2007, contempladas en el Plan de Negocios preparado por la sociedad una vez ajustadas por la sociedad gestora:

**Operaciones Proyectadas 2003-2007:**

*En Miles de Dólares*

	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	4.232	6.041	8.391	9.952	11.538
Gastos de Explotación	3.412	4.458	5.823	7.051	8.338
Beneficio operativo	639	1.396	2.381	2.714	3.014
Beneficio antes impuestos	624	1.393	2.379	2.714	3.014

*% s/ventas*

	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%
Gastos de Explotación	80,6%	73,8%	69,4%	70,8%	72,3%
Beneficio operativo	15,1%	23,1%	28,4%	27,3%	26,1%
Beneficio antes impuestos	14,7%	23,1%	28,3%	27,3%	26,1%

Para los próximos años la sociedad tiene previsto que sus ventas crezcan a una tasa anual media del 36%, frente al 30% de la etapa 1998-2002 (los ajustes de la gestora proyectan una tasa de crecimiento media del 30% para los próximos 5 años).

**Estructura Financiera Proyectada 2003 a 2007:**

*En Miles de Dólares*

	2003	2004	2005	2006	2007
Activo Circulante	1.539	2.298	4.062	6.276	8.737
Inmovilizado	1.456	1.335	1.329	1.323	1.316
Total Activos	2.995	3.634	5.390	7.598	10.053
Exigible Corto plazo	595	525	509	535	560
Exigible Largo plazo	360	30	0	0	0
Fondos Propios	2.040	3.078	4.882	7.063	9.493
Total Pasivos	2.995	3.634	5.390	7.598	10.053

A partir de los datos de que disponemos, podemos elaborar una valoración de la sociedad ABC aplicando el método del descuento de flujos de caja libres:

	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e
Cash Flow Libre	-817	247	716	1.263	1.449

Porcentaje de Fondos Propios: E/(D+E)	15%
Porcentaje de Endeudamiento: D/(D+E)	85%
Tasa impositiva aplicable	35%

**B. Planteamiento y valoración.**

Según se pone de manifiesto en el Plan de Negocios en los próximos tres años la sociedad deberá llevar a cabo inversiones por un total de 1,5 millón de Dólares, aproximadamente.

Los actuales accionistas han decidido que la financiación del crecimiento futuro de la sociedad se efectúe mediante recursos propios, ya que la capacidad de endeudamiento de la sociedad es muy limitada y cualquier desviación podría poner a la sociedad en una difícil y delicada situación financiera. Adicionalmente, los actuales accionistas creen que existen oportunidades para adquirir compañías pequeñas o medianas centroamericanas, con lo que el plan de internacionalización podría acelerarse y consecuentemente las necesidades de fondos ser mayores. Por todo lo anterior los actuales accionistas han decidido dar entrada a un socio financiero que aporte la financiación necesaria.

El análisis de sensibilidades aplicando diferentes primas de riesgo (y por tanto diferentes WACCs) y variando la tasa de crecimiento perpetuo, es decir, afectando el valor residual de la empresa, nos daría:

*Datos en millones de Dólares*

WACC	Crecimiento a perpetuidad				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
19%	4.449	4.557	4.672	4.793	4.922
20%	4.098	4.192	4.292	4.397	4.508
21%	3.785	3.867	3.954	4.045	4.141
22%	3.503	3.576	3.652	3.731	3.815
23%	3.250	3.314	3.380	3.451	3.524
24%	3.020	3.077	3.136	3.198	3.263
25%	2.811	2.862	2.914	2.969	3.027
26%	2.621	2.666	2.713	2.762	2.813
27%	2.447	2.487	2.529	2.573	2.618
28%	2.287	2.324	2.361	2.401	2.441
29%	2.141	2.173	2.207	2.243	2.279

Así pues, dado que la aportación necesaria asciende a 1,5 millones de Dólares, el porcentaje de participación que obtendría la sociedad de capital riesgo sería:

WACC	Crecimiento a perpetuidad				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
19%	33,72%	32,92%	32,11%	31,30%	30,48%
20%	36,60%	35,78%	34,95%	34,11%	33,27%
21%	39,63%	38,79%	37,94%	37,08%	36,22%
22%	42,82%	41,95%	41,07%	40,20%	39,32%
23%	46,15%	45,26%	44,38%	43,47%	42,57%
24%	49,67%	48,75%	47,83%	46,90%	45,97%
25%	53,36%	52,41%	51,48%	50,52%	49,55%
26%	57,23%	56,26%	55,29%	54,31%	53,32%
27%	61,30%	60,31%	59,31%	58,30%	57,30%
28%	65,59%	64,54%	63,53%	62,47%	61,45%
29%	70,06%	69,03%	67,97%	66,87%	65,82%

De esta forma obtendríamos las siguientes valoraciones, a partir de las cuales empezariamos el proceso negociador:

WACC	Crecimiento a perpetuidad				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
19%	2.669	2.734	2.803	2.876	2.953
20%	2.459	2.515	2.575	2.638	2.705
21%	2.271	2.320	2.372	2.427	2.485
22%	2.102	2.146	2.191	2.239	2.289
23%	1.950	1.988	2.028	2.071	2.114
24%	1.812	1.846	1.882	1.919	1.958
25%	1.687	1.717	1.748	1.781	1.816
26%	1.573	1.600	1.628	1.657	1.688
27%	1.468	1.492	1.517	1.544	1.571
28%	1.372	1.394	1.417	1.441	1.465
29%	1.285	1.304	1.324	1.346	1.367

En estas tablas resaltamos las valoraciones que podrían ser las más adecuadas para esta empresa son aplicando una tasa de descuento entre el 22 y el 24%, que parece razonable para una empresa con cierta historia. Aún así, dado que las estimaciones de la compañía nos parecían exageradas, podríamos reducir el valor que obtenemos en un 20% por la iliquidez y en otro 20% por el hecho de tener minoría del capital. Los porcentajes a aplicar pueden oscilar entre el 0 y el 20% en ambos casos. Dependerá del criterio de los gestores del fondo que aplicarán el porcentaje de reducción que estimen adecuado. En este caso, nosotros hemos optado por aplicar los máximos.

## **Ejemplo 2: VALORACIÓN DE UNA COMPAÑÍA EN FASE DE ARRANQUE**

### **A. La Sociedad.**

La sociedad DEN centra su actividad en los tratamientos de estética de la sonrisa, principalmente blanqueo de los dientes. La sociedad se constituye en CIUDAD A en Octubre del 2001, como sociedad limitada. Esta sociedad se crea a partir de la experiencia, tanto clínica como académica de los socios fundadores de la Empresa, tres médicos estomatólogos, dos de los cuales combinan actividades como profesores universitarios con prácticas en clínicas privadas. Los tres socios fundadores son accionistas de la Sociedad a partes iguales, controlando cada uno el 33% de la misma.

A finales del año 2001, DEN abrió su primer centro en CIUDAD A, en la calle XXXXX, en pleno centro de la ciudad. Es un centro a pie de calle que ofrece una imagen del servicio muy moderna e innovadora. Su página web facilita una excelente descripción gráfica de éste primer centro, así como de los tratamientos que ofrece de estética de la sonrisa, principalmente blanqueamiento de los dientes y otros tratamientos colaterales relacionados siempre con la estética de la parte frontal de los dientes, como son carriles de porcelana, ortodoncia parte frontal, etc... Posicionándose en un precio de 200\$ por tratamiento, DEN puede conseguir una buena penetración en el mercado. El coste de los tratamientos tradicionales oscila entre los 600\$ y 1.000\$ por tratamiento. De hecho DEN abrió sus puertas en octubre del 2001 con un precio por tratamiento de 475\$, al bajarlo a los 200\$ actuales por tratamiento, el incremento de clientes fue espectacular. El margen por tratamiento es del 90%. Actualmente tienen una media de 8 clientes día (tratamientos, que suponen una ocupación

media del centro del 50%, teniendo en cuenta que la capacidad máxima del centro son 16 clientes al día. Hay que considerar que estos tratamientos se han conseguido exclusivamente abriendo las puertas del centro, sin esfuerzo de marketing, y con la dedicación inicial de los socios a tiempo parcial.

Los tres promotores del proyecto han desarrollado un sistema propio de blanqueamiento dental por láser. Se diferencia de otros procesos por láser en que no es un tratamiento puntual (diente por diente), sino que abarca ambas arcadas bucales a la vez. Este sistema exclusivo usado con una base de peróxido de carbamida de alta concentración facilita y acorta el tiempo de trabajo. Adicionalmente, esta máquina láser desarrollada conjuntamente con la Universidad de CIUDAD tiene un coste de construcción muy bajo (8.000 \$) dando tan buenos resultados como otros sistemas más caros. La máquina está en proceso de ser patentada por el fabricante y DEN tiene una licencia de uso en exclusiva.

#### Proceso del método de blanqueo de DEN [Sistema de Arquitectura dental]:

Examen odontológico: antes de iniciar el tratamiento, un dentista DEN realizará un minucioso examen odontológico para apreciar el tipo de manchas u oscurecimiento del esmalte de los dientes, así como para determinar si existe algún tipo de problema de encías, caries, cuellos cubiertos, etc... para aplicar el tratamiento adecuado previo al blanqueamiento de los dientes

Posteriormente con la ayuda de cámaras intraorales y un software de simulación de blanqueamiento dental un ordenador, realizará un análisis de la sonrisa. Se valora: el color y la forma de sus dientes, su textura y sus necesidades

estéticas. Con toda esta información le darán un diagnóstico certero sobre sus necesidades estéticas y el pronóstico.

Tras un pulido de los dientes para quitarles las manchas superficiales, aplicamos el gel blanqueador DEN durante 30 minutos activado con el exclusivo láser con efecto amplificador, que actúa sobre todos los dientes a la vez, acelerando el proceso. En poco rato los dientes aparecen ostensiblemente más blancos.

Se le entregan unas cubetas individuales con la forma de su boca y el gel DEN que utilizará en su casa durante algunos días. Fin del tratamiento.

Esta tecnología propia de DEN incorpora dos importantes ventajas:

El tratamiento se realiza en una sola aplicación para todos los dientes y no como hasta el momento diente por diente. Así la duración del tratamiento se reduce hasta media hora por cliente.

La aplicación la puede hacer cualquier dentista recién graduado en vez de un especialista muy cualificado, eliminando así un factor importante de coste.

#### **B. Mercado y competencia:**

Existe un claro incremento en los últimos años en PAÍS ABCDE en los cuidados dentales, tanto desde un punto de vista higiénico, como estético. Los datos del mercado estadounidense, así como el rápido desarrollo de centros médicos- estéticos, como por ejemplo la CDER, indican un potencial de mercado muy importante.

En EEUU la compañía Brite Smile es el máximo exponente del sector de blanqueo dental con láser desde su constitución en 1999. Brite Smile posee centros propios y una asociación de odontólogos

que utilizan el tratamiento BriteSmile en EEUU y en algunos centros fuera de sus fronteras. Realizó 151.516 tratamientos en el año 2001 y posee una cuota de mercado del 33% del sector de blanqueamiento con láser. Con estos datos se supone que se realizan 500.000 tratamientos en todo Estados Unidos al año. Considerando el crecimiento esperado del 24% indicado por Brite Smile, el número total de tratamientos para el 2002 ascendería a 620.000. Con un factor de 6,25 (población EEUU vs. Población PAÍS ABCDE) se puede estimar un total de 100.000 tratamientos por año en PAÍS ABCDE.

Brite Smile ha experimentado desde su creación crecimientos continuados de tres dígitos. En el año 2001 realizó 151.516 tratamientos ( un 90% realizados en EEUU) que representan 140% más que en el año 2000.

#### **MERCADO EN PAÍS ABCDE:**

Basándose en datos de EEUU y en su propia experiencia profesional, los fundadores de DEN estiman que entre el 5% y el 15% de la población son potenciales clientes de un tratamiento de blanqueo dental en grandes ciudades y un 2% en el resto de áreas, con una frecuencia de un tratamiento cada 1 a 3 años. Así el mercado en PAÍS ABCDE oscilaría entre 150.000 y 450.000 clientes potenciales.

#### Competencia:

Existen diversos métodos para el blanqueo dental utilizados por la competencia:

El más común de todos los sistemas es la utilización de cubetas con gel blanqueador. Este sistema requiere la aplicación durante varias horas al día a lo largo de varias semanas. Las personas deben cargar con las cubetas y los geles. Este sistema a pesar de que funciona no es práctico ni



eficiente dada la baja concentración de agentes blanqueadores. No es un tratamiento definitivo. (Colgate-Palmolive)

El blanqueamiento por láser. Este es el sistema más adecuado y convenientes pues solo requiere una sesión de aproximadamente una hora y los resultados son inmediatos y con garantía de satisfacción del cliente. Es un sistema no invasor que limpia y no altera o es abrasivo con el esmalte dental. Sobre los dientes se aplica un gel limpiador que se activa mediante energía láser o luz UV, de ahí la denominación del sistema. Este método de blanqueamiento por láser hasta la fecha es muy caro y solo se realiza en centros dentales especializados. (BriteSmile)

El sistema de blanqueamiento en una hora solo lo ofrece DEN. Otras Empresas que ofrecen los tratamientos tradicionales son: FD, que dispone de un centro abierto en la calle XXXX, pero que utiliza el sistema tradicional de blanqueamiento con cubetas, a un precio superior y con un enfoque puramente comercial sin el conocimiento médico-científico que aportan los socios de DEN. CDER y SIN ofrecen también los tratamientos de blanqueo tradicionales, pero como un tratamiento puntual más dentro de todos los tratamientos de estética corporal.

### C. Información económica:

*Operaciones Proyectadas 2003-2007 y Cierre provisional 2002:*

Estas proyecciones son las realizadas por los promotores, considerando una ocupación media por centro del 80%.

*En miles de Dólares*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	174	515	1.396	2.628	2.904	3.092
Margen comercial	151	434	1.174	2.211	2.443	2.601
Gastos de Explotación	141	1.018	1.057	1.344	1.394	1.438
Margen Bruto Explotación	9	-584	116	866	1.048	1.162
Beneficio después impuestos	-8	-5895	101	729	680	755

*% s/ventas*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ventas	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Margen comercial	81%	84%	84%	84%	84%	84%
Margen Bruto Explotación	6%	-113%	8%	33%	36%	385
Beneficio antes impuestos	-5%	-114%	7%	28%	23%	24%

*Cash Flow Libre Proyectado 2003-2007:*

*En miles de Dólares*

	2003	2004	2005	2006	2007
Cash Flow Bruto	-557	153	812	764	842
Inversiones inmovilizado	-203	-407	-16	-16	-17
Necesidades operativas fondos	-25	-25	-25	-4	-4
Cash Flow Libre	-785	-278	770	743	820

*Estructura Financiera Proyectada 2003 a 2007 y cierre 2002:*

*En miles de Dólares*

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Circulante Neto	68	93	118	143	147	151
Inmovilizado Neto	211	382	737	671	603	534
Total Activos	279	475	855	814	751	686
Deuda bancaria	246	132	410	25	-346	-756
Deuda socios	97	97	97	97	97	97
Fondos Propios	-64	246	347	691	1.000	1.345
Total Pasivos	279	475	855	814	751	686

**D. Operación planteada y valoración.**

La operación planteada consiste en una aportación de capital de 900.000\$ para financiar la apertura de tres nuevos centros, dos en CIUDAD A y otro en CIUDAD B para replicar el modelo del centro que

ya funciona en CIUDAD A y ejecutar el plan de Comunicación y Marketing.

La inversión necesaria por centro es de 203.700\$, que incluye el láser, el mobiliario clínico y mobiliario general, las reformas del local y los derechos de traspaso.

El escenario planteado por los promotores estima alcanzar una ocupación media de los cuatro centros entorno al 80%.

A partir de los datos expuestos podemos elaborar ya una valoración por descuento de flujos de caja libres:

*En miles de Dólares*

	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e
Cash Flow Libre	-786	-279	771	744	820

Porcentaje de Fondos Propios: E/(D+E)	65%
Porcentaje de Endeudamiento: D/(D+E)	35%
Tasa impositiva aplicable	35%

*Datos en miles de Dólares*

WACC	Crecimiento a perpetuidad				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
19%	2.182	2.244	2.309	2.378	2.451
20%	1.985	2.039	2.095	2.154	2.217
21%	1.809	1.856	1.905	1.957	2.011
22%	1.651	1.692	1.735	1.780	1.828
23%	1.509	1.545	1.583	1.623	1.664
24%	1.380	1.412	1.446	1.481	1.518
25%	1.264	1.292	1.322	1.353	1.386
26%	1.157	1.183	1.209	1.237	1.266
27%	1.060	1.083	1.107	1.132	1.157
28%	972	992	1.014	1.036	1.059
29%	890	909	928	948	969

Dado que la inversión que requiere la empresa es de 900.000\$, podríamos calcular a partir de la tabla anterior qué participación correspondería a dicha ampliación de capital, tal y como recoge el cuadro siguiente:

WACC	Crecimiento a perpetuidad				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
19%	41,25%	40,11%	38,98%	37,85%	36,72%
20%	45,34%	44,14%	42,96%	41,78%	40,60%
21%	49,75%	48,49%	47,24%	45,99%	44,75%
22%	54,51%	53,19%	51,87%	50,56%	49,23%
23%	59,64%	58,25%	56,85%	55,45%	54,09%
24%	65,22%	63,74%	62,24%	60,77%	59,29%
25%	71,20%	69,66%	68,08%	66,52%	64,94%
26%	77,79%	76,08%	74,44%	72,76%	71,09%
27%	84,91%	83,10%	81,30%	79,51%	77,79%
28%	92,59%	90,73%	88,76%	86,87%	84,99%
29%	101,12%	99,01%	96,98%	94,94%	92,88%

En las figuras anteriores hemos resaltado las valoraciones que se sitúan entre 1 y 1,3 millones de

Dólares, dado que al ser una empresa joven parece adecuado elegir una tasa de descuento más elevada que en el ejemplo anterior. Sin embargo, esto implica tomar una participación mayoritaria en la compañía.

En este caso se podría plantear la negociación pidiendo a los socios promotores que adquieran un compromiso más firme con el proyecto, haciendo que su aportación fuera de 300.000\$ y aportando el fondo los 600.000\$ adicionales.

### **6.8. Carta de intenciones y comité de Inversiones.**

Si la conclusión es FAVORABLE, es decir, la gestora decide que el proyecto merece ser presentado al Comité de Inversiones, se continuará con el proceso de valoración y negociación y se comunicará a los promotores nuestra decisión de presentar el proyecto al Comité de Inversiones del Fondo para lo cual deberemos recoger en carta de intenciones las bases en que se fundamentaría nuestra participación. A continuación prepararemos el Informe para el Comité de Inversiones.

A título de ejemplo se incluyen en anexos IV y V dos ejemplos de **carta de intenciones**.

### **PARTE III: LA MATERIALIZACIÓN DE LAS INVERSIONES**

## 7. DUE DILIGENCE INDEPENDIENTE

Si el Comité de Inversiones aprueba el proyecto, empezará la Due Diligence Contable-Fiscal, Laboral y Legal a realizar por una empresa independiente y de prestigio reconocido.

### 7.1. Due diligence Legal

Antes de proceder a la materialización de una inversión, es absolutamente necesario efectuar una revisión en profundidad de su situación legal, así como sentar las bases del marco jurídico por el que se regirá nuestra inversión.

De hecho, un elemento clave para que la relación entre socios sea fluida y la empresa pueda trabajar en las mejores condiciones lo constituye la redacción negociada y correctamente estructurada del marco legal.

Por tanto, será necesario evaluar la situación legal de la empresa previa a nuestra inversión y establecer y negociar las bases sobre las que se sustentará la misma.

### CUESTIONES LEGALES PREVIAS A LA INVERSIÓN

Tipo de Empresa.	Convenirá analizar con detalle la fórmula jurídica de la empresa, ya sea S.A., S.L., u otras. Desde el punto de vista del inversor es importante que la forma jurídica de la sociedad tenga, entre otras: <ul style="list-style-type: none"><li>• Una entidad legal diferenciada.</li><li>• No tenga restricciones a la transmisión de acciones.</li><li>• Duración indefinida.</li><li>• Responsabilidad limitada para los accionistas.</li><li>• Idealmente debe posibilitar la tenencia de acciones preferentes y acciones ordinarias.</li></ul>
------------------	---

Tratamiento Fiscal de las Inversiones.	<p>Cuanto mejor sea el tratamiento fiscal de las posibles plusvalías, más se favorecerá el desarrollo del Capital Riesgo.</p> <p>Así mismo, es importante que la normativa permita la compensación fiscal de pérdidas de ejercicios anteriores.</p>
Domicilio social de la empresa	El tratamiento fiscal a las empresas de algunos Estados de un determinado País es más ventajoso que el de otros. Con lo que el inversor encontrará una ventaja adicional a su posible inversión.
Organización y Control de la documentación legal de la empresa a Invertir.	Una práctica habitual del inversor de Capital Riesgo consiste en la revisión a través de sus abogados, de toda la documentación jurídica de la empresa: Contratos, Actas de Directorio, Actas de Asamblea General, etc.
Litigios	Los abogados del inversor verificarán también la existencia de litigios con terceros que puedan tener las empresas susceptibles de inversión.
Protección de la Propiedad Intelectual	Antes de formalizar una inversión es muy importante verificar si dispone de derechos de Propiedad Intelectual y cual es su importancia para el éxito de la empresa.
Apoyo al desarrollo de la Propiedad Intelectual	Otro aspecto a verificar es el posible apoyo Institucional, de organizaciones industriales o no gubernamentales en el desarrollo de la propiedad intelectual y las restricciones que este apoyo pueda implicar.
Segregación de una parte de la Propiedad Intelectual	Es necesario asegurar que la Propiedad Intelectual de la empresa no es ha visto segregada como consecuencia de un "Spin-out".

Patentes	La disposición de una o varias patentes representa una ventaja competitiva importante y es de gran importancia para el posible inversor. En todo caso, la simple disposición de una Patente no implica necesariamente que la misma añada un valor significativo a la empresa.
Licencias a la Propiedad Intelectual.	El inversor deberá verificar si la empresa ha licenciado su tecnología a otras empresas o bien le han sido adjudicado licencias de Propiedad pertenecientes a otras empresas.
Litigios respecto a la Propiedad Intelectual	Es necesario verificar si existen litigios al respecto y verificar cuidadosamente las causas de estos litigios.
Acuerdos de No competencia	Es importante verificar que los empleados clave de la empresa no puedan realizar actividades concurrentes a las de la propia empresa, en caso de que decidan abandonar la Compañía, durante un periodo de tiempo razonable. (Uno o dos años.)



## OTROS TEMAS A CONSIDERAR ANTES DE REALIZAR UNA TRANSACCIÓN

¿Existen derechos de Veto?	.La existencia de derechos de veto para la adopción de determinadas medidas estratégicas de la empresa, aunque puede tener efectos beneficiosos, puede establecer importantes límites a la necesaria capacidad de maniobra.
Pactos de Sindicación de las acciones originales	Hay que prestar mucha atención a los pactos de sindicación existentes antes de realizar la inversión; ya que, estos pueden retardar o limitar los planteamientos del inversor.
Pactos antidilutorios basados en el precio.	Estos pactos deben ser cuidadosamente estudiados. Ya que en el caso de una financiación en segunda ronda a precios inferiores a los de la primera, pueden provocar la pérdida de participación accionarial de los empleados clave de la empresa.

## CUESTIONES LEGALES A TENER EN CUENTA EN EL MOMENTO DE REALIZAR LA TRANSACCIÓN

Entre otros,

¿Qué instrumento de Inversión utilizaremos?	El primer tema de reflexión para el inversor, lo constituirá la modalidad de inversión que queremos aplicar. Normalmente: Acciones Ordinarias o Preferentes. Ello no obstante nuestra inversión podría realizarse también mediante la forma de bonos convertibles, warrants e inclusive, vía préstamos participativos y préstamos puente.
---	---

Derechos de Conversión	Los derechos convertibles permiten a los inversores protegerse adecuadamente de las ventajas que les confiere la tenencia de acciones preferentes o deuda preferente hasta que su tenencia se convierte en innecesaria. Dichos derechos suelen llevar aparejadas cláusulas antidilutorias para el caso en que se produzca un cambio estructural en las acciones ordinarias de las compañías en las que invierta.
Cláusulas Antidilución	Generalmente, los inversores de Capital Riesgo, tienden a proteger sus inversiones con cláusulas antidilutorias de su tenencia de capital con distintos niveles de exigencia.
Preferencias en el cobro de dividendos.	A partir de la tenencia de acciones preferentes, los inversores plantean en ocasiones, la prioridad en el pago de dividendos respecto del resto de acciones.

### **MECANISMOS DE CONTROL,**

Presencia en el Directorio.	Normalmente, exigiremos nuestra presencia como inversores en el Directorio de la Compañía, al objeto de compartir la estrategia y efectuar un correcto seguimiento.
Derechos extraordinarios de Voto.	Se utilizan por parte de los inversores de Capital Riesgo solo en el caso de que se produzcan circunstancias muy adversas en la empresa/ s invertidas que darán lugar, a la activación de mecanismos de protección pre-definidos.

Presencia en el Directorio como observadores.	Cuando por las circunstancias que sea, (normalmente por que existe otra empresa de Capital Riesgo en el Directorio), un inversor no tenga presencia directa en el mismo. Solicitará el derecho de estar presente en el directorio en calidad de observador aunque sin poder de voto.
Pactos. (Covenants)	Las transacciones de Capital Riesgo incluyen pactos positivos, ( <i>Acciones, posiciones o resultados que la empresa se compromete a conseguir</i> ) y pactos negativos, ( <i>comportamientos, acciones y resultados que la empresa se compromete a evitar.</i> )
Pactos Positivos.(Ejemplos.)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contratación de Seguros para la empresa y para los empleados clave.</li> <li>• Cumplimiento Fiscal.</li> <li>• Acceso a la Información.</li> <li>• Obligación de Reporte.</li> <li>• Aprobación presupuestaria.</li> <li>• Protección de la propiedad intelectual.</li> </ul>

<p>Pactos negativos.(Ejemplos.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fusiones, Venta de Activos, etc respecto a la compañía requerirán de la autorización previa del inversor.</li> <li>• Cambios en la naturaleza del negocio.</li> <li>• Cambios en los estatutos de la Compañía.</li> <li>• Autorización para la distribución de dividendos.</li> <li>• Restricciones en el nivel de endeudamiento.</li> <li>• Restricciones a la inversión en otras empresas.</li> <li>• Control a las remuneraciones del personal clave.</li> </ul>
<p>Recompra y garantías de propiedad sobre derechos adquiridos.</p>	<p>La opción de recompra es una practica habitual del Capital Riesgo para que las empresas puedan re-comprar en condiciones ventajosas a los emprendedores y a los empleados clave sus acciones, en el caso de que salgan de la Compañía.</p> <p>Por otra parte y al objeto de que los pactos de recompra no se conviertan en abusivos, existen garantías temporales para minimizar su impacto. <i>(No es lo mismo que un empleado deje la compañía al cabo de un año que a los cinco años.)</i></p>

Desembolsos de Capital Progresivos	Una práctica habitual de los inversores consiste en desembolsar sus compromisos de capital en diferentes tramos condicionado a la consecución por la empresa de determinados hitos. Ello permite al inversor reducir su riesgo y maximizar su tasa de retorno.
------------------------------------	--

### MECANISMOS DE DESINVERSION

Con independencia de los mecanismos destinados a posibilitar la salida a bolsa de una determinada empresa que normalmente no se contemplan en el caso de las Pequeñas y Medianas Empresas excepto que tengan un altísimo potencial de crecimiento muy elevados, los mecanismos más comúnmente utilizados para las desinversiones son los siguientes:

Cláusulas "Drag-Along"	Son cláusulas que en el caso que el inversor reciba una oferta de un tercero interesado a comprar la Compañía, obligan al resto de accionistas a vender aquella cantidad de acciones que haga posible la venta.
Cláusulas "Tag-Along"	Las cláusulas "Tag-Along" permiten participar al inversor en la venta de acciones a un tercero, conjunta y proporcionalmente a la venta que vayan a realizar los accionistas fundadores y/ o el management.
Derechos de Redención (put-option)	Son derechos que dispone el inversor frente a la empresa al objeto de que su participación sea recomprada a un precio convenido y en un periodo de tiempo predeterminado.

## **7.2. Due diligence Laboral y Contable-Fiscal**

### **“CHECK-LIST”**

#### **1.- ASPECTOS MERCANTILES, CONTRACTUALES Y CONTENCIOSOS**

##### *1.1.- DOCUMENTOS SOCIETARIOS Y MERCANTILES BASICOS*

- 1.- Escritura de Constitución.
- 2.- Redacción vigente de los Estatutos Sociales.
- 3.- Libros de actas de Juntas y Consejos de Administración, y de otros órganos de administración, así como otras actas o acuerdos no transcritos a los libros.
- 4.- Países con los que la Compañía tiene negocios.
- 5.- Organigrama de la Compañía.
- 6.- Libros oficiales de comercio (Registro de Socios, Diario, Inventario y Cuentas Anuales).

##### *1.2.- CAPITAL Y SOCIOS*

- 1.- Capital, socios y títulos de propiedad de las participaciones /acciones.
- 2.- Escrituras de ampliación de capital.
- 3.- Contratos o acuerdos entre socios, pactos de voto o acuerdos sobre compra de participaciones o de derechos de suscripción preferente entre los socios con respecto a las participaciones de la sociedad o a acciones o participaciones de sociedades filiales.

### *1.3.- ADMINISTRACION Y PODERES*

- 1.- Nombramiento Administradores.
- 2.- Escrituras de poderes.

### *1.4.- AUTORIZACIONES*

- 1.- Licencias en relación con derechos de la propiedad industrial y/o intelectual.
- 2.- Autorizaciones y licencias necesarias para el ejercicio de la actividad social.

### *1.5.- INFORMES DE AUDITORIA Y DE CONTABILIDAD*

- 1.- Copia de las Cuentas Anuales de los cinco últimos ejercicios, y de las correspondientes Auditorías, en caso de haberlas.
- 2.- Cartas de letrados dirigidas a los auditores.
- 3.- Comprobantes del depósito de Cuentas en el Registro Mercantil.
- 4.- Estados Financieros.
  - Contabilidad de los últimos 5 años de actividad.
  - Estado de las pólizas.
  - Documentación de la auditoria de dirección de los últimos tres años (si existe).
  - Informes de las auditorias internas de los últimos tres años.
- 5.- Dirección Financiera, Presupuestos y Estimaciones.
  - Dirección financiera desde 2000 hasta hoy, presupuestos para este año y los resultados obtenidos hasta la fecha.

- Previsiones Pérdidas y Ganancias para 2003 y otros años.
- Previsiones de cash flow para este año y los siguientes (identificando las necesidades del fondo).
- Listado de supuestos en los que se basan las estimaciones.

6.- Análisis de los resultados pasados y actuales, presupuestos y estimaciones.

- Análisis de la facturación e ingresos por cliente. Análisis de la rentabilidad de cada cliente asignándole sus costes directos e indirectos.
- Análisis de pérdidas y ganancias. Ej: facturación, ingresos, coste del personal (salarios, comisiones, freelances), costes fijos, de publicidad, de la oficina, financieros y generales, ingresos y gastos resultantes de la actividad de la empresa, beneficios después de pagar los impuestos, dividendos y headcount.
- Temas especiales: ej: disponibilidad del activo inmovilizado, indemnizaciones y cláusulas de penalizaciones bajo contrato.

7.- Hojas de balances (Estados financieros recientes o a fecha de inversión).

- Activo inmovilizado por categoría, detalle en base a la valoración y provisiones de depreciación (depreciación de los precios) y valoración del material actual. Detalle de los activos arrendados con los compromisos relevantes de arrendamiento.
- Análisis del efectivo y los balances bancarios. Información sobre descubiertos bancarios.
- Información sobre la tesorería de las actividades locales, derivados usados (incluyendo futuros contratos y cambios FX).
- Relaciones con los bancos locales y sus servicios auxiliares. Análisis de la deuda producida por las instalaciones incluyendo la tasa de interés / margen pagado, ya sea obligado o no y la cobertura del seguro.
- Análisis de la inversión y sus costes, valor estimado del mercado, y los ingresos percibidos durante el último año financiero.
- Proyectos en desarrollo, análisis del cliente, trabajo y edad. Información del baremo utilizado para la evaluación de los proyectos en desarrollo y sobre cualquier tipo de previsión.
- Cuentas a cobrar, análisis por cliente y edad. Informe de cualquier previsión. Análisis de balances de crédito. Análisis de devoluciones a cobrar y la base para calcularlas.



- Detalle de cualquier otro activo.
- Análisis de los acreedores comerciales (antigüedad). Análisis de apunte contable.
- Estadística del fondo de maniobra, mensual y neto.
- Análisis de las provisiones especificando el pasivo esperado en un año.
- Particularidades de los planes de pensión. Con valoración actuarial. Detalles de cualquier pasivo injustificado. Detalles de cualquier jubilación prevista.
- Detalles del contingente pasivo.
- Copia de los impuestos pagados desde el inicio de la actividad. Fechas de las auditorías más recientes y cualquier posible conflicto con el pago de los impuestos.
- Análisis del IVA, impuestos sobre el empleo y responsabilidad de la seguridad social y fechas de los más recientes IVA, IS y auditorías de la seguridad social con los correspondientes resultados.
- Estimación de ganancias y pérdidas a 31.12.02.

8.- Desembolso de capital y requerimientos de fondos.

- Información del desembolso de capital planeado y alcance de los objetivos a los que se ha comprometido la compañía.
- Estimación de los requerimientos de fondos y detalle de la financiación disponible.

*1.6.- CONTRATOS Y ACUERDOS*

1.- Acuerdos de joint-venture o pactos de socios en que la Compañía sea parte.

2.- Contratos de leasing / contratos de factoring.

3.- Acuerdos relativos a remuneración de directivos o administradores.

4.- Planes de pensiones.

5.- Garantías otorgadas por la Compañía a favor de terceros.

6.- Acuerdos con el gobierno o administraciones.

- 7.- Contratos de distribución.
- 8.- Contratos con proveedores.
- 9.- Contratos de licencia y de franquicia.
- 10.- Pólizas de seguro.
- 11.- Contratos de auditoría.
- 12.- Contratos de arrendamiento.
- 13.- Contratos de préstamo o crédito.
- 14.- Contratos con clientes.
- 15.- Contratos de transferencia de tecnología / contratos de asistencia técnica.
- 16.- Cualquier otro contrato relevante.
- 17.- Otros contratos o negociaciones en trámite para su suscripción.

#### *1.7.- PLEITOS Y OTRO PROCEDIMIENTOS*

- 1.- Reclamaciones laborales
- 2.- Procedimientos contencioso-administrativos
- 3.- Otros pleitos en marcha o previstos

#### *1.8.- ASPECTOS LABORALES Y DE SEGURIDAD SOCIAL*

- 1.- Copia de los últimos formularios presentados ante la administración.
  - 2.- Actas levantadas por la Inspección de Trabajo.
  - 3.- Relación de personal, categoría, salario y antigüedad.
  - 4.- Contratos de alta dirección.
  - 5.- Detalle de contratos no ordinarios de cualquier tipo.
  - 5.- Convenio colectivo aplicable.
  - 6.- Libro de Matrícula y Libro de Visitas.
  - 7.- Permisos, en su caso, de trabajo y residencia de trabajadores extranjeros.
  - 8.- Relación de trabajadores en situación de excedencia.
  - 9.- Complementos retributivos en especie.
  - 10.- Deudas con los trabajadores.
  - 11.- Complementos voluntarios a la acción protectora de Seguridad Social.
  - 12.- Medidas de Seguridad e Higiene.
  - 13.- Comité de Empresa.
  - 14.- Litigios laborales.
- 1.9.- TITULOS DE PROPIEDAD*
- 1.- Copia de los títulos de propiedad de bienes inmuebles de la Compañía.

- 2.- Copia de los títulos de propiedad de acciones o participaciones en otras Sociedades.
- 3.- Títulos de propiedad de derechos de la propiedad industrial y/o intelectual.
- 4.- Otros títulos de propiedad.

#### 1.10.- VARIOS

- 1.- Relación de maquinaria y bienes de equipo; título sobre los mismos (propiedad, arrendamiento, uso, ...)
- 2.- Otros documentos que puedan considerarse de importancia para la Sociedad.

#### 2.- ASPECTOS FISCALES

LA SIGUIENTE INFORMACIÓN SE REQUIERE EN RELACIÓN CON EL PERÍODO TEMPORAL QUE SE TOME COMO REFERENCIA, EN PRINCIPIO LOS CINCO ÚLTIMOS EJERCICIOS.

##### 2.1.- IMPUESTO SOBRE SOCIEDADES

- 1.- Copia de las declaraciones del Impuesto sobre Sociedades y pagos a cuenta.
- 2.- Fichas de inmovilizado material e inmaterial, o documentación resumen sobre las amortizaciones practicadas.
- 3.- Listado de precios por producto a terceros y a compañías vinculadas.
- 4.- Listado de clientes provisionados fiscalmente, con indicación de la antigüedad del saldo o de la situación de riesgo.

5.- Detalle de las dotaciones a la provisión por depreciación de valores. Balances que sirven de base para su cálculo.

6.- Detalle del endeudamiento con sociedades vinculadas.

7.- Otras circunstancias que puedan ser relevantes.

## *2.2.- IMPUESTO SOBRE EL VALOR AÑADIDO*

1.- Copia de las declaraciones del Impuesto, tanto mensuales o trimestrales, como anuales y recapitulativas.

2.- Declaraciones anuales de operaciones (modelo 347).

3.- Libros registro de IVA repercutido y soportado.

4.- Tipos aplicados del impuesto.

## *2.3.- RETENCIONES*

1.- Declaraciones de retenciones del trabajo personal trimestrales, mensuales y resúmenes anuales (IRPF).

2.- Rendimientos del capital mobiliario y resúmenes anuales.

3.- Retribuciones en especie al personal.

4.- Relación de indemnizaciones al personal.

5.- Importe de las dietas y gastos de viaje de empleados o terceros.

## *2.4.- IMPUESTOS LOCALES*

1.- Licencias de todo tipo

2.- Impuesto sobre Actividades Económicas:

Declaraciones de altas, bajas, modificaciones y recibos justificativos del pago.

3.- Impuesto sobre los Bienes Inmuebles

4.- Otros

#### 2.5.- *OTROS IMPUESTOS*

1.- Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

2.- Declaración de rendimientos satisfechos a no residentes.

#### 2.6.- *VARIOS*

1.- Informes externos e internos sobre las políticas seguidas en el ámbito fiscal.

2.- Actas levantadas por la Inspección Fiscal.

## **8. INVERSIÓN Y SUPERVISIÓN DE LAS SOCIEDADES PARTICIPADAS.**

Una vez se materializa la inversión se debe supervisar la marcha de la sociedad participada, solicitando el envío de información financiera y comercial mensualmente (a título de ejemplo se adjunta modelo de reporte en este apartado). Los informes recibidos se comentarán en los comités de seguimiento que se convocarán una vez al mes.

A destacar la importancia de esta práctica en general, y muy particularmente en empresas jóvenes o poco acostumbradas al seguimiento sistemático de la gestión. La ausencia de rigor en su aplicación puede ocasionar una reacción tardía frente a acontecimientos que requieren de acción inmediata, tales como: desviaciones en las proyecciones de ventas, problemas de tesorería, malas prácticas de gestión, etc.

Por otra parte, el establecimiento de unos mecanismos de reporte y de control profesionales son un magnífico reclamo para potenciales compradores futuros de la empresa.

A modo de ejemplo, debemos señalar que en las reuniones a celebrar en la fase inicial, deseablemente con carácter mensual, conviene prestar especial atención a los siguientes aspectos:

### **Ámbito comercial:**

- Evolución de la cartera de pedidos.
- Detalle de las ofertas de producto presentadas a potenciales clientes.
- Análisis crítico de la reacción de la clientela con el objetivo de ir corrigiendo todos aquellos aspectos que afecten negativamente al desarrollo de nuestra participada.

**Ámbito Económico-Financiero:**

- Seguimiento de los objetivos de venta y análisis de las desviaciones.
- Control del presupuesto de gastos y análisis de las desviaciones.
- Adecuación del nivel de gasto a las posibilidades reales de la empresa y a su capacidad de generar negocio.
- Control de la liquidez y necesidades de capital de trabajo y análisis de las desviaciones correspondientes.

**Ámbito Estratégico:**

- Revisar permanentemente los planes establecidos inicialmente en función de la respuesta del mercado y la propia actuación de la empresa.
- Evaluar el comportamiento y coherencia en la gestión de los ejecutivos clave de la compañía.
- Velar para que los objetivos establecidos sean plenamente compartidos por todo el equipo de gestión en un clima de entendimiento positivo.



CUENTA DE RESULTADOS COMPLETA (información a facilitar mensualmente).

	ene-03	Presupuestado
Ingresos		
Señalar diferentes conceptos de Ingreso		
Otros		
<b>Total</b>		
Costes Personal		
Sueldos y Salarios (incluir periodificación pagas)		
Seguridad Social		
Servicios Temporales		
Colaboraciones externas		
Formación		
Otros gastos personal		
<b>Sub-total</b>		
Costes local		
Arrendamiento		
Reparaciones, limpieza y conservación		
Suministros		
Seguros locales y equipos		
Amortizaciones instalaciones		
<b>Sub-total</b>		
Costes Comerciales		
Viajes y desplazamientos		
Atenciones a clientes		
Publicidad, propaganda y Relaciones Públicas		
Asistencia a convenciones		
Comisiones comerciales		
<b>Sub-total</b>		
Costes Oficina		
Comunicaciones		
Renting equipos		
Mensajeros y transportes		
Material oficina		
Suscripciones, Libros		
Pequeño Inmovilizado y accesorios		
Amortización equipos		
<b>Sub-total</b>		
Financieros y otros		
Tributos		

Asesoría fiscal, contable, laboral, legal		
Comisiones Bancarias		
Pérdidas gestión corriente		
Otros gastos extraordinarios		
Resultado financiero		
Sub-total		
<b>RESULTADO EJERCICIO</b>		

#### REPORTE BALANCE EXTRACTADO

	ene-03	Presupuestado
<b>ACTIVO</b>		
<b>INMOVILIZADO</b>		
GASTOS DE ESTABLECIMIENTO		
GASTOS DE CONSTITUCION		
GASTOS DE PRIMER ESTABLECIMIENTO		
<b>INMOVILIZADO INMATERIAL</b>		
INMOVILIZADO INMATERIAL BRUTO		
AMORTIZACION ACUMULADA		
<b>INMOVILIZADO MATERIAL</b>		
INMOVILIZADO MATERIAL BRUTO		
AMORTIZACION ACUMULADA		
<b>INMOVILIZADO FINANCIERO</b>		
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS		
<b>ACTIVO CIRCULANTE</b>		
EXISTENCIAS		
DEUDORES		
INVERSIONES FINANCIERAS		
TESORERIA		
<b>PASIVO</b>		
<b>FONDOS PROPIOS</b>		
CAPITAL SOCIAL		
RESERVAS		
PERDIDAS Y GANANCIAS (B° DESP. IMPTOS.)		
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS		
<b>ACREEDORES A LARGO PLAZO</b>		
DEUDA BANCARIA		
OTRAS DEUDAS		
<b>ACREEDORES A CORTO PLAZO</b>		
DEUDA ENTIDADES CREDITO CORTO PLAZO		
PROVEEDORES		
OTROS ACREEDORES (IVA, IRPF)		
IMPUESTO DE SOCIEDADES		

### SEGUIMIENTO COMERCIAL (Mensual)

Relación de nuevos clientes incorporados		
Fecha visita	Cliente	Originado por

Relación de posibles clientes a los que se han presentado los productos			
Fecha visita	Cliente	Originado por	Situación

Relación de clientes potenciales sobre los que se está analizando la oferta a presentar en función de sus necesidades

Trabajos de consultoría en curso

## 9. REPORTE DEL FONDO.

### INFORME PORTAFOLIO

#### Resumen Inversiones/Portafolio

Inversiones	Fecha Inicio	% Capital	Coste	Ingresos/ Valoraciones	Ganancia/ Pérdida realizada y no-realizada	Múltiple al Coste	Duración Periodo (meses)	TIR bruta	Forma de Desinversión
Para el periodo medido									
Inversiones Totales Empresa X									
Inversiones Totales Empresa Y									
Subtotal inversiones Realizadas									
Inversiones Actuales y Anteriores									
Inversiones Totales Empresa X									
Empresa Z									
Empresa W									
Inversiones Parciales Empresa Y									
Empresa T									
Empresa U									
Subtotal inversiones Realizadas									
Resumen Portafolio Actual									
Subtotal Portafolio Actual									
Total Portafolio Actual y Inversiones Realizadas									

En la siguiente tabla se presenta el cálculo de los cash flows y la TIR esperada que la sociedad gestora debe preparar para cada inversor en función del capital aportado:

Cash Flow y Cálculos de la TIR

Compromiso del Inversor: EUR 1Mill.

Fecha del Cash Flow	Ingresos Distribuci						VAN Estimado	TIR Neta Estimada	Valor Total/Fondo
	Desembolsos	Comisión de Gestión	Otros Gastos	Ganancia de Capital	excepto Ganancias de Capital	ón de las Ganancias de Capital			
Balance Anterior									
Enero									
Febrero									
Marzo									
Abril									
Mayo									
Junio									
Julio									
Agosto									
Septiembre									
Octubre									
Noviembre									
Diciembre									
	0	0	0	0	0	0			
Referencial relevante en la Industria									

## **ANEXOS**

## ANEXO I - GLOSARIO DE TÉRMINOS

---

**ABSORCIÓN (Takeover):** En el ámbito societario, la absorción es la operación en la que una o más empresas se disuelven, pasando a formar parte de otra ya existente que las absorbe. Estas operaciones pueden llevarse a cabo de forma amistosa o de forma hostil.

**ACCIÓN (Share (UK); Stock (USA)):** Parte alícuota del capital de una sociedad mercantil. Pueden ser nominativas o al portador, total o parcialmente desembolsadas, etc. La acción es un título-valor y da derecho a una parte proporcional en el reparto de beneficios y a su cuota patrimonial correspondiente en la disolución de la sociedad. Da también derecho preferente en la suscripción de nuevas acciones y derecho de voto en las Juntas Generales.

**ACCIÓN ORDINARIA (Common Stock (USA); Ordinary Share (UK)):** En Derecho Mercantil, las acciones ordinarias son aquellas que no confieren a su titular ningún privilegio especial. Simplemente suponen una aportación de capital social, dando derecho por ello a la recepción de beneficios y voz y voto en la Junta General cuando se reúne el mínimo exigido por los estatutos sociales. Son las acciones normales dentro de una sociedad, en contraposición a las acciones preferentes.

**ACCIÓN PREFERENTE (Preferred Stock; Preference share):** Título intermedio entre la acción y la obligación, que tiene una retribución fija si el emisor logra unos beneficios mínimos. Se llama también obligación participativa. Normalmente no se tiene derecho a voto. También se denomina acción privilegiada. Los dividendos pueden ser acumulativos, en el caso de que la

empresa no pueda pagar dividendos en un período de tiempo debiendo pagarse en su totalidad antes de que se distribuyan dividendos corrientes, o no acumulativos.

**APORTACIÓN NO DINERARIA:** Contribución que se realiza a una empresa, normalmente como aportación de capital de ésta, con elementos del activo como inmuebles, stocks, etc.

**ADQUISICIÓN CON APALANCAMIENTO (Leveraged/Management Buy-Out y Management Buy-In):** Compras en las que una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos (financiación de entresuelo o mezzanine financing). Existen distintas modalidades, como los Management Buy-Out (MBO), en los que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de la propia empresa; o los Management Buy-In (MBI), en los que los adquirentes pertenecen al equipo directivo de otra empresa distinta; o una mezcla de ambas: Buy-In Management Buy-Out (BIMBO).

**AMPLIACIÓN DE CAPITAL (Capital increase):** Es una operación mediante la cual la empresa aumenta su cifra de capital social. Este aumento podrá realizarse mediante la emisión de nuevas acciones o incrementando el valor nominal de las ya existentes, lo que puede dar lugar, bien al incremento de patrimonio social, bien a su mantenimiento, pero variando su composición. La ampliación de capital implica, en cualquier caso, una modificación estatutaria.

**AMORTIZACIÓN DE ACCIONES (Redemption of shares):** Adquisición de las acciones representativas del capital social mediante su canje por acciones de goce o bien por dinero. La amortización de acciones puede realizarse a la par, es decir, según su valor nominal, o por encima o por debajo de la par.

**APALANCAMIENTO (gearing, debt/equity ratio o leverage):** Grado de utilización de la financiación externa por una empresa, medido en relación con los recursos propios.

**BRING-ALONG RIGHTS (o drag-along rights):** Derechos contractuales por los que se requiere a los accionistas minoritarios que vendan sus acciones en conexión a la venta de los accionistas mayoritarios. Estos derechos típicamente se aplican en conexión a una transacción de adquisición tal como la venta de todas las acciones o activos de una sociedad. También se les conoce como drag-along rights.

**BROKER:** El que actúa como intermediario entre la sociedad de capital riesgo y el promotor del proyecto de inversión.

**BURN RATE:** Ratio que muestra la tesorería adicional que una compañía necesita para marchar adelante. En financiación de capital riesgo, se considera la tasa a la que una compañía start-up gasta capital para financiar sus operaciones antes de generar un flujo de caja de las operaciones positivo.

**BUSINESS ANGELS:** Persona o entidad que típicamente provee financiación a compañías que han pasado la fase más inicial pero que todavía no se encuentran en condiciones de acceder a financiación vía capital riesgo.

**CAPITAL INVERSIÓN:** Actividad financiera consistente en la entrada en el accionariado de una empresa no cotizada, de forma mayoritaria o minoritaria.

**CAPITAL RIESGO:** Actividad financiera consistente en la toma de participaciones temporales y minoritarias en PYME en proceso de arranque o crecimiento, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial, con objeto de obtener algún beneficio del éxito de las mismas: plusvalías si los inversores son privados o regeneración del tejido empresarial si el aportante de los recursos pertenece al sector público.

**CARRIED INTEREST:** El porcentaje de los beneficios del fondo de capital riesgo que recibe la sociedad gestora / promotores del fondo como compensación por sus esfuerzos en la organización y gestión del mismo.

**CARTA DE INTENCIONES (Letter of intend):** Carta de una compañía a otra en la que manifiestan su intención de llevar a cabo algún tipo de transacción.

**CLÁUSULA ANTIDILUCIÓN:** Cláusula que se establece en algunas emisiones de obligaciones convertibles que supone una condición de protección al objeto de compensar los descensos de cotización en las acciones por causa de ampliaciones de capital anteriores a la fecha de conversión, a las que el tenedor de las obligaciones no tiene acceso. Consiste en rebajar del cambio de conversión el importe del valor teórico o cambio medio del derecho de suscripción de las acciones.

**CLÁUSULA SHOT GUN (Chinese Option):** El resto de accionistas actuales se obligan a ofrecer en venta un número de participaciones sociales que sumadas a las de los inversores de capital riesgo supongan la mayoría o totalidad, según



requiera la oferta presentada, de las participaciones de la sociedad.

**CLAW BACK OPTION:** En el caso de que la distribución de beneficios haya sido diferente a la acordada en el carried interest, los inversores pueden reclamar la diferencia a la sociedad gestora.

**COLATERAL (Collateral):** Activo que se utiliza como garantía para respaldar un crédito o emisión de bonos.

**COVENANTS (Garantía, Undertaking):** Compromiso que los prestatarios están obligados a cumplir durante la vigencia de la operación financiera contratada. Las estipulaciones que recogen estos compromisos suelen referirse a la limitación del nivel de endeudamiento de la empresa, a la limitación en la distribución de dividendos, inclusión de la cláusula pari-passu, etc. El incumplimiento de estos compromisos puede constituir causa de resolución del contrato. En general, son compromisos que hacen figurar en un contrato las partes contratantes de un acuerdo financiero para proteger sus intereses.

**DERECHOS DE SUSCRIPCIÓN PREFERENTES (Pre emptive rights):** Derecho inherente a la condición de accionistas de una sociedad a suscribir un número de acciones nuevas en una ampliación de capital no liberada, proporcional al valor nominal de las acciones que poseen.

**DESDOBLE (Stock Split):** Supone la separación de la acción y el derecho de suscripción en la ampliación de capital. Se dice que una acción se desdobla cuando, comenzada una ampliación de capital, la acción tiene su propio valor, si bien disminuido, y otro valor distinto el derecho de suscripción, que cotiza separadamente de la acción a la que pertenece.

**DEUDA CONVERTIBLE (Convertible Debt):** Deuda de una compañía que es convertible en capital.

**DEUDA PRIORITARIA (Senior Debt):** Préstamos y títulos de deuda que tiene prioridad frente al resto de deuda y del capital, en caso de liquidación de la sociedad. Incluye préstamos bancarios y de otras instituciones financieras, pagarés de empresa, bonos, obligaciones u otra deuda no considerada subordinada.

**DEUDA SUBORDINADA (Junior Debt; Subordinated Debt):** Emisiones de títulos de renta fija que conservan características inferiores a las emisiones normales: a) su preferencia de cobro es posterior a la de los acreedores comunes; b) no se le reconoce el derecho de amortización anticipada; c) no puede adquirirse ni por el emisor ni por entidades pertenecientes a su grupo, y d) podrá ser convertible si es emitida por bancos. En general, toda aquella deuda que, por acuerdo, está subordinada a la deuda simple.

**DIVIDEND COVER:** Se calcula dividiendo los beneficios después de impuestos entre el dividendo neto, expresándose como un múltiplo. Muestra cuántas veces el dividendo de la compañía cubre los beneficios después de impuestos.

**EARN-OUT:** Parte del precio de una transacción, que es condicional para que la compañía llegue a pactar.

**ESPOSAS DORADAS (Golden Handcuffs):** En el argot de fusiones y adquisiciones, técnica consistente en reforzar la participación de la gerencia y su continuidad en la empresa.

**ESTRATEGIA DE SALIDA (Exit Strategy):** Método por el que el inversor anticipa la liquidación de su inversión, como podría ser la venta a

inversores externos, oferta pública de acciones, etc.

**FINANCIACIÓN DEL CRECIMIENTO (Expansion Financing):** Apoyo financiero a una empresa existente para posibilitar su acceso a nuevos productos y/o mercados.

**FINANCIACIÓN DE SIEMBRA (Seed financing):** Aportación de recursos en una fase en la que aún no existe producto definido. Todavía existe riesgo tecnológico.

**FOLLOW-ON INVESTMENTS:** Inversión adicional llevada a cabo por los actuales inversores, comprometida en la inversión inicial.

**FONDO DE CAPITAL INVERSIÓN:** Entidad de duración y recursos limitados, normalmente, que es promovida, gestionada y liquidada por una sociedad gestora determinada.

**FONDO DE FONDOS (Fund of funds):** Es un fondo de inversión que invierte en otros fondos de inversión.

**PARACAÍDAS DORADO (Golden Parachute):** Compensaciones en forma de indemnizaciones o pensiones que se fijan los ejecutivos para resarcirse del posible perjuicio que les cause el hecho de que su empresa sea objeto de una adquisición hostil.

**IPO (Initial Public Offering), “flotación”, “float”, “going public” o “listing”** son sólo algunos de los términos usados cuando una empresa obtiene una cita en el mercado bursátil. Éste incluye la lista oficial del mercado bursátil de Londres (en el que cerca del 40% de las flotaciones de compañías provienen de capitales riesgo pasados), el mercado de inversión alternativa (AIM o Alternative Investing Market), EASDAQ, NASDAQ y otros.

**LIVING DEAD:** Una compañía cuya rentabilidad es la justa para seguir existiendo, pero no lo suficientemente buena para generar retornos para sus inversores.

**MURALLAS CHINAS (Chinese Walls):** Acuerdos que previenen de información sensitiva habiendo pasado por distintas partes dentro de la misma organización. El objetivo es prevenir de un conflicto de intereses o una violación de la confidencialidad

**CARTA DE CONFIDENCIALIDAD (Non-Disclosure Agreement (NDA)):** Acuerdo por el cual un empleado, cliente, etc. acuerda no transmitir la información que se le suministre a cualquier tercero durante cierto período de tiempo.

**NOVACIÓN (Novation):** Acuerdo para reemplazar una parte de un contrato. La novación modifica derechos y obligaciones y requiere el consentimiento de las partes. Reemplazo de una deuda u obligación por otra nueva.

**OPCIÓN DE COMPRA (Call option):** Es un instrumento financiero que confiere el derecho de comprar el activo subyacente durante un período dado y a un precio determinado.

**OPCIÓN DE VENTA (Put option):** Es un instrumento financiero por el que se confiere a su tenedor el derecho de vender el activo subyacente durante un período determinado y a un precio convenido.

**PACTO DE RECOMPRA (Repurchase Agreement):** Acuerdo que se ofrece al comprador de un instrumento financiero, de recomprárselo dentro de un plazo determinado, de forma que éste recupere el importe originalmente pagado.

**PACTO DE SOCIOS (Stockholders agreement):** Las sociedades de capital riesgo típicamente requieren un pacto de socios que puede cubrir

entre otros: derechos a participar en ventas, derecho a participar en la elección de ciertos directores, etc.

**PARI PASSU:** Con igualdad, sin preferencias.

**PIPELINE:** proyectos que conforman la cartera de proyectos identificados como objeto de inversión por parte del fondo.

**PRÉSTAMO O FINANCIACIÓN PUENTE (Bridge Loan o Bridge Financing):** Préstamo o financiación que se provee para un periodo corto de tiempo hasta que el receptor puede acceder a otro tipo de financiación.

**PRECIO DE EJERCICIO (Exercise Price):** Es el precio al que se ha contratado la opción de compra o de venta. Por consiguiente, es el precio que el tenedor de la opción tendrá que pagar por el activo subyacente objeto de la opción si se trata de la opción de compra, call, y la ejerce, o el precio al que tendrá que vender el activo contratado, si se trata de una opción de venta, put, si la ejerce.

**PRIMA DE EMISIÓN (Issue Premium):** Cantidad que deben pagar sobre el nominal los suscriptores de nuevas acciones. Su finalidad es evitar que se produzca un efecto dilución sobre el capital.

**PUESTA EN MARCHA (Start-up financing):** Financiación del inicio de la producción y de la distribución. Se participa en empresas de nueva o muy reciente creación. En algunas clasificaciones se distingue entre arranque, propiamente dicho, y otras fases iniciales, que incluye la participación en empresas de reciente creación que todavía no han logrado obtener beneficios.

**RATCHETS:** Estructura por la cual la asignación de acciones entre los grupos de accionistas depende de la estructura futura de la compañía o de la ratio de retorno alcanzado por la compañía de

capital-riesgo. Esto permite que la dirección por parte de los accionistas incremente el listón si la compañía evoluciona especialmente bien.

**RECOMPRA DE DEUDA (Buyback):** Utilización de excedentes para comprar acciones propias en el mercado o mediante una oferta.

**REORIENTACIÓN (Turnaround):** Financiación de un cambio de orientación en una empresa en dificultades.

**SINDICACIÓN (Syndicate):** Asociación entre todos o una parte de los propietarios de acciones de una sociedad y entre cuyos pactos suele figurar la prohibición de enajenarlas durante el transcurso de un período, o la obligación de solicitar del Consejo de Administración la autorización para vender. En estos casos se dice que las acciones están sindicadas. Es una medida preventiva para dificultar posibles ofertas de adquisición hostiles.

**SOCIEDAD DE CAPITAL INVERSIÓN:** Sociedad anónima que se dedica fundamentalmente a invertir sus propios recursos en la financiación de empresas no cotizadas, aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial. No suele tener duración limitada y puede incrementar sus recursos mediante ampliaciones de capital.

**SOCIEDAD GESTORA DE ENTIDADES DE CAPITAL INVERSIÓN (General Partner):** Grupo de especialistas con experiencia y prestigio en inversiones en empresas no cotizadas, dedicados a promover la constitución y desarrollar la gestión de fondos de duración temporal, o sociedades de duración ilimitada, a cambio de una cantidad fija más una participación en las plusvalías realizadas en la desinversión.

**SPINOFF:** La creación de una nueva compañía independiente a partir de una compañía existente por la transmisión de los activos de uno o más

unidades de negocios o líneas de productos de la compañía a la nueva corporación y la distribución de capital de la nueva compañía a los accionistas de la antigua.

**SPINOUT:** La creación de una nueva compañía independiente por transferencia de tecnología de un centro de investigación público o de una universidad con el propósito de la comercialización de dicha tecnología desarrollada por la universidad o centro de investigación.

**STOCK OPTIONS:** Incentivos en forma de opciones sobre las acciones de una sociedad que se ofrecen a los directivos de la misma en función de ciertos objetivos.

**SUSTITUCIÓN (Replacement):** Suele tratarse de la entrada de un inversor financiero en el capital de una empresa para permitir la salida de algún accionista anterior. Esta actuación suele presentarse en procesos de sucesión de negocios familiares.

**TAG-ALONG RIGHTS (Piggy-back registration rights, take me along rights)** Acuerdo contractual de los accionistas, típicamente en conexión a una inversión de capital riesgo, por el que se comprometen a no vender su participación en el capital de la compañía sin dar el derecho a los demás accionistas a participar en la venta conjuntamente, a pro rata de sus participaciones.

**TASA CRÍTICA DE RENTABILIDAD (Hurdle Rate):** Tasa de retorno mínima aceptable de una inversión.

**TASA INTERNA DE RETABILIDAD (TIR) (Internal Rate of return – IRR):** Se denomina tasa interna de retorno, tipo interno de retorno, o bien de rendimiento interno, al tipo de descuento que iguala el valor de los flujos de entrada y de salida de una inversión a la fecha inicial de la misma.

**WITHHOLDING TAX:** Impuesto retenido en origen. Cualquier impuesto retenido antes de que el sujeto pasivo disponga del ingreso o del capital al que se aplica el impuesto. Son atractivos para los gobiernos porque reducen el potencial de evasión de impuestos. Los acuerdos de doble imposición suelen asegurar que los sujetos pasivos no tributen dos veces por la misma base imponible.

**YIELD:** Se calcula dividiendo el dividendo bruto entre el precio por acción, expresándose como un porcentaje. Muestra el retorno anual en la inversión a causa de los intereses y dividendos, excluyendo cualquier ganancia de capital.

## ANEXO II - MODELO CARTA NO CONTINUAR – AGRADECIMIENTO

---

En....., a dd/mm/aaaa

NOMBRE DEL PROYECTO

A la atención de Sr. ....

Asunto: Invitación a que el Fondo XXX invierta en su empresa

Apreciado Sr.....:

Después de analizar en detalle la documentación por Uds. facilitada, hemos tomado la decisión de no seguir adelante en el estudio de una posible inversión por los siguientes motivos:

El estado de desarrollo tecnológico de su proyecto, aunque interesante, nos parece todavía inmaduro.

Las expectativas de crecimiento planteadas nos parecen excesivamente optimistas, teniendo en cuenta los parámetros del sector y las tasas de crecimiento históricas de las empresas que lo configuran.

Estimamos que los plazos que plantean para el retorno de la inversión no encajan con nuestro horizonte de inversión temporal.

Con todo, estimamos que su proyecto presenta numerosos elementos de interés que a partir de un compromiso superior por parte de los inversores pudieren hacer más atractiva la incorporación de un nuevo socio.

Agradecemos la confianza que nos han depositado y aprovechamos la oportunidad para desearles los mejores éxitos en su emprendimiento.

Saludos cordiales,

Sr. xxxxxxxx

Sociedad gestora

Le acompañamos documentación entregada por usted.

### ANEXO III - MODELO CARTA DE CONFIDENCIALIDAD

---

En ....., a dd de mm de 2003

#### REUNIDOS

1) DE UNA PARTE, D....., provisto de N.I.F....., en su calidad de *cargo* en nombre y representación de *sociedad gestora*, sociedad domiciliada en *ciudad*, calle ..... y con C.I.F. .... En adelante esta parte se denominará "GESTORA".

2) DE OTRA PARTE, xxxxx, y en nombre y representación de ..... , con C.I.F. ...., sociedad domiciliada en ..... En adelante esta parte se denominará "xxxx".

En adelante, las partes referenciadas con los números 1) y 2), serán denominadas conjuntamente, las Partes.

Las Partes se reconocen capacidad para celebrar el presente acuerdo y a tal efecto

#### MANIFIESTAN

PRIMERO.- Que xxxxx es una empresa que se dedica a .....

SEGUNDO.- Que GESTORA es una sociedad gestora de capital riesgo registrada ante la CNMV.

TERCERO.- Que GESTORA está interesada en obtener información de xxxx (en adelante, la "COMPAÑÍA") .La COMPAÑÍA, está en una fase de búsqueda de socio capitalista. Asimismo y más concretamente, GESTORA está interesada en iniciar una serie de contactos al objeto de conocer con mayor detalle la información relativa al negocio desarrollado por XXXXXX y con la finalidad de estudiar la posible participación de un tercero (FONDO XXXXX) en su capital social (ampliación de capital, etc.).

Y, en virtud de cuanto antecede, las partes formalizan el presente acuerdo de confidencialidad con las siguientes

#### CLÁUSULAS

##### 1. Información Confidencial

A los efectos del presente documento, se entiende por "Información Confidencial" todas las informaciones y datos relacionados con la COMPAÑÍA y con su actividad mercantil, sus planes de negocio documentados o no, sus actividades, tecnologías, fórmulas aritméticas o matemáticas, productos, cuentas, clientes, métodos, organización, personal, contratos, derechos de propiedad industrial e intelectual y cualquier otra ya sea de carácter técnico, económico, comercial o de cualquier otra naturaleza, a la que cualquiera de las partes tenga acceso en virtud del presente acuerdo.

2. Objeto

El único objeto del presente acuerdo de confidencialidad es el de preservar la confidencialidad de la Información Confidencial, que no sea de índole pública, que será entregada directamente por la COMPAÑÍA a GESTORA en el marco de las relaciones que la COMPAÑÍA y GESTORA van a mantener en los próximos meses.

Obligaciones de GESTORA

GESTORA reconoce que la Información Confidencial constituye un secreto empresarial de la COMPAÑÍA y por ello se compromete a utilizar dicha información proporcionada por la COMPAÑÍA de forma confidencial y para el único fin de valorar una posible toma de participación por parte de FONDO XXXXX del capital social de la COMPAÑÍA. GESTORA se compromete en particular a no utilizar dicha información ni para provecho propio ni de terceros y a no revelarla a terceras partes otras que sus propios accionistas, filiales y asesores profesionales habituales sin autorización previa de la COMPAÑÍA.

GESTORA se abstendrá de contratar laboralmente o por cualquier otro medio, directa o indirectamente, a cualquiera de los empleados o directivos de la COMPAÑÍA a los que haya tenido acceso o con los que haya contactado en virtud del proceso iniciado con la firma del presente acuerdo.

En caso de desinterés en una posible toma de participación del capital social de la COMPAÑÍA una vez estudiada la información entregada por la COMPAÑÍA sobre la misma o en el caso de que el presente acuerdo llegara a su vencimiento por el transcurso del plazo previsto en la cláusula 4 del mismo, toda la documentación y materiales que se encuentren en posesión de GESTORA como consecuencia de su relación con la COMPAÑÍA, deberán ser devueltos con carácter inmediato por aquella parte a la COMPAÑÍA sin necesidad de que medie solicitud expresa por parte de la misma.

Duración

4.1 La duración del presente acuerdo será de seis (6) meses a partir de la fecha de su firma. Para todas las cláusulas del apartado 3 (Obligaciones de GESTORA) el plazo de vigencia tendrá una duración adicional de un (1) año a partir de la fecha de vencimiento del plazo general de seis (6) meses del acuerdo.

Competencia judicial

5.1 Las partes se comprometen a obrar de buena fe en la aplicación del presente acuerdo y se someten a los Tribunales de ..... para cualquier litigio derivando de la aplicación del presente acuerdo de confidencialidad.

Y EN PRUEBA DE CONFORMIDAD, las Partes firman este documento por duplicado ejemplar y a un único efecto, en la fecha y lugar indicados en el encabezamiento.

\_\_\_\_\_  
D. ....  
Sociedad Gestora

\_\_\_\_\_  
D. ....  
xxxx

## ANEXO IV - MODELO CARTA DE INTENCIONES A

---

En ....., a dd de mm de aaaa

\_\_\_\_\_  
(ACTUALES SOCIOS DE .....)

Muy Sres. nuestros:

En relación con las conversaciones iniciadas entre SOCIEDAD GESTORA XXX (en adelante, GESTORA) y ustedes, en su condición de únicos socios de la sociedad \_\_\_\_\_, (en adelante, \_\_\_\_), por la presente les manifestamos nuestro interés en realizar a través de FONDO XXX ( en adelante el FONDO) una inversión en \_\_\_\_, y ello en las condiciones básicas que a continuación se relacionan, sujetas en todo caso a la verificación de la información recibida hasta el momento:

*1.- Importe y destino de la inversión y porcentaje de participación en \_\_\_\_.-*

GESTORA a través del FONDO ha previsto una inversión total en \_\_\_\_ por un importe de .....,- Dólares, a cambio de la cual el FONDO recibirá una participación total final en \_\_\_\_ cuyo importe variará en los siguientes términos:

1º.- En el supuesto de que los actuales socios de \_\_\_\_ (en adelante, los SOCIOS ACTUALES) capitalizaran el 50% de los créditos que dichos socios ostentan conjuntamente en la actualidad frente a \_\_\_\_ por importe de .....,- Dólares, la aportación del FONDO reportaría a ésta una participación igual al 40% del capital social de \_\_\_\_, manteniendo los SOCIOS ACTUALES una participación del 60%.

2º.- En el supuesto de que los SOCIOS ACTUALES capitalizaran el 100% de tales créditos, la aportación del FONDO reportaría a ésta una participación igual al 33% del capital social de \_\_\_\_, manteniendo los SOCIOS ACTUALES una participación del 67%.

La capitalización de los créditos de los SOCIOS ACTUALES, en los términos señalados, se acordará en Junta General de Socios de \_\_\_\_ simultáneamente a la adopción de los acuerdos de ampliación de capital necesarios para la ejecución de la inversión prevista por el FONDO.

Para la determinación de los porcentajes de participación señalados se han tenido en cuenta tanto el valor total actual de \_\_\_\_, establecido en .....,- Dólares, como el Business Plan –todo ello- elaborado por los actuales gestores de \_\_\_\_, y que se acompaña a este documento como Anexo 1. La inversión del FONDO se destinará a la ejecución de los objetivos del Business Plan.



*2.- Ajuste de la participación de los SOCIOS ACTUALES en función de la evolución del resultado de la actividad de \_\_\_\_.-*

No obstante lo señalado en el apartado 1 anterior, la participación final de los SOCIOS ACTUALES en \_\_\_\_ se revisará en función del cumplimiento de los objetivos establecidos en el Business Plan anexo a este contrato, a cuyo efecto, y de darse los supuestos que a continuación se relacionan para la realización del ajuste, el FONDO cederá a los SOCIOS ACTUALES, a prorrata de su actual participación en \_\_\_\_, la correspondiente parte de sus acciones a fin de alcanzar los porcentajes aquí previstos, y ello por el precio simbólico de 1,- euro.

*El ajuste tendrá lugar transcurridos los CINCO años siguientes a la realización de la inversión, en los siguientes términos:*

1º.- Se realizará una valoración de la compañía, en la fecha de cierre de ejercicio inmediatamente siguiente al cumplimiento del expresado plazo de CINCO años. Los socios de la compañía concretarán, en los documentos definitivos que se suscriban para llevar a cabo los presentes pactos, los términos de la valoración, en especial en cuanto a su verificación por experto y criterios a tomar en cuenta.

2º.- Se calculará la rentabilidad teórica de los fondos propios invertidos por el FONDO, en base a la valoración establecida.

3º.- En el supuesto de que la rentabilidad teórica (TIR) de los fondos invertidos por el FONDO, calculada en función de dicha valoración, se encontrara entre el 25% y el 28%, inclusive, el FONDO cedería a los SOCIOS ACTUALES un número de participaciones equivalente al 4% del capital social de \_\_\_\_.

2º.- En el supuesto de que TIR se hallara entre el 29% y el 35%, inclusive, el FONDO cedería a los SOCIOS ACTUALES un número de participaciones equivalente al 6% del capital social de \_\_\_\_.

3º.- En el supuesto de que la TIR fuera superior al 35%, el FONDO cedería a los SOCIOS ACTUALES un número de participaciones equivalente al 7% del capital social de \_\_\_\_.

En consecuencia, tras el ajuste que, en su caso, tuviera lugar, los SOCIOS ACTUALES podrían alcanzar en su conjunto una participación total máxima en \_\_\_\_ del 67%, para el supuesto de que la participación inicial del FONDO hubiere sido del 40%, o del 74%, para el supuesto de que la participación inicial del FONDO hubiere sido del 33%, todo ello según lo previsto en el apartado 1.

*3.- Ajuste de la participación de FONDO XXX. en el supuesto de que el FONDO incorporara un nuevo socio a \_\_\_\_ en determinadas condiciones.-*

En el supuesto de que el FONDO dentro del plazo de cinco años desde la realización de la inversión, proporcionara y facilitara la entrada en \_\_\_\_\_ de un nuevo socio que adquiriera una parte significativa de la participación de los SOCIOS ACTUALES (equivalente, cuando menos, al \_\_\_% del total capital de la sociedad), valorada en un mínimo igual al resultado de capitalizar la inversión del FONDO en un 25% anual, la participación

del FONDO se ajustaría mediante la cesión por los SOCIOS ACTUALES a ésta de un número de sus participaciones equivalente al 7% del capital social de \_\_\_\_, y ello por el precio simbólico de 1,- euro.

#### 4.- Funcionamiento societario de \_\_\_\_.-

*Los SOCIOS ACTUALES y el FONDO adoptarán los acuerdos societarios que sean precisos para modificar los Estatutos Sociales de \_\_\_\_, a fin de que los mismos recojan los principios de funcionamiento societario que se establecen a continuación. En el supuesto de que los mismos no pudieran técnicamente contenerse en los Estatutos, se suscribirán los correspondientes pactos o contratos de socios, a fin de respetar tales principios en todo caso.*

##### 4.1.- Junta General de Socios.-

Los acuerdos de la Junta General de Socios de \_\_\_\_ se adoptarán por las mayorías legalmente establecidas, con excepción de los siguientes acuerdos, que requerirán el voto favorable del FONDO:

- Ampliación y reducción de capital, salvo cuando vinieren legalmente impuestas.
- Fusión y escisión.
- Disolución y liquidación, salvo en los casos legalmente obligatorios.
- Modificaciones estatutarias.
- Supresión del derecho de preferencia en los aumentos de capital.

##### 4.2.- Consejo de Administración.-

El Consejo de Administración de \_\_\_\_ estará formado por \_\_ consejeros, de los que \_\_ serán designados por los SOCIOS ACTUALES y \_\_ por el FONDO.

Los Consejeros designarán un Presidente, un Consejero y un Secretario. El Presidente será designado por \_\_ y el Secretario por \_\_.

Los acuerdos del Consejo de Administración se adoptarán por las mayorías legalmente establecidas, con la excepción de los siguientes acuerdos, que requerirán el voto favorable de los Consejeros representantes del FONDO:

Otorgamiento de avales o créditos a favor de terceros.

Realización de inversiones, reales o financieras, adquisiciones y/o enajenación de activos, que no estuvieren incluidos en el plan de negocios aprobado por todos los socios, y siempre que fueren superiores a 125.000 Dólares.

Acuerdos relativos a cambios sustanciales en el negocio o en la estrategia de actuación de la Sociedad.

##### 4.3.- Derecho de información.-

Se articulará un sistema que garantice suficientemente el derecho del FONDO a ser informado de todos los aspectos sustanciales relativos a los negocios de \_\_\_\_, y en particular, del balance y cuenta de resultados mensuales, de las nuevas inversiones y perspectivas de negocio, así como de cualquier otra circunstancia en la que el FONDO manifestara estar interesada en relación con la actividad de \_\_\_\_. La forma en que deba documentarse la información mensual aquí referida será concretada por los socios en el momento de formalización de la entrada del FONDO en \_\_\_\_.

#### 4.4.- Otros.-

4.4.1.- Se establecerá un régimen de transmisión de las participaciones sociales de \_\_\_\_ que regule suficientemente la posibilidad de entrada de terceros en la compañía, con un derecho preferente de los socios a la adquisición de participaciones y demás pactos que acuerden los socios.

4.4.2.- En la medida en que la situación patrimonial y financiera de la sociedad lo permita, se repartirá anualmente un dividendo igual al 25% del beneficio anual antes de impuestos auditado, una vez cubiertas las obligaciones legales.

4.4.3.- Las Cuentas Anuales de \_\_\_\_ serán auditadas anualmente por una compañía auditora de reconocido prestigio.

#### 5.- *Stock options para directivos.*-

Con el objetivo de asegurar la continuidad y vinculación del Consejero ..... al futuro de \_\_\_\_, previamente a la entrada del FONDO en la compañía, los SOCIOS ACTUALES otorgarán a dicho Consejero una opción de compra sobre participaciones de \_\_\_\_ propiedad de los SOCIOS ACTUALES, en un volumen equivalente al 3% del capital social de \_\_\_\_ antes de la entrada del FONDO y a ejercitar por un precio a pagar a los SOCIOS ACTUALES igual al valor de la compañía tenido en cuenta para la entrada del FONDO, con un descuento del 30% sobre dicho valor. El plazo y demás condiciones de ejercicio de la opción se pactarán por los SOCIOS ACTUALES con el Consejero ....., respetando en todo caso los compromisos de la presente carta de intenciones.

Asimismo, el FONDO y los SOCIOS ACTUALES se comprometen a estudiar la conveniencia de crear un Plan de opción sobre participaciones de \_\_\_\_ a favor de los empleados de la compañía.

#### 6.- *Principios reguladores de la desinversión del FONDO en el capital de \_\_\_\_.*-

Es condición esencial de la inversión y participación del FONDO en el capital social de \_\_\_\_, -y los SOCIOS ACTUALES conocen y aceptan el hecho-, el carácter puramente financiero de la inversión y, como tal, su temporalidad, teniendo previsto transmitir su participación en \_\_\_\_ en un plazo orientativo de entre tres y cinco años, bien mediante la venta de una mayoría del capital social de \_\_\_\_ en el mercado, bien mediante la compra de las acciones del FONDO por parte de la propia \_\_\_\_.

A tal efecto, se establecerán los pactos y acuerdos necesarios a fin de que:

1º.- Durante el período de tres años siguientes a la entrada del FONDO en el capital de \_\_\_\_\_, toda venta total o parcial de participaciones de \_\_\_\_\_ requiera el consentimiento de los SOCIOS ACTUALES y del FONDO.

2º.- Transcurridos los tres primeros años y hasta el quinto año:

. Los SOCIOS ACTUALES comunicará a el FONDO las eventuales ofertas de adquisición de participaciones que pudieren recibir, y a extender dichas ofertas a el FONDO, de forma que éste tenga la opción de transmitir conjuntamente sus participaciones, con el socio transmitente, a favor del tercero interesado. En el supuesto de que el tercero adquirente no estuviere interesado en la adquisición de la totalidad de las participaciones de la COMPAÑÍA, la transmisión sería a prorrata de las respectivas participaciones de los socios en el capital.

El FONDO comunicará a los SOCIOS ACTUALES las eventuales ofertas de adquisición de participaciones que pudiere recibir, de forma que, en el supuesto de que dicha oferta de compra de participaciones lo fuera por un volumen de participaciones superior a aquél del que fuera titular el FONDO, y por un valor de capitalización igual o superior al 20% anual, los SOCIOS ACTUALES estarán obligados a transmitir el porcentaje de participaciones que fuera preciso para alcanzar el total objeto de la oferta, sea cual sea dicho porcentaje.

3º.- En el supuesto de que, transcurridos cinco años desde la entrada de el FONDO en el capital de \_\_\_\_\_, el FONDO no hubiere transmitido su participación en \_\_\_\_\_, los SOCIOS ACTUALES y el FONDO pondrán a la venta conjuntamente, a solicitud del FONDO, la totalidad de las participaciones que en tal momento ostentaren en \_\_\_\_\_, por un precio total de \_\_\_\_\_,- Dólares, a cuyo efecto otorgarán, conjuntamente, un mandato de venta en el momento en que se formalice la entrada del FONDO en \_\_\_\_\_.

7.- *Costes.-*

*Serán por cuenta de \_\_\_\_\_ los siguientes gastos:*

. Firma auditora de reconocido prestigio contratada por el FONDO para la revisión de los estados financieros de \_\_\_\_\_ a 30 de Diciembre de 2002.

. Asesor legal contratado por el FONDO para la revisión de la documentación legal y elaboración de los documentos, contratos, ampliación de capital, acuerdo entre socios y modificación estatutarias precisos para la ejecución de los pactos de esta carta.

. Comisión de estudio y reestructuración de la operación para GESTORA: ..... Dólares.

En el supuesto de que no se llevara a término la operación por causas imputables a el FONDO, los gastos incurridos hasta ese momento serían asumidos por éste.

8.-*Finalización de la operación.- Confidencialidad.- Exclusividad.-*

El FONDO y los SOCIOS ACTUALES realizarán sus mejores esfuerzos para conseguir que las operaciones objeto de esta carta se lleven a término en el plazo más breve posible, preferentemente antes de \_\_\_\_\_, período durante el cual los SOCIOS ACTUALES se obligan a no iniciar ni continuar conversaciones o

negociaciones que tengan el mismo objetivo de la presente carta de intenciones. En caso de incumplimiento por los SOCIOS ACTUALES de su obligación de exclusividad, todos los gastos incurridos por el FONDO derivados de la presente carta y de sus pactos, serán por cuenta de \_\_\_\_.

El FONDO y los SOCIOS ACTUALES se obligan a guardar total confidencialidad sobre los términos de esta carta.

*9.- Garantías.-*

Los ACTUALES SOCIOS garantizarán personalmente y de forma solidaria frente a el FONDO la situación declarada de \_\_\_\_, a satisfacción suficiente del FONDO.

*10.- Estructura de la operación.-*

Las partes acordarán la estructura de la operación que sea más conveniente a sus intereses, siempre que la misma se ajuste a las condiciones pactadas en la presente carta.

Atentamente,

el FONDO

Conforme con los términos de la presente carta,

## ANEXO V - MODELO DE CARTA DE INTENCIONES B

---

### PACTOS

#### PRIMERO.- PRINCIPIOS GENERALES.

Mediante el presente contrato, las partes regulan la entrada de LOS INVERSORES en el capital social de "LA SOCIEDAD", las obligaciones de las partes, así como las reglas de funcionamiento posterior de ésta en aspectos tan esenciales como el relativo a sus órganos rectores y sus representantes, pacto de transmisión de las participaciones sociales y procedimiento de desinversión por parte de LOS INVERSORES, política de reparto de dividendos, principios de no competencia o la resolución de los posibles conflictos o diferencias entre los socios.

Lo pactado en el presente contrato ha de servir, en todo momento, como documento básico a la luz del cual deben interpretarse la totalidad de los documentos contractuales o societarios que se suscriban por las partes.

Las partes se comprometen a respetar y asumir los acuerdos alcanzados en el presente documento así como cualquier otro en el que aquellos se desarrollen.

#### SEGUNDO.- DE PARTICIPACION EN EL CAPITAL SOCIAL DE "LA SOCIEDAD" POR PARTE DE LOS INVERSORES

##### 1. Valoración de LA SOCIEDAD

Según el plan inicial desarrollado por LA SOCIEDAD la compañía estaría valorada en XXXX Dólares, antes de las ampliaciones de capital que más adelante se detallan (valoración pre-money).

##### 2.- Aportaciones de Capital por parte de LOS INVERSORES

Las aportaciones de capital por parte de LOS INVERSORES tendrán lugar en X fases distintas:

##### 2.1.- Primera Ampliación de Capital:

- Capital a suscribir XXX Dólares correspondientes a XXX<sup>8</sup> nuevas participaciones
- Precio por participación X Dólares de los que X Dólares corresponden a nominal y XXX Dólares corresponden a la prima de emisión.
- Posteriormente a dicha ampliación de capital, LOS INVERSORES tendrá una participación en la sociedad del X% sobre el total.

---

<sup>8</sup> El número de participaciones emitidas se ha calculado con la premisa que en la actualidad el número de participaciones sociales es de X

## 2.2.- Segunda Ampliación de Capital:

- Capital a suscribir XXX Dólares correspondientes a XXX<sup>9</sup> nuevas participaciones
- Precio por participación X Dólares de los que X Dólares corresponden a nominal y XXX Dólares corresponden a la prima de emisión.
- Posteriormente a dicha ampliación de capital, LOS INVERSORES tendrá una participación en la sociedad del X% sobre el total.

Condiciones suspensivas:

Esta segunda ampliación de capital solo será suscrita por LOS INVERSORES en el caso:

Las ventas e ingresos acumulados sean superiores a los indicados en la tabla adjunta.

El EBITDA, esto es, las pérdidas antes de impuestos, intereses amortizaciones y depreciaciones sean inferiores a las indicadas en la tabla adjunta

De los tres parámetros antes indicados, ventas, ingresos y EBITDA, se deben cumplir dos de los tres, pero necesariamente el EBITDA.

## 3.- Derecho preferente en liquidación o transmisión.

Las partes convienen expresamente que con cargo al producto de la venta o liquidación, cada uno de los accionistas actuales e LOS INVERSORES percibirán los importes correspondientes según la proporción de la inversión monetaria que hayan invertido en ese momento.

En el caso de que el valor de liquidación o venta sea superior a los importes antes indicados, las partes convienen que con cargo al producto de venta o liquidación, los accionistas actuales e LOS INVERSORES percibirán según sus participación porcentual en la empresa.

## 4.- Acuerdo de Desinversión Conjunta y Método de Desinversión.

La intención de LOS INVERSORES es apoyar el crecimiento de la compañía en su fase inicial y de desarrollo. Sin embargo, la toma de participación que efectúa LOS INVERSORES en el capital de LA SOCIEDAD tiene un carácter temporal, siendo elemento esencial de la misma la desinversión.

Esta desinversión deberá realizarse, de forma alternativa o simultánea, por los siguientes procedimientos:

---

<sup>9</sup> El número de participaciones emitidas se ha calculado con la premisa que en la actualidad el número de participaciones sociales es de X

4.1.- PACTO DE RECOMPRA: A partir del mes XX desde la primera ampliación de capital, si no se ha producido ninguna de las alternativas de desinversión posteriormente descritas en este punto 4.2 ,4.3, 4.4 y 4.5, y a petición de la parte vendedora sobre sus propias participaciones, recompra por parte de la sociedad de las participaciones propiedad de LOS INVERSORES.

La valoración de las participaciones objeto de la recompra será efectuada por un Banco de Negocios o Inversiones elegido por sorteo de entre una lista de cuatro bancos, designados respectivamente por la parte vendedora y LA SOCIEDAD. En cualquier caso el valor de recompra de las participaciones de LOS INVERSORES nunca será inferior a la cantidad resultante de capitalizar anual y acumuladamente en un XX% la inversión realizada hasta ese momento por LOS INVERSORES, en las distintas ampliaciones de capital.

Dicha recompra se realizará según las siguientes modalidades:

- Préstamo bancario
- Venta de parte de los activos.
- Venta a terceros de un nuevo tipo de participaciones.
- Venta de bonos y/o acciones convertibles a terceros.
- Mediante operaciones de MBO, MBI o BIMBO.

4.2.- Venta libre entre socios de LA SOCIEDAD a partir del mes XX a contar desde la primera ampliación de capital.

4.3.- Cotización oficial en Bolsa de Valores (IPO).

4.4.- Venta de participaciones de LOS INVERSORES a terceros inversores a partir del mes XX a contar desde la suscripción de la primera ampliación de capital, sin perjuicio que, por el mismo precio y condiciones, los restantes socios ejerciten el derecho de adquisición preferente que les corresponda, por un periodo de dos meses.

4.5- Shot Gun. Oferta de compra de acciones o participaciones de LA SOCIEDAD. Si a partir del mes XX a contar desde la suscripción de la primera ampliación de capital, un tercero ajeno a las partes, realiza una oferta de compra de acciones o participaciones de LA SOCIEDAD por la mayoría, la totalidad o superior al porcentaje de acciones o participaciones que de esta compañía ostente LOS INVERSORES, ésta podrá otorgar un mandato de venta de participaciones según requiera la oferta presentada. Para ello, el resto de los accionistas actuales, se obligan a ofrecer en venta un número de participaciones sociales que sumadas a las de LOS INVERSORES suponga la mayoría o la totalidad, según requiera la oferta presentada, de las participaciones de "LA SOCIEDAD".

En todo caso, los accionistas actuales podrán evitar la ejecución del Shot Gun ejerciendo un derecho de adquisición de las acciones o participaciones en posesión de LOS INVERSORES, al precio y condiciones ofrecido por el tercero.



A efectos de favorecer los puntos 4.1, 4.2, 4.3 , 4.4 y 4.5 , las partes se obligan, a petición de LOS INVERSORES, a acudir a grupos industriales, financieros, intermediarios financieros, firmas de fusiones y adquisiciones, bancos de inversión y de cualquier otra naturaleza para que proporcionen una oferta de compra de las participaciones sociales de LOS INVERSORES o una financiación a "LA SOCIEDAD" que permita la sustitución de LOS INVERSORES en el capital social de ésta, para lo que se comprometen a realizar los mayores esfuerzos.

Todos los gastos del proceso de desinversión correrán a cargo de La Sociedad

#### 5.- Ajuste por objetivos

En el caso de que en los apartados 4.1.2, 4.1.3, 4.1.4 ,4.1.5 el valor de la sociedad sea superior a XXXX Dólares la participación de LOS INVERSORES quedará corregida según:

- la participación del XX % obtenida después de la primera ampliación quedará corregida al XX%.
- la participación del XX % obtenida después de la segunda ampliación quedará corregida al XX%.
- la participación del XX % obtenida después de la primera ampliación quedará corregida al XX%.

#### 5.- Tag Along y compromiso de permanencia.

En el caso en que un 5% o más de las participaciones de las que sean propietarios en cada momento los Accionistas actuales, sean objeto de transmisión por cualquier título, en una o varias transmisiones para cada caso respectivamente, dicha transmisión no podrá tener lugar sin que los Accionistas actuales ofrezca a LOS INVERSORES la posibilidad cierta de vender todas las acciones o participaciones de que sean titulares en este momento al precio de venta ofrecido a los accionistas actuales

#### 6.- Derecho de rescate.

Si accionistas actuales compran a LOS INVERSORES la totalidad o parte de sus participaciones de LA SOCIEDAD y, dentro de los 12 meses siguientes a dicha transmisión, se produce una transmisión de venta de participaciones por parte de los accionistas actuales a un tercero, por un precio superior al que anteriormente se había comprado a LOS INVERSORES , el accionistas actuales estará obligado a entregar a LOS INVERSORES la cantidad que resulte de la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de dichas acciones o participaciones.

El abono de dicha diferencia, en su caso, no será aplicable cuando LOS INVERSORES hubiesen ofertado sus acciones o participaciones a los Accionistas actuales.

#### 7.- Antidilución.

LOS INVERSORES no reducirán su participación porcentual en LA SOCIEDAD en el caso de entrada de otro inversor si ésta se produce antes de xxxx de xxxx de 200x

### TERCERO.- GOBIERNO Y ADMINISTRACION DE "LA SOCIEDAD".

#### 3.1.- Competencias de la Junta general. Adopción de acuerdos.

Todos los acuerdos cuya competencia corresponda a la Junta General, requerirán los votos favorables de más del 90% por ciento de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social, obligándose las partes a respetar este quórum aun cuando fuese superior al exigido en determinados casos por la Ley y por ello no pudiese trasladarse a los Estatutos Sociales. A estos efectos, en el momento en que se produzca la primera ampliación de capital, "LA SOCIEDAD" procederá a modificar el artículo XX de los Estatutos Sociales, dándole la redacción prevista en el Anexo nº 1 de este contrato.

#### 3.2.- Composición del Consejo de Administración. Adopción de acuerdos.

3.2.1 La administración y el gobierno de "LA SOCIEDAD" corresponderá al Consejo de Administración, compuesto por 5 miembros, de los cuales un máximo de tres serán designados a propuesta de los accionistas actuales, y el resto por LOS INVERSORES

Para la válida constitución del Consejo de Administración se requerirá la presencia de al menos, la mitad más uno de sus componentes, y la adopción de acuerdos requerirá la mayoría de las tres cuartas partes de sus componentes. El Consejo se reunirá, al menos, con una periodicidad mensual. A estos efectos, seguidamente a la firma del Contrato de Toma de Participación o Acuerdo de Accionistas, "LA SOCIEDAD" procederá a modificar el artículo XX de los Estatutos Sociales, dándole la redacción prevista en el Anexo nº X de este contrato.

3.2.2.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado anterior, las partes establecen una serie de Materias Reservadas para cuya aprobación se requerirá además, el voto favorable de los consejeros nombrados a propuesta de LOS INVERSORES. Dichas Materias Reservadas son las siguientes:

- Cualquier modificación de la estrategia, concepto de negocio, diseño y lanzamiento de nuevos productos, etc. no recogidos en el Plan de Negocio que se adjunta como anexo.
- La solicitud por parte de la Sociedad de préstamos, créditos o financiación por un importe superior a 60.000 Dólares.
- La concesión por parte de la Sociedad de préstamos, créditos o financiación.
- El otorgamiento por parte de la Sociedad de garantías a terceros o la concesión de avales, no incluyéndose los legalmente exigidos por la normativa aplicable al objeto social de la compañía.
- La adquisición y/o inversión de cualquier tipo de activo o propiedad, por un coste total superior a 12.000 Dólares.
- La transmisión y/o enajenación de cualquier tipo de activo.
- Cualquier operación entre LA SOCIEDAD y/o sus filiales y una entidad o persona vinculada, directa o indirectamente, con alguna de ellas, y/o cualquier operación entre LA SOCIEDAD y/o sus filiales con LAS PARTES y/o las sociedades matrices o dominantes de las mismas en términos tales que sean en condiciones manifiestamente fuera de mercado, o que esté fuera de su objeto social.

- El otorgamiento de garantías a favor de terceros fuera del curso ordinario de los negocios.
- La adquisición por cualquier título, incluso los derivados de ampliaciones de capital, o la enajenación de acciones o participaciones sociales o la suscripción de contratos que otorguen algún derecho de adquisición o enajenación sobre las mismas.
- La celebración, resolución y/o modificación de contratos mercantiles de prestación de servicios en los que LA SOCIEDAD asuma la posición contractual de arrendataria, cuando la contraprestación que LA SOCIEDAD deba satisfacer al tercero que preste los servicios en cuestión exceda de un importe superior a 12.000 Dólares anuales.
- Modificación de los criterios y principios contables de la Sociedad, salvo por imperativo legal.
- Modificar, resolver o celebrar con Consejeros y/o accionistas o persona vinculada o interpuesta, cualesquiera contratos de trabajo o mercantiles.
- Celebrar con Consejeros y/o accionistas cualquier relación remunerada de prestación de servicios, bien la prestación sea de LA SOCIEDAD hacia los Consejeros y/o accionistas y viceversa. Este punto no afecta a la cláusula 7.4 de este contrato.
- La aprobación o modificación del Presupuesto anual y del Plan Financiero.
- La delegación de facultades a favor de integrantes del Consejo de Administración o el otorgamiento de poderes solidarios o mancomunados cuando contengan alguna de las materias incluidas en el presente apartado.
- Celebrar contratos particularmente onerosos o en términos ajenos al mercado o fuera del objeto social.
- Actos de disposición o licencia a favor de terceros de registros de propiedad industrial o intelectual.
- La solicitud de estado legal de suspensión de pagos o de cualquier otro procedimiento concursal.
- La designación de la persona o personas físicas que represente a la Sociedad en terceras sociedades, cuando la Sociedad sea designada como miembro del Órgano de Administración de la tercera sociedad, o en su caso la designación de la persona o personas físicas que fueran designadas como miembro del órgano de administración de una tercera sociedad.
- Discernimiento de los cargos del Consejo de Administración, la modificación del número de consejeros, y la modificación del número de consejeros que puede designar cada parte.

La sociedad adaptará los Estatutos Sociales en los contenidos correspondientes que queden modificados por el Acuerdo de Accionistas.

El cargo de miembro del Consejo de Administración será gratuito.

El Presidente del Consejo de Administración será designado de entre los consejeros propuestos por los accionistas actuales y las personas que deben desempeñar los cargos de secretario y vicesecretario, no consejeros, serán designados a propuesta de LOS INVERSORES

Los cargos de Presidente, Secretario y Vicesecretario del Consejo de Administración serán aceptados de mutuo acuerdo por las partes

3.3.- Dirección general.

El Consejo de Administración designará un Director General, cuyas funciones serán retribuidas a valor de mercado, que ostentará las facultades que se establecen en el Anexo X de este contrato. El Director General, en el ámbito de sus atribuciones, no podrá sin el consentimiento del Consejo de Administración, concertar cualquier tipo de operaciones con su cónyuge, ascendientes, descendientes o parientes dentro del cuarto grado de consanguinidad ni con empresas con las que esté relacionado directa o indirectamente. Los Consejeros que representan a LOS INVERSORES designarán al responsable administrativo financiero.

El Director General informará mensualmente al Consejo de Administración en relación a:

- .- Cuenta de resultados y balance.
- .- Previsión de tesorería.
- .- Informe de gestión.

De mismo modo el director general informará a LOS INVERSORES quincenalmente del estado de tesorería, justificando los gastos e inversiones en los que se ha incurrido.

Asimismo, deberá presentar antes del 15 de noviembre de cada año, el presupuesto del ejercicio siguiente, que deberá incluir la cuenta de resultados y balances provisionales, presupuesto de tesorería, plan de inversiones y plan comercial.

#### CUARTO.- POLÍTICA DE DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS.

Con cargo a los beneficios obtenidos y una vez cubiertas las atenciones legales y estatutarias se acordará el reparto de dividendos, siempre que la Junta General lo acuerde.

Para determinar la partida de "beneficios después de impuestos", se estará a lo que dispone el Plan General de Contabilidad para la obtención de los "Resultados del ejercicio" en los modelos de Cuantías Anuales, teniendo en cuenta el modelo que corresponda en cada ejercicio, abreviado o normal, según el tipo de cuentas que en cada ejercicio se formulen.

#### QUINTO .- DECLARACIONES Y COMPROMISOS.

A los fines y efectos del presente contrato, LA SOCIEDAD declara y garantiza a LOS INVERSORES que:

5.1. Las manifestaciones y declaraciones contenidas en los epígrafes siguientes son correctas, ciertas y verdaderas a la fecha de firma del contrato.

5.2. Los Estados Financieros que se adjuntan como Anexo x han sido elaborados de conformidad con los principios de contabilidad generalmente aceptados y, con las leyes aplicables, y reflejan la imagen fiel de la situación patrimonial, económica y, financiera de "LA SOCIEDAD" a dicha fecha.

5.3. "LA SOCIEDAD" es una sociedad limitada debidamente constituida y existente, inscrita en el Registro Mercantil de Barcelona, en la plena propiedad, uso y disfrute de todos sus bienes, activos y derechos, disfrutando de todas las licencias, permisos y autorizaciones precisos para llevar a cabo sus actividades o para la correcta utilización de sus propios bienes o derechos o de los bienes o derechos ajenos cuya utilización o disfrute le han sido cedidos, todo ello de acuerdo con las leyes españolas o cualquier otra normativa aplicable en su caso. Todos los acuerdos adoptados por "LA SOCIEDAD" susceptibles de inscripción en el Registro Mercantil han sido oportunamente inscritos y sus cuentas anuales depositadas, de acuerdo con la normativa aplicable.

5.4. La actividad de "LA SOCIEDAD" ha sido conducida, en sus términos más amplios, de conformidad con las leyes aplicables, de modo que no se halla incurso en incumplimiento o violación de cualesquiera leyes o disposiciones normativas en el sentido más amplio que refiera a la misma y a su actividad mercantil, y no se tiene conocimiento de ninguna investigación o inspección de naturaleza fiscal, laboral o de cualquier tipo, relativa a "LA SOCIEDAD", a sus propiedades o a su actividad, ni tienen motivos razonables para pensar que ninguna investigación o inspección de cualquier orden pueda acaecer en el futuro por causas particulares ligadas a la misma.

5.5. "LA SOCIEDAD" no controla ni posee, directa o indirectamente, interés o participación alguna en otras sociedades. Tampoco es propietaria de ningún tipo de valor mobiliario emitido por ninguna otra sociedad u organización, tanto pública como privada, ni miembro de asociaciones o proyectos empresariales con terceros.

5.6. "LA SOCIEDAD" no ha presentado garantías o avalado ningún importe debido por persona, empresas o sociedad alguna.

5.7. Desde la fecha de los Estados Financieros en lo aplicable, hasta el día de hoy, no se han producido movimientos de inventario que no correspondan al curso ordinario de los negocios.

5.8. A la fecha de la firma del presente Contrato, "LA SOCIEDAD" no adeuda a ninguno de sus actuales empleados o a los que han sido sus empleados en el pasado, sin excepción alguna, ningún tipo de sueldo, salario, comisión, bono, y otra compensación, directa o indirecta, en dinero o en especie, por cualquier servicio realizado por ellos hasta la fecha de este documento, ni cantidades que deban ser reembolsadas a dichos empleados sin excepción. "LA SOCIEDAD" ha cumplido en el pasado con la legislación aplicable de carácter laboral o de Seguridad Social, referente al registro de personal, prácticas, términos y condiciones de empleo, salarios y honorarios.

5.9. "LA SOCIEDAD" ha presentado a los Organismos del Estado, Provincia, municipio o Comunidad Autónoma competentes todas las declaraciones y documentos requeridos por la ley, relativos a: (i) impuestos directos o indirectos, españoles o, en su caso, extranjeros, de cualquier orden que resulten de aplicación a "LA SOCIEDAD" así como a cualesquiera tasas, arbitrios, contribuciones especiales o cualesquiera otros tributos; y (ii) cotizaciones a la Seguridad Social, contribuciones de previsión social o cualquier tipo de cargas sociales que de acuerdo con la legislación vigente hayan resultado de aplicación a "LA SOCIEDAD" hasta la fecha de firma del presente Contrato

5.10 No existe pleito, contencioso o procedimiento o reclamación de ningún tipo pendiente o anunciado contra la Sociedad o en relación con las misma, a sus bienes o actividades, ni la "LA SOCIEDAD" es parte tampoco de ningún pleito, contencioso o procedimiento. No ha recaído ninguna sentencia, resolución ni orden ejecutada o pendiente de ejecutar que afecte o pueda afectar adversamente su actividad comercial o proyectos, su condición financiera o cualquiera de sus activos. No existe ningún hecho del razonablemente pueda deducirse el anuncio de interposición de un pleito, contencioso o procedimiento contra "LA SOCIEDAD". No existe procedimiento administrativo sancionador o expropiatorio en curso, ni hecho que pueda razonablemente dar lugar a los mismos.

5.11. "LA SOCIEDAD" no ha constituido ningún derecho real, ya sea de usufructo, uso, hipoteca, prenda u otras formas de garantía sobre sus propios bienes, encontrándose los mismos libres de cualquier carga o gravamen.

5.12. "LA SOCIEDAD" no ha contraído, ninguna deuda u obligación, ni concedido préstamos, créditos o anticipos en favor o en relación con cualquier de sus directivos, antiguos empleados o accionistas.

5.13. Los mandatos y poderes conferidos por "LA SOCIEDAD" a cualquier tercero, tanto de carácter permanente como especial y que se encuentran actualmente en vigor, pueden ser revocados en cualquier momento y sin coste alguno por "LA SOCIEDAD".

5.14. No existe ninguna razón por la cual "LA SOCIEDAD", desde la firma del presente Contrato, no pueda desarrollar su actividad mercantil en la misma forma en que ésta ha venido siendo desarrollada antes de este momento.

5.15 LOS ACCIONISTAS ACTUALES declaran y garantizan que han puesto de manifiesto a LOS INVERSORES toda la información y todos los datos relativos a "LA SOCIEDAD", y a sus actividades empresariales para evaluar y determinar del modo adecuado el valor de las mismas.

#### SEXTO.- GARANTIAS DE LA SOCIEDAD

6.1. LOS ACCIONISTAS ACTUALES , reconociendo que los datos, informaciones, declaraciones y garantías ofrecidas por los mismos a LOS INVERSORES y, que se contienen en el presente Contrato y en sus Anexos, representan la base en virtud de la cual esta entidad ha tomado la decisión de suscribir el presente Contrato y ejecutar la operación que en el mismo se contempla, garantiza a ésta la exactitud de todo lo declarado en el mismo, y responderán y resarcirán a LOS INVERSORES y/o a "LA SOCIEDAD", de conformidad con los términos y condiciones del presente Contrato, frente y respecto de cualesquiera responsabilidades o contingencias de todo orden que resulten en contra de "LA SOCIEDAD" y que deriven de la explotación de esta última con anterioridad al presente Contrato, así como por cualquier inexactitud o incumplimiento de las indicadas declaraciones y compromisos, que resulten de los siguientes conceptos:

(a) La comprobación por la Inspección Fiscal o cualquier reclamación por las Autoridades Fiscales que surjan en conexión con los siguientes impuestos: Impuesto sobre el Valor Añadido, Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos jurídicos Documentados, Impuesto de

Aduanas, Impuesto sobre Sociedades, Impuesto sobre Actividades Económicas o cualquier otro impuesto de carácter estatal, autonómico, provincial o local, tasa, arancel o cualquier otro tributo.

(b) La comprobación por las Autoridades Laborales y de la Seguridad Social, en relación con los pagos, deudas, obligaciones y contribuciones de "LA SOCIEDAD" a la Seguridad Social y en materia social, así como cualesquiera reclamaciones efectuadas por los trabajadores, cualquiera que fuere la naturaleza de la relación mantenida con los mismos, que hayan sido empleados de las mismas en relación con causas, hechos y/o circunstancias que resulten de la explotación de "LA SOCIEDAD" con anterioridad a la fecha de firma del presente Contrato.

En lo que se refiere a la indemnidad descrita en este apartado, que incluye y comprende asimismo todas las liquidaciones, recargos, sanciones e intereses de demora que se impongan por las autoridades fiscales, laborales o de la Seguridad Social, LOS ACCIONISTAS ACTUALES serán responsables en todo caso frente LOS INVERSORES mientras la Administración Pública española competente o los antiguos empleados de "LA SOCIEDAD" puedan reclamar legalmente a ésta o, en su caso, LOS INVERSORES, las mencionadas contingencias.

(c) Todos los pasivos de "LA SOCIEDAD", de cualquier naturaleza, vencidos, ciertos, eventuales o de cualquier otro tipo, existentes a la firma del presente Contrato y que no estén expresa y suficientemente reflejados o provisionados, según la legislación vigente y los principios de contabilidad generalmente aceptados, en los Estados financieros.

(d) El importe de cualquier partida del activo de los Balances de "LA SOCIEDAD" que resulte ser menor de lo contabilizado o declarado.

(e) Los gastos de todas las acciones legales, procedimientos, instancias, comprobaciones, decisiones, costes y gastos accesorios a cuanto precede.

6.2. En el supuesto de que, con posterioridad a la fecha de firma del presente Contrato, resulte cualquier daño y/o perjuicio o contingencia de cualquier orden, o se reclame cualquier responsabilidad a "LA SOCIEDAD" o a LOS INVERSORES por causas, hechos y/o circunstancias que resulten de la explotación de la Sociedad con anterioridad a la fecha de la firma del presente Contrato, según lo expresado en este Pacto, LOS ACCIONISTAS ACTUALES responderán y resarcirán a LOS INVERSORES o a "LA SOCIEDAD" de modo inmediato, a discreción de LOS ACCIONISTAS ACTUALES y según lo indicado a continuación. A tales efectos, LOS INVERSORES podrán presentar una reclamación a LOS ACCIONISTAS ACTUALES en base al presente Pacto en cualquier momento posterior a la fecha del presente Contrato.

La responsabilidad y la obligación de resarcimiento prevista en el presente Pacto y particularmente en el párrafo anterior podrá liquidarse, a elección de LOS ACCIONISTAS ACTUALES:

(a) bien a "LA SOCIEDAD" directamente, en cuyo caso procederá por el importe correspondiente a la reclamación, responsabilidad y/o daño o perjuicio de que se trate;

(b) bien a LOS INVERSORES , en cuyo caso LOS ACCIONISTAS ACTUALES vendrán obligados a pagarle en las mismas condiciones el XX (XX) por ciento de la cantidad correspondiente a la reclamación, responsabilidad y/o daño o perjuicio de que se trate.

6.3. La responsabilidad de LOS ACCIONISTAS ACTUALES frente a LOS INVERSORES y/o frente "LA SOCIEDAD", quedará sujeta a las siguientes limitaciones temporales:

i) Para los conceptos referidos en los Puntos (a) y (b) del Apartado 6.1 anterior, hasta su prescripción legal, de acuerdo con la normativa aplicable.

(ii) Para los conceptos referidos en los Puntos (c) y (d) del Apartado 6.1 anterior, durante dos (2) años naturales, contados de fecha a fecha desde la firma del presente Contrato.

Para los gastos referidos en el Punto (e) del Apartado 6.1 anterior, no regirá limitación temporal ninguna, y se harán efectivos por LOS ACCIONISTAS ACTUALES a LOS INVERSORES y/o a "LA SOCIEDAD", según proceda, con carácter inmediato a su satisfacción y liquidación por los mismos.

En relación a las limitaciones temporales establecidas en el presente Punto, la responsabilidad de LOS ACCIONISTAS ACTUALES frente a LOS INVERSORES por los conceptos cubiertos por el mismo les será exigible siempre y cuando "LA SOCIEDAD" tenga conocimiento de la reclamación correspondiente dentro de los plazos indicados, o siempre y cuando LOS INVERSORES dirija a LOS ACCIONISTAS ACTUALES comunicación fehaciente poniéndole de manifiesto alguna infidelidad a las declaraciones y garantías formuladas por ellos mismos en su favor, según quedan referenciadas en el presente Contrato.

#### SÉPTIMO.- OTRAS MANIFESTACIONES.

7.1.- La gestión administrativa, contable, fiscal y el asesoramiento jurídico de "LA SOCIEDAD" será designado por LOS INVERSORES, sujeto a contrato con presupuesto aceptado por el Consejo de Administración. Todos los gastos correrán a las expensas de "LA SOCIEDAD".

7.2.- Mientras LOS INVERSORES ostenten la condición de socio, "LA SOCIEDAD" deberá auditar sus cuentas anuales la firma auditora "xxxxxxx". . Todos los gastos correrán a las expensas de "LA SOCIEDAD".

7.3.- LOS INVERSORES tendrán derecho preferente a elegir el proveedor de productos y servicios financieros.

7.4.- Desde la firma del presente contrato y hasta el momento de la desinversión por parte de LOS INVERSORES, ésta percibirá anualmente de "LA SOCIEDAD" la cantidad de \_\_\_\_\_ Dólares en concepto de asesoramiento.

#### OCTAVO.- ACUERDO DE NO COMPETENCIA.



Los accionistas actuales e LOS INVERSORES se obligan recíprocamente para con las demás partes y frente a "LA SOCIEDAD" a que durante y posteriormente al cese de sus relaciones contractuales o societarias con ésta:

a) A no prestar sus servicios durante un periodo de 18 meses, directa o indirectamente, a ninguna empresa que desarrolle en PAÍS XXX actividad que implique competencia a los negocios de "LA SOCIEDAD".

b) A no realizar, directa o indirectamente, durante un periodo de 18 meses, negocios relacionados con la actividad de "LA SOCIEDAD", con ninguna persona que, en el momento de cesar en la prestación de sus servicios con "LA SOCIEDAD", sean clientes o tenga relaciones económicas con ésta.

#### NOVENO.- INDEMNIZACIONES.

En caso de incumplimiento por parte de los accionistas actuales de las obligaciones asumidas en el presente Contrato, incluyendo sus Anexos, éstos se obligan formalmente, si LOS INVERSORES lo requieren, a adquirir la totalidad de las acciones o participaciones de "LA SOCIEDAD" propiedad de LOS INVERSORES, con pago al contado, en el plazo de treinta (30) días desde que fueran requerido al efecto por parte de la misma y ante el fedatario público que pueda designar al efecto, por un precio equivalente a la cantidad resultante de capitalizar anual y acumuladamente en un 60 % la inversión realizada hasta ese momento por LOS INVERSORES. Dicha compraventa, se ejecutará sin más condiciones que las estrictamente referentes a su objeto y a su precio, según quedan indicados, y en ningún caso con prestación por parte de LA SOCIEDAD de cualesquiera declaraciones, compromisos adicionales o garantías de ningún orden.

#### DÉCIMO.- ARBITRAJE.

Para la solución de cualquier cuestión litigiosa de la interpretación, cumplimiento y ejecución del presente contrato de todos los demás actos y contratos relacionados con el mismo, las partes, con renuncia expresa a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, someterán la resolución de la discrepancia, diferencia o desacuerdo a arbitraje de derecho a arbitraje de derecho ante el Tribunal Arbitral de ....., de conformidad con lo previsto en la vigente Ley de Arbitraje, de 5 de diciembre de 1998, al que se encargará la designación de un único árbitro y la administración del arbitraje. Las Partes se obligan expresamente a cumplir el laudo arbitral que, en su caso, se dicte.

## ANEXO VI - LINKS RELEVANTES

---

### Venture Capital

Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN)

<http://www.iadb.org/mif/website/default.asp?C=1&L=1>

Banco Interamericano de Inversiones (BID)

[www.iadb.org](http://www.iadb.org)

Highgrowth Partners SGEER (España)

[www.highgrowth.net](http://www.highgrowth.net)

European Venture Capital Association.

[www.evca.com](http://www.evca.com)

Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo

[www.ascr.org](http://www.ascr.org)

Latin American Venture Capital Association

[www.lavca.com](http://www.lavca.com)

National Association of Small Business Investment Companies (EE.UU.)

[www.nasbic.org](http://www.nasbic.org)

National Venture Capital Association (EE.UU.)

[www.nvca.org](http://www.nvca.org)

Associação Brasileira de Capital de Risco

<http://www.abcr-venture.com.br>

British Venture Capital Association.

[www.bvca.co.uk](http://www.bvca.co.uk)

European business angels directory.

[www.eban.org](http://www.eban.org)

National association of seed and venture funds

<http://www.nasvf.org/>

### Prensa especializada

European Venture Capital Journal

[www.venturecapitaljournal.net](http://www.venturecapitaljournal.net)

Real Deals

[www.realdeals.eu.com](http://www.realdeals.eu.com)

Venture Economics

[www.ventureeconomics.com/](http://www.ventureeconomics.com/)

Webcapitalriesgo

[www.webcapitalriesgo.com](http://www.webcapitalriesgo.com)

Asset Alternatives

<http://www.assetnews.com>

Venture Equity Latin America

<http://www.ve-la.com>

Price Waterhouse Coopers – Money Tree

<http://www.pwcmoneytree.com/moneytree/index.jsp>

The International Finance Corporation

[www.ifc.org](http://www.ifc.org)

SME Toolkit

[www.gptoolkit.org](http://www.gptoolkit.org)

Community Development Venture Capital Alliance

<http://www.cdvca.org/>

VC Experts

[www.vcexperts.com](http://www.vcexperts.com)

AltAssets

[www.altassets.net](http://www.altassets.net)