

Luis J. Sanz
INCAE Business School,
Managua, Nicaragua
Luis.Sanz@incae.edu

Mario Lazzaroni
McKinsey & Company,
Mario_Lazzaroni@mckinsey.com

***Agora Partnerships.
Estructuración de una
inversión semilla en
Nicaragua. Lanzamiento
de negocios de riesgo en
mercados emergentes****

***Agora Partnerships.
Structuring a seed stage
investment in Nicaragua.
Launching new ventures in
emerging markets***

RESUMEN

Agora Partnerships, fundada por Benjamin Powell en los Estados Unidos y Ricardo T. Terán en Nicaragua, comenzó operaciones en el 2005 con el objetivo de seleccionar y apoyar emprendedores y planes de negocio con un alto potencial de éxito. Agora enfrenta algunos retos particulares. Primero, el tamaño de los negocios en los que invierte no permite una estructura de comisión tradicional. Segundo, los mecanismos de salida tradicionales son casi inviables en Nicaragua. Este caso de enseñanza identifica las principales características de este “fondo de micro-capital de riesgo”. Incluye el análisis de las fuentes de fondos, la estructuración de la inversión y los retornos esperados. El dilema no resuelto es cómo estructurar una propuesta de inversión que resulte atractiva tanto para inversionistas como emprendedores.

Palabras clave: capital de riesgo, nuevas empresas, países emergentes.

Derechos reservados © Incae, 2006. Publicado con autorización del Incae. Prohibida la reproducción total o parcial sin el permiso escrito de los autores. Este caso fue preparado para que sirviera como base para su discusión en clase, más que para ilustrar el manejo efectivo de una situación gerencial. La nota de enseñanza está disponible de los autores a solicitud. Enviar correspondencia a Luis J. Sanz, Incae Business School, Apartado 2865, Managua, Nicaragua (Correo electrónico: Luis.Sanz@incae.edu).

* Los autores agradecen el apoyo financiero del Microfinance Management Institute para este caso de enseñanza. Queremos agradecer a Connie Jones, de Incae Business School, por su asistencia editorial. Todos los errores son nuestros.

ABSTRACT

Agora Partnerships, founded by Benjamin Powell in the US and Ricardo T. Teran in Nicaragua, started its operations in 2005 with the goal of identifying and supporting entrepreneurs and business plans with high potential for success. Agora faces some unique challenges. First, the size of the businesses that is investing in does not allow for a traditional “management fee” structure. Secondly, traditional investment exits are nearly impossible in Nicaragua. This teaching case identifies the main features of this “micro venture capital fund.” It includes analysis on sources of investment capital, deal structures, and expected returns. The unresolved dilemma remains how to structure an investment proposal attractive to both investors and entrepreneurs. The teaching note is available from authors upon request.

Key words: venture capital, new ventures, emerging markets.

“La mayoría de los que aspiran a ser hombres de negocios en países pobres están atrapados en un punto ciego de desarrollo. Muy grandes para microfinanzas, muy pequeños para préstamos tradicionales, ellos representan tal vez el activo subutilizado más grande de los países pobres. Estos emprendedores tienen la llave para la creación de trabajos. Necesitamos encontrar nuevas formas de liberarlos”.

Benjamín Powell, fundador Agora Partnerships

1. INTRODUCCIÓN

Agora Partnerships era una organización privada sin fines de lucro cuya misión era lanzar compañías socialmente responsables en Nicaragua y ayudarlas a crecer, y se fundó bajo la creencia clave de que el talento empresarial en América Latina se estaba malgastando cuando la asistencia y el financiamiento enfocado podrían transformar una idea de negocio en una realidad exitosa.

Agora fue fundada por Ben Powell y Ricardo T. Terán, que, creyeron que era momento de aplicar el entendimiento de las microfinanzas, que los pobres son financiables, a emprendedores que trataban de iniciar un negocio en una economía formal. Tanto Ben y Ricardo creyeron que la clave para aliviar la pobreza en los países pobres era ayudar a los mejores emprendedores a crear negocios innovadores y bien operados que podrían competir en los mercados locales y globales. Agora fue creada para ser un mecanismo que podría entregar capital a microempresas riesgosas y asistencia técnica a empresas prometedoras que apenas iniciaban. El equipo Agora creyó que los emprendedores locales tenían la clave de la productividad y el crecimiento laboral; ellos solo necesitaban el tipo de apoyo correcto y el tipo de inversión apropiada. Encontrar la forma más efectiva de proveer este apoyo e inversión fue un reto importante.

El modelo de Agora ofreció a emprendedores prometedores un programa comprensivo que atacó las barreras clave para el desarrollo de negocios pequeños que la administración de la empresa identificó como una falta de: redes empresariales y sociales, educación, financiamiento y experiencia administrativa. El modelo se lanzó oficialmente como un plan piloto en Nicaragua en el 2005 (con un plan para expandirse a otros países centroamericanos en dos años). Al inicio del 2006, Agora había ofrecido consultoría a nueve emprendedores y se habían identificado otros seis. Su comité de inversiones voluntario estaba en el proceso de decidir a cuáles negocios en riesgo ofrecer fondos y en qué términos.

La administración de Agora sabía que invertir en la clase de activos en etapas iniciales, y más aún, en negocios que no estaban constituidos en Nicaragua, era increíblemente arriesgado y presentaba retos significativos. La organización necesitaba bajar los costos de transacción requeridos para encontrar y analizar negocios y preparar y educar a los emprendedores para una posible inversión. Además de encontrar grandes ideas de negocios, necesitaba una forma de adaptar los principios del capital de riesgo (VC por sus siglas en inglés: *venture capital*) al contexto de Nicaragua, el segundo país más pobre en el hemisferio occidental. Lo que funcionaba en los Estados Unidos o en la Unión Europea podría proveer una guía pero ciertamente no un mapa de lo que podría funcionar en Nicaragua. Para comenzar, virtualmente no existían oportunidades de salida tradicionales en Nicaragua.

A pesar de los riesgos, la administración de Agora estaba convencida de que el enfoque VC podría ayudar a crear negocios vibrantes y nuevos que de otra forma no se hubieran jamás desarrollado y que eran críticas para el crecimiento laboral. En fin de cuentas, los directores administrativos de Agora Partnerships creyeron que el destino de su organización se decidiría por el éxito de las firmas en las que invertían. Esto sería similar a cómo operaban las firmas VC en los Estados Unidos y podría indicar a los donadores de Agora si la organización había tenido éxito para crear un impacto en negocios nuevos en Nicaragua.

Adaptar el modelo VC a Nicaragua presentaba una variedad de retos a causa de las muchas barreras para el empresarismo en el país. El más importante de los retos para el equipo Agora era decidir qué tipo de negocio financiero podría ofrecer a los emprendedores que mostraban potencial para inversión: ¿cómo se vería el negocio?

Ricardo Terán Terán, cofundador y socio administrativo de Agora Nicaragua, comentó:

“Encontrar la estructura apropiada para los negocios que vamos a ofrecer a los emprendedores es de importancia suprema en nuestro caso. Necesitamos asegurarnos que el emprendedor se va a sentir en control total de su compañía, y que puede extraer tanto valor de la misma como sea posible. Al mismo tiempo necesitamos asegurarnos que podemos capturar al menos una parte del éxito de las compañías exitosas, debido a que van a tener que balancearse con las experiencias negativas. Balancear todas estas actividades competitivas en una única estructura financiera que también sea comprensible para los emprendedores es un reto enorme”.

A inicios de la reunión del Comité de Inversión, el equipo administrativo hizo un bosquejo de una numerosa cantidad de preguntas que necesitaba responder antes de ofrecer un negocio a un emprendedor. Estas preguntas incluían: ¿cómo alcanzaría Agora una salida en la ausencia de una posible compra o venta administrativa a un competidor estratégico? ¿Hasta dónde se

podría permitir una participación de un tercero de parte de inversionistas comerciales? ¿Cómo podría Agora crear una estructura de negocios que le pudiera dar al emprendedor un negocio justo y transparente a medida que alcanzara sus metas de inversión? ¿A qué cartera en la Tasa Interna de Retorno (TIR), si la hubiera, debería comprometerse Agora con los donadores o inversionistas sociales para el fondo? ¿Cual rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés) debería buscar en cada inversión?

Cuando el Comité de Inversiones de Agora se reunió en Nicaragua y en Nueva York para discutir estos asuntos, sabía que los riesgos eran altos. Si podrían ser exitosos en presentar un enfoque VC a negocios en etapas iniciales en el mundo en desarrollo, podrían ayudar a crear un nuevo modelo de desarrollo que podría abrirles la puerta a miles de trabajos nuevos y nuevas compañías e inspirar a los emprendedores de todos los niveles socioeconómicos a tratar de iniciar su propio negocio. Sin embargo, para ser exitoso los primeros pocos negocios necesitaban funcionar, y eso requería generar una estructura de negocios exitosos para Agora y los emprendedores.

2. EMPRESARIALISMO EN NICARAGUA

Nicaragua se localiza en medio de América Central, entre Honduras y Costa Rica. Tiene un área de 129.494 kilómetros cuadrados y una población de 5,3 millones.

En el 2005 el país tenía una fuerza laboral de 1,91 millones con un desempleo del 22% y un subempleo estimado en el 40%. El ingreso anual per cápita era de 730 dólares, y el 50% de la población vivía en la pobreza. El salario mínimo era de 0,42 dólares por hora, y el promedio del mercado era 0,67 dólares por hora (*véase* anexo 1, Nicaragua en cifras).

En años recientes, el gobierno de Nicaragua hizo un esfuerzo para mejorar la economía local y hacerla más atractiva para la inversión extranjera. La inflación se había llevado a un punto de control, y el tipo de cambio del Córdoba de Oro nicaragüense era estable, mientras que la moneda local era totalmente convertible. La moneda estaba ajustada al dólar de los Estados Unidos con devaluaciones periódicas que permitían que ocurrieran en línea con la inflación. Las reformas legales estaban en camino para hacer el sistema judicial más eficiente, y se estaban implantando leyes para otorgarles a los extranjeros un tratamiento equivalente a los nicaragüenses en las cortes locales.

Regionalmente, Centroamérica comenzó a adaptar la unión aduanera entre Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua y Costa Rica. Esta unión se estableció para armonizar aranceles externos y permitir el negocio libre de aranceles entre los países miembro. Estos países también firmaron el Tratado de Libre Comercio de Centroamérica (Cafta, por sus siglas en inglés) con Estados Unidos. Al igual que el Tratado de Libre Comercio en Norteamérica (Nafta, por sus siglas en inglés), Cafta permitía que ocurriera el libre comercio entre la región y con los Estados Unidos. Siendo Nicaragua el centro geográfico de Centroamérica, el país podría beneficiarse sustancialmente de la adopción de estas propuestas.

Del 2001 al 2003, la inversión extranjera directa (FDI, por sus siglas en inglés) en Nicaragua subió sobre el 61% mucho más rápido que en el resto de Centroamérica. De acuerdo con un informe reciente del Gobierno, el FDI en Nicaragua subió un 30% del 2003 al 2004, y el país se mencionaba rutinariamente en la prensa como que podría convertirse potencialmente en la “siguiente Costa Rica”¹.

3. INICIAR UN NEGOCIO EN NICARAGUA. LAS BARRERAS ACTUALES

El equipo de Ágora Partnerships invirtió meses determinando las barreras clave para el crecimiento empresarial en mercados emergentes, especialmente en Nicaragua. Encontró que los costos de inicio y plazos eran prohibitivamente caros para la gran mayoría de los emprendedores potenciales en Nicaragua. Los costos de arranque promediaban cerca de 1.200 dólares o 170% del Producto Interno Bruto Per Cápita (PIB), del país comparado con el promedio regional del 60% y un promedio de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD, por sus siglas en inglés) del 6%. Los emprendedores que toman el tiempo mínimo podrían legalmente iniciar un negocio en Nicaragua en unos cuarenta y cinco días (comparado a cinco días en los Estados Unidos). Además, los emprendedores potenciales tenían menos de la mitad de la protección de derechos de propiedad ofrecidos en los países ricos (World Bank, 2005) (véase anexo 2, Comparación de tiempo y costos requeridos para establecer un negocio en Nicaragua y Estados Unidos).

De acuerdo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), la única barrera más grande que enfrentaban los emprendedores en Nicaragua era el acceso al financiamiento. El sistema bancario formal no prestaba a empresas que arrancaban, y no había oportunidades de inversión de “ángeles” (*angel investors*, en inglés) fuera de las redes familiares. Cientos de instituciones de microfinanzas existían para servir “a los más pobres de los pobres”, pero existía una brecha financiera clara para empresas pequeñas y medianas y particularmente para emprendedores jóvenes con grandes ideas pero sin activos garantizables. Los siguientes puntos muestran algunas de las dificultades que enfrentan los emprendedores²:

- Los líderes empresariales en 18 de 20 países latinoamericanos, incluso Nicaragua, determinaron que el “acceso al financiamiento y al crédito” era su obstáculo más serio. (Encuesta de Ambiente Empresarial en el Mundo del BID, 2001).
- La razón de crédito del sector privado al PNB en las economías latinoamericanas en 1990 era cercana al 33%, aproximadamente un tercio del tamaño de los mercados crediticios promedios en Asia Oriental y los países desarrollados. Las firmas en países con grandes limitaciones crediticias enfrentaron impedimentos severos para el crecimiento.

¹ Para información adicional sobre el FDI en Nicaragua, refiérase a la Agencia de Promoción de las Inversiones en Nicaragua: www.pronicaragua.org.

² A no ser que se indique lo contrario, todas las cifras son tomadas de Banco Interamericano de Desarrollo (2001).

- De acuerdo con la investigación de mercado por Agora Nicaragua, el 82% de los jóvenes encuestados percibían “el acceso al capital” como la barrera más significativa. El cien por ciento perciben el “financiamiento” como una barrera (Banco Interamericano de Desarrollo, 2001).
- Una regulación muy grande y derechos de propiedad muy débiles excluyen no sólo a los pobres, sino también a la clase media, de hacer negocios. En los países pobres, el 40% de la economía (en promedio) es informal; en Nicaragua la cifra es del 45%. Las mujeres, los jóvenes y los empleados con bajas destrezas son los más lastimados.
- El crédito es tan escaso que aún las empresas jóvenes en funcionamiento tienden a basarse muchas veces en fuentes de financiamiento alternativas, que incluyen el crédito de proveedores, los pagos adelantados de clientes, los acuerdos para pagos tardíos en los servicios públicos, impuestos y salarios y el uso de equipo de segunda mano. El financiamiento para empresas que inician era efectivamente inexistente.

Además del financiamiento, una variedad de barreras adicionales hacen muy difícil que los emprendedores nicaragüenses talentosos alcancen su potencial. Las barreras clave que identificó la administración de Agora fueron:

3.1. Redes sociales cerradas

- Limitada movilidad social: las redes familiares cerradas y la distribución socioeconómica hacen muy difícil para incluso los emprendedores de clase media tener acceso a las redes empresariales necesarias.
- Confianza e imaginación: la mayoría de los emprendedores talentosos no creen que podrían ser exitosos, y si lo fueran usualmente aspiraban a un negocio familiar pequeño. Rara vez sueñan con crear compañía nueva verdaderamente exitosa.

3.2. Educación

- Falta de experiencia y capacitación en la creación de un negocio riesgoso: pocos emprendedores tienen experiencia con el modelo de capital privado y muy pocos tienen la oportunidad de estudiar la creación de negocios riesgosos.
- Asimetrías de información: los emprendedores con grandes productos no están conscientes de las oportunidades disponibles para iniciar o expandir sus negocios o cómo exportar productos a mercados más grandes.

3.3. Experiencia administrativa

- Ejecución de negocios: falta de capacitación y experiencia significa que los pocos negocios riesgosos que recibían suficiente capital con frecuencia caían a nivel operacional o fracasaban para manejar el crecimiento en forma apropiada.

3.4. Ambiente facilitador

- Nicaragua realizó mejoras importantes para facilitar el empresarismo, pero los altos costos de arranque para los nuevos negocios, la falta de infraestructura física y legal y la incertidumbre política hacen del ambiente un reto extremadamente alto para los emprendedores y los inversionistas.

La administración también señaló un obstáculo adicional a la creación de nuevas empresas que era la brecha de experiencia general alrededor de las pequeñas y medianas empresas (Pymes), a pesar de su función clave en el desarrollo económico. Pocas organizaciones estaban dedicadas a resolver los problemas financieros y administrativos tan particulares de las Pymes, y comprender la dinámica especial y los retos que se presentan en un país en desarrollo. Las instituciones que relacionan el desarrollo económico y los profesionales en VC son escasas. Como resultado, el “desarrollo” con frecuencia se enfoca en forma separada de la “creación de negocios riesgosos”, cuando los dos en realidad son independientes. Esta ruptura creó una brecha de experiencia estructural que, aun más allá, magnifica la brecha financiera.

4. AGORA PARTNERSHIPS

Fue creada como resultado de un almuerzo de negocios entre Ben Powell y Ricardo Terán Terán en Miami, en julio de 2004. En ese momento, Ben era estudiante de tiempo completo de la Universidad de Columbia y estaba buscando un socio en Centroamérica o América Latina para ayudar a desarrollar e implantar un nuevo tipo de incubadora de negocios para negocios de riesgo en mercados emergentes. Creía que existía un potencial empresarial enorme no utilizado en los mercados emergentes. Ricardo creía que Nicaragua necesitaba moverse más allá de la mentalidad de aliviar la pobreza y más bien enfocarse en crear riqueza, exportar y competir en el mercado global. Sabía que había un talento sin explotar en las personas que había conocido como presidente de la Asociación de Jóvenes Emprendedores (AJE) en Nicaragua (*véase* anexo 3, Perfiles del equipo administrativo de Agora).

Ben y Ricardo rápidamente se dieron cuenta de que sus perspectivas en el desarrollo social y económico estaban perfectamente alineadas y creían que tenían destrezas y redes muy complementarias. Acordaron lanzar la iniciativa que luego se conoció como Agora Partnerships, tan pronto como fuera posible.

Ben pasó los primeros tres meses de cooperación trabajando con compañeros en Columbia para diseñar un modelo que identificara, consultara, financiara y apoyara a los emprendedores sobresalientes interesados en iniciar nuevos negocios. Al mismo tiempo, Ricardo trabajó con su red para identificar emprendedores para trabajar e involucrarse con el equipo de Columbia en las discusiones acerca de las mejores formas para atacar las muchas barreras para el empresarismo en Nicaragua.

5. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

Agora Partnerships fue fundada como organización sin fines de lucro y estaba compuesta de una institución matriz en Washington, D. C., y su afiliada en Managua, Nicaragua. Esta estructura está dirigida a maximizar la participación local en Nicaragua, a medida que facilita un alcance más global y una replicación futura en otros países.

Las responsabilidades centrales de la oficina en Washington incluyeron: establecimiento de sociedades globales, el apareamiento de grupos de estudiantes de maestría con emprendedores, organizaciones para conseguir fondos, servicios promocionales y mejora y replicación del modelo. Agora Partnerships Nicaragua era responsable de seleccionar a los emprendedores que iban a recibir la consultoría, la administración del proceso, el aprovisionamiento de educación local y promoción y la administración de los servicios de incubadora de Agora para apoyar a las firmas en la cartera que recibieran inversión del fondo de ésta.

Agora Partnerships buscó generar capital privado para crear un fondo semilla (llamado "Fondo Agora") para invertir en los emprendedores más prometedores seleccionados por ella. El Comité de Inversión incluía a voluntarios inversionistas profesionales en los Estados Unidos y Nicaragua que se reunían periódicamente para diseñar y dar su aceptación formal de todos los negocios, aprobar todas las inversiones y ayudar a guiar la salida y asegurar la transparencia total durante el proceso. Los socios administrativos esperaban generar 500,000 dólares con el primer fondo, una entidad afiliada pero legalmente separada que podría apoyar de cinco a siete nuevos negocios. Después de demostrar su historial esperaban generar más fondos y expandirse a otros países (véase anexo 4, Cuadro organizativo de Agora Partnerships).

El esfuerzo para generar fondos de Agora se dirigió en su mayoría a fundaciones, donadores privados y al Banco Interamericano de Desarrollo, que había apoyado mucho a nivel de personal. Estas instituciones tenían capital significativo pero también empleaban mucho tiempo para procesar las solicitudes. Después de una discusión muy extensiva con el Comité de Inversiones en Nueva York y Nicaragua, la administración de Agora decidió buscar inversionistas privados para su primer fondo.

6. EL MODELO ¿CÓMO FUNCIONA AGORA?

Agora describió su modelo como una cadena de valor diseñada para lidiar con las barreras clave para el empresarismo: entrada, educación, financiamiento y administración. La cadena de valor comenzó con la sección empresarial en Nicaragua y terminó con el empoderamiento de emprendedores por medio del lanzamiento y crecimiento de sus nuevas compañías que arrancaban.

El modelo identificó a los emprendedores jóvenes más talentosos y les permitió desarrollar sus ideas de negocios hasta convertirlas en empresas reales. El elemento clave más innovador de Agora fue el ramo de inversión en la organización dispuesto para el financiamiento.

Para las cuatro etapas del modelo, véase el anexo 5 Modelo de Agora:

- Identificación y selección de emprendedores y sus planes de negocios;
- Consultoría de estrategia de prelanzamiento;
- Inversión en capital y deuda;
- Asistencia de ejecución de negocios por medio de servicios de incubadora.

6.1. Identificación y selección de emprendedores y sus planes de negocios

El proceso de selección de Agora comenzó con la solicitud estándar presentada al afiliado de Managua. Éstas se aceptaron dos veces al año para coincidir con los calendarios semestrales universitarios del socio. El propósito del proceso de selección fue encontrar a los emprendedores más éticos, trabajadores, comprometidos y enfocados con ideas viables y socialmente responsables en sus negocios. Estos candidatos prometedores se llamaron “emprendedores Agora” y fueron individuos y grupos de individuos que trabajaban juntos. Se publicaron anuncios con las fechas límite para el proceso de selección por medio de la prensa local, en la televisión y por medio de una asociación de redes de líderes locales de la cual Agora forma parte.

Después que los emprendedores decidieron desarrollar una nueva idea de negocios se les invitó a crear equipos equilibrados y completos en el aspecto administrativo. Agora colaboró con los socios existentes (Incae Business School, la Escuela de Ingeniería UNI, AJE Nicaragua y TechnoServe) para facilitar la formación del equipo entre los estudiantes locales de ingeniería y negocios y otros emprendedores jóvenes. Estos equipos trabajaron juntos para mejorar el plan de negocios e incluso entraron en competencia.

No bien estuvieron listos los planes de negocio, los emprendedores y sus equipos presentaron su solicitud a Agora en un proceso competitivo que consistió en entrevistas y presentaciones. Este proceso le permitió a Agora evaluar los planes basados en una variedad de diferentes criterios que incluían valor social y ambiental, oportunidad del mercado, viabilidad financiera y formación de un equipo administrativo.

Se seleccionaron de cinco a diez emprendedores Agora dos veces al año para un total de diez a veinte negocios de riesgo por año (véase anexo 6, Criterios de selección de emprendedores).

6.2. Consultoría de la estrategia prelanzamiento

Después que los emprendedores Agora fueron seleccionados, la organización trabajó con ellos durante un período de consultoría de cinco meses. Este proceso les ayudó a los emprendedores a mejorar sus planes de negocios, aumentar su confianza y darles la oportunidad de demostrar calidades personales y de negocios requeridas para esta inversión.

Cada plan de negocios fue asignado a un equipo de estudiantes de maestría en administración de negocios y asuntos internacionales de escuelas de negocios superiores en los Estados Unidos por medio de un proceso de emparejamiento detallado. La consultoría real tomó aproximadamente cuatro meses para encajar con el plazo semestral, e incluyó un plan de

negocios de consultoría y prueba de hipótesis. Los equipos de consultoría fueron responsables de mejorar en forma cualitativa el plan de negocios, proveer un análisis comprensivo de la oportunidad de negocios y evaluar las capacidades del equipo administrativo. Agora también analizó la retroalimentación de los consultores estudiantiles para identificar tendencias comunes o necesidades entre los emprendedores nicaragüenses y comunicárselas a las universidades locales y organizaciones de desarrollo para ayudar a mejorar la educación empresarial. Se organizaron dos talleres al año para traer a los estudiantes a Nicaragua para trabajar uno a uno con los emprendedores Agora.

6.3. Inversión en capital y deuda

Al final del período de consultoría, el comité de inversiones de Agora Partnerships evaluó toda la información que había recibido a lo largo de meses anteriores acerca del manejo del negocio riesgoso y el potencial empresarial.

Los negocios riesgosos aprobados por el comité de inversión recibirían inversiones del Fondo Agora, un fondo afiliado con fines de lucro. El Fondo planeó una inversión de 25.000 a 125.000 dólares por inversión e invertir en cinco a siete negocios de riesgo por año. El monto real asignado dependería completamente de la calidad del equipo administrativo, sus ideas de negocios y sus prospectos para alcanzar el éxito.

6.4. Asistencia en ejecución de negocios por medio de servicios de incubadora

Para facilitar la ejecución de los planes de negocio y proveer asistencia técnica adicional, apoyo logístico y transparencia financiera total, todas las firmas con fondos de Agora utilizarían los servicios de incubadora de Agora.

Este plan ayudaría a asegurar que los negocios financiados por Agora, aunque fueran pequeños, tendrían las mejores prácticas administrativas de su clase implantadas. Los servicios de incubación podrían incluir la asistencia con la creación de una junta (a diferencia de la mayoría de las compañías que inician en el mundo en desarrollo, todas las compañías que inician en Agora tendrían una junta), soporte logístico (es decir, contabilidad y planillas), consultoría y apoyo de ventas de mercadeo y exportaciones. Agora proveería a cada negocio con su propio sistema financiero y de contabilidad que le permitiera a la organización monitorear de cerca y controlar la actividad de flujo de caja.

Agora Partnerships también esperaba crear una comunidad de apoyo global entre los emprendedores Agora y ofrecer oportunidades de redes locales por medio de alianzas estratégicas con organizaciones de desarrollo local.

Agora quería ser una voz fuerte para los emprendedores; tenía la intención de demostrar por medio del éxito de su cartera que las firmas que recibían inversión para nuevos negocios podrían generar beneficios sociales positivos y económicos. Agora también cooperó con otras organizaciones empresariales líderes en desarrollo, educación y VC para ayudar a educar a personas jóvenes de negocios en capital de negocios de riesgo y modelos de la incubadora.

Agora Partnerships comenzó su primera selección piloto en otoño del 2004, al identificar a un emprendedor. En la primavera del 2005 se seleccionaron tres emprendedores adicionales. Cada emprendedor trabajaba con consultores voluntarios de la Escuela de Negocios de Columbia. Al final de este proceso, los asesores presentaron su análisis a los socios administrativos de Agora y en una sala con más de cincuenta estudiantes de Columbia. Aunque Agora creía que muchas de las ideas y los emprendedores tenían potencial, los socios no sentían que estuvieran listos para recibir financiamiento de inversión en ese momento.

Después de la etapa piloto, la primera selección oficial del proceso de solicitud por selección se realizó en el verano del 2005. Ben pasó la mayoría del verano en Nicaragua, donde dos pasantes de tiempo completo de Columbia ayudaron a establecer una estructura administrativa afiliada en Nicaragua. Agora recibió más de sesenta solicitudes y seleccionó cinco para participar en la consultoría de otoño del 2005 (véase anexo 7, Emprendedores Agora 2005).

7. COMPETENCIA

Las organizaciones que trabajaban para ayudar a los emprendedores latinoamericanos tenían toda la variedad, desde fundaciones hasta organizaciones no gubernamentales (ONG) y organizaciones gubernamentales o casi gubernamentales. Los servicios que ofrecían incluían asistencia técnica, desarrollo de planes de negocios, subvenciones a pequeña escala y préstamos con bajos intereses. También incluían servicios de “corretaje” con inversionistas, *branding* empresariales, consultoría y desarrollo de *curriculum*. Finalmente, algunos también ofrecían capacitación a profesores y facilitación de redes³.

Endeavor, una organización que operaba en Latinoamérica, tenía una misión muy similar a la de Agora –encontrar y empoderar a emprendedores en mercados emergentes–, pero no se enfocaba en inversión semilla, en el emprendedor de pequeña escala que buscaba entre 25.000 y 150.000 dólares, ni tampoco proveía financiamiento.

Algunos nuevos modelos innovadores buscaron conectarse con negocios sociales económicamente viables con inversionistas (World Resources Institute, NESST), pero no ofrecieron inversiones directas. Los grupos de asistencia técnica (Fundes, Technoserve) ofrecieron asistencia, pero no hicieron inversiones patrimoniales. Algunos pocos grupos VC con una buena misión social también habían comenzado en años recientes (EcoEnterprises, Small Enterprise Assistance Fund), pero estas organizaciones tendían a ser muy específicas del sector y no se enfocaban en compañías en etapa semilla. Algunas organizaciones como la Fate Foundation, financiada por la fundación Ford en Nigeria, ofrecieron una variedad comprensiva de servicios para emprendedores jóvenes que incluían el financiamiento de deudas (pero no el patrimonial). Aureos Capital ofreció financiamiento patrimonial para Pymes globalmente, y en realidad, el fondo América Central de Aureosa, (36 millones de dólares) ya estaba activo en Centroamérica,

³ Para ver un panorama general de las organizaciones que le dan apoyo al empresarialismo en América Latina, refiérase a Bridges.org (2002).

incluso en Nicaragua. Sin embargo, Aureos se enfocaba a una etapa más grande, y posterior, en proyectos específicos al sector y no estaba diseñado para apoyar técnicamente al empresarismo en lo relacionado con inversión semilla.

Las organizaciones más importantes que trabajaban con emprendedores jóvenes en Nicaragua incluían a: Technoserve, Junior Achievement Nicaragua, el Young Americas Business Trust y AJE Nicaragua. Agora desarrolló relaciones fuertes con todas estas organizaciones. Entre las universidades nicaragüenses que apoyaron el empresarismo estaban la Universidad Americana (UAM), que trabajó con el Instituto Tecnológico de Estudios Superiores de Monterrey, y la Universidad Nacional de Ingeniería (UNI), que se había convertido en un líder local en el empresarismo.

Cientos de organizaciones formales de microcrédito (Acción, Finca, Prisma, para solo mencionar algunas) también estaban involucradas en Nicaragua. Muchas de estas organizaciones alcanzaron el estatus legal de “institución bancaria”, que les permitió recibir depósitos. Pro-Credit y Findesa habían recibido millones de dólares en fondos del Banco Mundial y del BID para promover el desarrollo de microempresas en el sector informal por medio de préstamos y servicios de capacitación. Otras organizaciones incluyeron círculos de préstamos rurales, cooperativas y bancos en pueblos pequeños.

8. PROBLEMAS Y PANORAMA FUTURO

En preparación para la primera reunión del Comité de Inversión, los socios administrativos de Agora presentaron sus ideas iniciales acerca de cuáles vehículos de inversión Agora podría considerar. La gerencia de Agora había discutido sus ideas con el personal del BID, que había sugerido un programa de éste cuyos fondos tenían que ser “transferidos” al emprendedor como deuda y no como capital. El BID podría proveer otros tipos de financiamiento, también, pero podría ser más difícil y tomar más tiempo en conseguirlo. Aún si Agora pudiera recibir una inversión del BID, quería aprovecharla, en cuanto fuera posible, por medio de capital, por varias razones. Cómo estructurar estas inversiones fue un elemento clave en el diseño del Fondo y en garantizar la sostenibilidad de largo plazo de la iniciativa.

La misión de Agora fue ayudar a lanzar nuevos negocios, y en este aspecto, la administración quería proveer las condiciones más favorables posibles para los emprendedores. Pero, Agora quería garantizar que los emprendedores estuvieran desarrollados dentro de un ambiente basado en el mercado y que los retornos de entrega en la inversión fueran comparables con inversiones comerciales. Por tanto, fue necesario estructurar el negocio en una forma que la inversión fuera rentable, pero aun así tendría que establecer controles de verificación.

En resumen: la administración tenía cuatro metas principales en mente, que estaban en línea con la misión global de la organización:

- a) El negocio tenía que ser justo y darle al emprendedor la mejor oportunidad posible de tener éxito sin estar limitado por flujos de caja relacionados con la inversión.

- b) El emprendedor tenía que sentir que tenía tanta propiedad sobre la compañía como fuera posible y permanecer motivado a largo plazo (incluso después que Agora hubiera salido de la inversión).
- c) El Fondo tenía que tener una oportunidad razonable para salir de las inversiones y realizar un TIR positivo que pudiera satisfacer a los donantes y a los inversionistas. Esta condición fue necesaria para probar la sostenibilidad del Fondo y pensar en expandir el concepto a un nuevo país o región.
- d) Por ultimo, el negocio tenía que ser sencillo. La mayoría de los emprendedores tenían una comprensión muy limitada de las finanzas, y el negocio tenía que ser sencillo de explicar y de comprender intuitivamente.

Los siguientes elementos—algunos de los cuales compiten mutuamente—fueron evaluados para crear una estructura financiera y de control que pudiera alcanzar las metas anteriores:

9. DEUDA FRENTE A CAPITAL

La discusión de estructuración comenzó en medio de los términos más genéricos posibles, comparando las ventajas y desventajas de la deuda y el capital en el contexto de empresas pequeñas en Nicaragua.

El hecho de que el BID había dispuesto limitaciones en cuanto a los fondos disponibles había forzado a Agora a invertir en empresas parcialmente por medio de deuda. El asunto entonces fue si hacer la parte restante de la inversión en forma de deuda, capital, o algo en el medio (véase anexo 8, Comparación entre inversiones de deuda y capital para Agora Partnerships).

La gerencia de Agora se inclinó hacia una opción patrimonial gracias a una consideración sencilla basada en el mercado: si los bancos locales hasta el momento habían estado “forzados” a cobrar intereses prohibitivos de hasta el 45% por sus préstamos para ser rentables, no había razón por la que Agora fuera capaz de hacerlo mejor. Únicamente al capturar la parte positiva de una inversión similar al capital mientras que proveía a los emprendedores con el capital que requerían para iniciar sus negocios, Agora tenía la posibilidad de tener éxito. La administración de Agora también creía que podrían agregarles más valor a los nuevos negocios como inversionistas estratégicos que como banqueros.

10. ESTRUCTURACIÓN DEL NEGOCIO

Después que todos estuvieron de acuerdo en que la parte no limitada del Fondo podría invertir en capital, hubo una serie de otros aspectos que la gerencia tuvo que analizar.

Se examinaron los tres motores principales:

1. ¿Qué tipo de posición tomar en la nueva compañía (participación mayoritaria frente a la minoritaria) y cuáles mecanismos adoptar para mantener control suficiente sobre la administración de la empresa a la vez que se le da al emprendedor control operativo total?

2. ¿Cómo garantizar una salida en caso de que las rutas tradicionales no estuvieran disponibles?
3. ¿Hasta qué punto permitirles a los inversionistas individuales tomar parte en la inversión en una forma puramente comercial, es decir, con la idea de obtener un retorno de dígitos dobles?

11. POSICIONES MAYORITARIAS FRENTE A LAS MINORITARIAS

Se suponía comúnmente en la comunidad Agora que los emprendedores candidatos que recibían financiamiento y apoyo tenían muy poco, si es que tenían algo, en fondos personales para invertir en su compañía. Las conversaciones iniciales con los emprendedores acerca del financiamiento que Agora podría proveer, y el análisis de antecedentes, confirmaron esta suposición.

Aunque la inversión promedio requerida rara vez excedía los 100.000 dólares, la administración creyó que muy pocos emprendedores podrían generar incluso un 20% del capital necesario. Aun suponiendo una participación de un aporte reconocido de capital no monetario⁴ de un 25% (acciones recompensadas al emprendedor), podría haber sido muy difícil para el emprendedor llegar a una propiedad mayoritaria del 51%.

Se presentó una oportunidad clara para entrar en las inversiones con una participación mayoritaria de acuerdo con los estándares comunes en la industria tradicional VC. Esto podría garantizar retornos razonables para Agora y un control completo sobre la operación. Por al menos un período inicial, el emprendedor seguiría las instrucciones establecidas por Agora. Esto podría asegurar la adopción de las estrategias de negocios acordadas antes que la inversión hubiera ocurrido.

Había un tema que molestaba significativamente a la administración de Agora: dada la poca cultura empresarial en Nicaragua, muchos emprendedores se sentían amenazados por la idea de entregar la mayoría de su compañía, sin que importara qué tan rápidamente se planeara el negocio para devolver la propiedad.

Otro temor fue que los que habían aceptado el negocio podrían sentirse como empleados de Agora, en vez de dueños del negocio. Existía el riesgo de que los emprendedores pudieran perder el incentivo para maximizar su esfuerzo en la etapa de arranque y que algunos de ellos eventualmente tiraran la toalla para aceptar un trabajo asalariado que les ofreciera un estilo de vida más sencillo y menos responsabilidades.

En último caso, se acordó que sería ideal tener una posición minoritaria, a pesar de la protección por una serie de derechos que se pudieron haber hecho cumplir por medio de acciones preferenciales. En caso de que el emprendedor no pudiera generar suficiente capital para llegar a una posición mayoritaria, Agora tendría la posibilidad de tomar una participación mayoritaria, siempre asegurándose por medio de incentivos y contratos de accionistas que el emprendedor se sintiera completamente a cargo de su operación.

⁴ Esto es un reconocimiento del esfuerzo y el trabajo que el emprendedor ha puesto hasta el momento en el proyecto, aunque no sea una aportación de efectivo. Es *sweat equity* en inglés.

12. SALIDA BASADA EN DIVIDENDOS

Cómo salir de las inversiones fue un tema importante en el mercado de capitales de riesgo mundial. Quedarse “pegado” en una compañía drásticamente disminuía los retornos del financiamiento, a no ser que la compañía adquiriera valor cada año por el mismo factor que el retorno esperado en la inversión, algo poco probable a lo largo del tiempo.

En el caso de las inversiones Agora, estos asuntos eran potencialmente más severos. Dado el nivel de desarrollo de los mercados del capital de capital en Nicaragua, la Oferta Pública Inicial (IPO, por sus siglas en inglés) no se podría ni siquiera considerar una estrategia de salida.

Una compra apalancada administrativa podría haber sido una opción para estas compañías que alcanzaron cierto tamaño, haciendo posible considerar endeudarse comercialmente en el estado financiero para la compra de Agora. En este punto, si Agora probara ser un concepto exitoso, el BID o cualquier otro banco multilateral podría considerar proveer a la empresa en particular apalancamiento en condiciones favorables. El apalancamiento podría utilizarse para la compra de Agora, a un precio que podría ser al menos equivalente al valor en libros del capital en el momento y no más del valor de mercado del capital, es decir, el valor de los flujos de caja esperados. Aunque sería extremadamente difícil una Valoración de Descuento del Flujo de Caja (DCF, en inglés) en este tipo de contexto —especialmente relacionado con el Costo Ponderado Promedio de Capital (WACC, en inglés)—, se podría utilizar un concepto más sencillo basado en una multiplicidad de criterios.

No era irracional considerar que en algún punto, un comprador pudiera estar interesado en adquirir uno de los negocios financiados por Agora. Con el TLC implantado, algunos de los mayoristas y distribuidores más grandes en Centroamérica podrían ver la interacción vertical de algunos de sus negocios. A la vez, para negocios orientados a servicio, la recompra por un inversionista extranjero que esperaba expandir sus ganancias podría ser una opción. En este caso, podría ocurrir un procedimiento operativo estándar para negociar el valor de la compañía y la transferencia de acciones de Agora o la totalidad de la compañía al comprador.

Habiendo considerado todos los factores, la administración de Agora creyó que las salidas tradicionales eran una posibilidad pero no eran una opción real sobre la cual basarse. Era necesario tener una salida basada en dividendos como opción, aunque no era lo óptimo. La idea principal era que cuando la situación de caja y el pronóstico de requerimientos de efectivos en los próximos años lo permitieran, los dividendos podrían emitirse a las ganancias de la compañía. El monto real de dividendos desembolsados podría ser una proporción del requisito efectivo para el siguiente año, para no eliminar el efectivo del negocio en los primeros años del desarrollo.

El emprendedor podría recibir su participación de dividendos y forzarse a usarlo como recompra a las acciones de Agora hasta que se comprara la totalidad de la participación. En otras palabras: Agora tendría una opción de compra sobre cada una de sus acciones que podría ejercer cada año en un monto equivalente a los dividendos que el emprendedor recibiera para ese año.

Existieron muchas posibilidades acerca de cómo estructurar el negocio en este caso; sin embargo, diferían en lo relacionado a cuánta protección de la tendencia descendente y qué posibilidad de capturar la tendencia creciente ofrecían en el caso del éxito más importante. La administración de Agora enfocó los tres más atractivos⁵:

12.1. Acciones preferenciales con apreciación flotante, capital fijo de aporte reconocido de capital no monetario

En este caso, la capitalización de la compañía sería de 10.000 dólares el emprendedor y 90.000 la compañía.

Un aporte reconocido de capital no monetario de 15% se podría otorgar al emprendedor en el momento de desembolsar los fondos, y aumentar su participación en la compañía a un 25%.

Todos los años en este punto, el nivel ajustado de dividendos se podría dividir entre Agora (75% para el primer año) y el emprendedor (25% para el primer año).

El emprendedor podría estar obligado a utilizar este monto para recomprar las acciones de Agora a un mismo valor de libros (es decir, tomando en cuenta las acciones retenidas de ese año), siempre que ésta estuviera dispuesta a vender (es decir, si Agora fuera el dueño de una opción de venta sobre las acciones).

Para el siguiente año la división de dividendos se podría ajustar como la proporción de la propiedad del valor de la compañía a partir del valor de arranque del 25%/75%.

Como ventaja, esta opción claramente exhibía los beneficios para el emprendedor. También, en caso de que la tasa de crecimiento de la compañía sugiriera un aumento significativo en valor, Agora podría permanecer invertida hasta que la oportunidad de una salida rentable por medio de una venta se materializara.

La desventaja de esta opción sería que da baja protección a la tendencia decreciente, es decir, si el valor en libros del capital permaneciera contenido, el emprendedor sería capaz de recomprar Agora a un precio relativamente barato.

Independientemente de estas consideraciones, sería esencial establecer el nivel apropiado de aporte reconocido de capital no monetario, el cual, por un lado, dispusiera de un negocio beneficioso para el emprendedor, y por otro, no diluyera la propiedad de Agora en extremo.

Se le otorgaría un capital de mano de obra propia del 10% al emprendedor en el momento de desembolsar los fondos, y un 10% adicional se asignaría como un bono relacionado con desempeño para los años 2 a 5 de la inversión, dividida en cuatro tramos de 2,5% cada uno.

El monto de dividendos establecidos se dividiría entre Agora y el emprendedor, que estaría forzado a recomprar las acciones preferenciales apreciadas. Estas acciones se podrían vender a la tasa de apreciación del valor de libros anual o la tasa de apreciación mínima predefinida, la más alta.

⁵ Con el propósito de ilustrar la dinámica de las diferentes estructuras, considérese una compañía que requiere una capitalización total de 130.000 dólares, de los cuales 100.000 son en capital y 30.000 en deuda. También se considera en todas las tres situaciones que el emprendedor contribuye con la capitalización con 10.000 dólares.

La ventaja de esta opción sería garantizar una protección a la tendencia decreciente en caso de que el valor en libros del capital creciera muy lentamente.

Sin embargo, la pregunta de cuál sería una tasa de apreciación mínima justa, dada la protección reducida de la tendencia decreciente en comparación con el instrumento de deuda pura, tendría que responderse. A la vez, se debería considerar el tiempo reducido comparado con una situación patrimonial. Una opción sería establecer este nivel al 20%, lo que haría que el costo patrimonial fuera solo ligeramente más alto que el costo del instrumento de la deuda para este tipo de inversiones.

De la misma forma que en la opción anterior, sería esencial para definir un valor óptimo para el aporte reconocido de capital no monetario. La diferencia sería que, en este caso, tendrían que establecerse y acordarse dos valores (uno para el aporte reconocido de capital no monetario y otro para la participación relacionada con desempleo).

12.2. Mezcla de acciones preferenciales con una tasa de apreciación fija y acciones comunes

En este caso, la estructura de capital sería más compleja, pues Agora invertiría 62.500 dólares en acciones preferenciales a una tasa de apreciación fija y 27.500 en acciones comunes. El emprendedor recibiría 15% de un aporte reconocido de capital no monetario en acciones comunes, y por tanto sería propietario de dos tercios de las acciones comunes totales, que serían un total del 25% del valor de la compañía.

Para permitir una recompra más rápida, cada acción preferencial tendría únicamente título sobre la mitad de derechos sobre los dividendos que les permitiría su propiedad de valor.

Al igual que con los casos anteriores, el emprendedor estaría forzado a utilizar su participación de dividendos para recomprar las acciones preferenciales. Después que esta operación haya ocurrido en su totalidad, Agora sería el propietario de una opción de compra adicional de su parte de acciones comunes, con un precio equivalente al valor en libros.

La ventaja principal de esta estructura permitiría capturar la tendencia creciente en el caso de una compañía muy exitosa; también podría proveer suficiente protección en la tendencia decreciente por medio de un elemento de apreciación fija. Con participación en ambas clases de acciones, se podría designar una estructura de control más sofisticada que le podría dar al emprendedor mayor control sobre ciertas decisiones (asignadas a las acciones comunes) y dejar a Agora con mayor control sobre los otros (por medio del elemento preferencial).

La desventaja de esta estructura sería que forzaría a Agora a definir de antemano cuánto invertir en acciones preferenciales con apreciación fija y cuánto mantener en acciones comunes con apreciación en libros. Esto limitaría el monto de la tendencia creciente que Agora pudiera capturar. Otra desventaja sería que la complejidad de la estructura podría intimidar a algunos emprendedores, que podrían sentirse injustamente tratados en el negocio.

Al igual que las otras opciones, sería necesario establecer el nivel apropiado de un aporte reconocido de capital no monetario para otorgar al emprendedor en el momento de establecer el reglamento de la compañía.

13. INVERSIONES DE TERCEROS

Al hablar con los donantes y los inversionistas involucrados en los esfuerzos para recaudar fondos, la administración de Agora encontró una serie de inversionistas privados que habían expresado un interés particular en el negocio de riesgo individual, creyendo que tenía significativamente más potencial que los otros. Surgió una oportunidad que permitió que estos inversionistas entraran al negocio patrimonial con capital comercial, es decir, con cierta cantidad de capital sobre la cual ellos esperarían un retorno comercial alto de dígitos dobles. Sin embargo, algunos de los asesores de Agora creyeron que podría surgir un conflicto de intereses al permitir a estos inversionistas terceros entrar al juego, dado que las partes interesadas de la compañía podrían enfrentar un conflicto potencial, pues los donantes y Agora estaban buscando una utilidad neta positiva mientras que los inversionistas terceros buscaban una ganancia financiera pura.

Surgieron tres situaciones posibles (véase anexo 9, Opciones de estrategias de participación):

13.1. Participación ilimitada

En este caso, podrían permitirse las inversiones de terceros en cualquier monto, ya sea en la capitalización inicial o en las rondas de financiamiento posteriores para la compañía.

Los beneficios de esta opción serían que Agora podría mantener una exposición limitada en una inversión dada y recibir exposición más amplia en la arena de los inversionistas comerciales.

La preocupación con esta opción tenía que ver con la comunidad de donantes que podría respaldar a Agora. Los retornos para estas organizaciones podrían haberse afectado significativamente por los gastos considerables que Agora tendría que proveer en personal para ofrecer el apoyo necesario a los emprendedores; los inversionistas terceros podrían encontrarse “llevando libremente” estas inversiones y realizar retornos como en una situación estándar de VC. La administración de Agora estaba en su mayoría preocupada por el Servicio de Tributación Directa de los Estados Unidos (IRS, por sus siglas en Inglés) y la protección del estatus de caridad de Agora; era cierto que muy pocos inversionistas tradicionales, aunque los hay, estarían interesados en invertir en negocios que arrancaran en Nicaragua.

Otra preocupación adicional fue el hecho de la presencia de un inversionista tercero en la estructura patrimonial que podría de un momento a otro hacer del proceso de toma de decisiones, normalmente confinado a Agora y sus emprendedores, más complejo.

13.2. Participación

Para evitar cualquier conflicto de intereses potencial, la solución más clara habría sido no permitir ninguna inversión de terceros en la empresa hasta que Agora se hubiera salido completamente del negocio. Aunque esto podría haber estado perfectamente alineado con su misión

sin fines de lucro, también habría limitado la capitalización de la empresa y potencialmente habría cortado las oportunidades de salida posibles (en el caso de que un inversionista tercero hubiera decidido comprar Agora).

13.3. Participación limitada

Una solución intermedia, habría consistido en poner un límite a la participación de un inversionista tercero de un 20 ó 30% en la estructura patrimonial, y habría sido un compromiso razonable, aunque también habría presentado todos los problemas relacionados con el método de participación ilimitado.

14. EL ENFOQUE DE CARTERA

Al evaluar cada inversión, Agora solo consideró seriamente las que podrían ofrecer un 25% de TIR, el retorno aceptable mínimo para una inversión de capital de negocio en riesgo tradicional.

La experiencia estándar en VC sugería que una serie de factores externos (es decir, el ciclo económico y la incumbencia de un competidor que monopoliza el mercado) y factores internos (un exceso de optimismo en el desarrollo del pronóstico de ingresos y un mal manejo técnico o financiero de la compañía) podrían causar resultados inesperados. Las barreras mencionadas arriba podrían hacer que la volatilidad del desempeño del negocio fuera potencialmente más alta.

15. ENFOQUE DE CARTERA PARA INVERSIONES DE DEUDA

En el caso en el cual parte del Fondo pudiera invertirse como deuda, el asunto de a cuál TIR comprometerse era menos un problema que en otros casos. Agora necesitaba entregar el capital prestado como una apreciación equivalente a la tasa de interés en la que habían recibido el préstamo (5,0 a 6,0%).

El asunto clave en este escenario era cómo determinar la tasa de interés que Agora necesitaba para los emprendedores y asegurarse de que, no bien la situación de moratoria se tomara en cuenta, el retorno general de la cartera estuviera en un rango de 5,0 a 6,0%

Sin embargo, Agora no quería perder dinero en una deuda que simplemente estaban “trasfiriendo” del BID a los emprendedores. Además, no quería cobrar más de la cuenta a los emprendedores. Especialmente en el caso de apalancamiento, cada punto porcentual adicional cobrado traducido a efectivo que venía del negocio presentaba menor oportunidad de crecimiento. Esto pudo no sólo haber limitado el potencial de la empresa para obtener efectivo positivo cada año, sino que también habría podido llevar a una reducción significativa en el valor patrimonial, que Agora estaba decididamente tratando de desarrollar.

16. ENFOQUE DE CARTERAS PARA INVERSIONES PATRIMONIALES

Para esta clase de inversiones patrimoniales, el enfoque se complicaba por la ausencia de un punto de inicio. Tanto las fundaciones como los donantes privados estaban acostumbrados a proveerles a organizaciones sin fines de lucro subvenciones y no esperaban monitorear nada más que el efecto social que generaban sus desembolsos.

En este caso, Agora estaba presionando una dinámica basada en el mercado que demostrara su sostenibilidad financiera y su aspiración a llegarle a la comunidad de inversionistas ángeles (*angel investors*, en inglés).

Comprometerse con un TIR bajo (en el rango de un único dígito) significaba aumentar la posibilidad de éxito. Al mismo tiempo, también significaba enviar una señal fuerte en lo que hacía a la capacidad limitada del modelo para entregar retornos comerciales, que limitaban el acceso futuro a los inversionistas deseados.

A *contrario sensu*, comprometerse a un TIR más alto podría darle a Agora un acceso más rápido a la arena del inversionista ángel, pero también podría aumentar la posibilidad de fracaso para alcanzar la meta.

Cualquiera que fuera la estructura de negocios, el asunto sería tratar y predecir el desempeño real de cada inversión y flujos de caja relacionados, que podrían proveer un retorno estimado de la cartera. El equipo de Agora estaba muy sensible a la dificultad que esto podría tener.

17. CONCLUSIÓN

Los socios administrativos de Agora sabían que la próxima reunión del Comité de Inversiones sería particularmente importante para el desarrollo futuro de la organización. Tenían que ofrecer argumentos a los miembros de Comité que los convenciera de que el fondo podría crear negocios riesgosos exitosos, pero también que Agora tenía un plan de salida. Además de ser capaz de encontrar a los emprendedores sobresalientes con ideas comerciales prometedoras, tenían que responder a las siguientes preguntas relacionadas con las finanzas:

- 1) ¿Cuál estructura basada en dividendos se debería implantar para garantizarle un negocio justo al emprendedor pero también un buen retorno de cada inversión, dada la extrema volatilidad del desempeño de la compañía?
- 2) ¿Hasta dónde se debería permitir la participación de inversionistas terceros comerciales?

No bien hubieran respondido a estas preguntas, tenían que discutir el desempeño del Fondo, punto en el cual los siguientes asuntos permanecieron sin responder:

¿Cuál TIR deberían esperar recibir los donantes – inversionistas de la cartera patrimonial? Y ¿cuáles retornos sobre la deuda y capital debería buscar Agora de cada inversión para alcanzar el TIR comprometido en la cartera de deuda y capital? ¿Deberían buscar un TIR más alto para el Fondo? Responder a estas preguntas también involucraba comprender la naturaleza de las fuentes de capital que podrían estar interesadas en invertir en el Fondo Agora.

El equipo Agora comprendió que una reunión no iba a dar suficiente tiempo para responder a todas estas preguntas. Aunque comprendían que cualquier fondo debería ser flexible y que el éxito dependería en su mayor grado de la calidad de los emprendedores y la oportunidad, también sabían que ningún inversionista privado invertiría sin una clara comprensión de la lógica financiera que tuviera el modelo, especialmente alrededor del asunto crítico de la salida. Necesitaban convencer al comité de inversiones, compuesto totalmente de voluntarios, de que una estrategia financiera podría desarrollarse para adaptar el modelo del capital de riesgo a Nicaragua. Sólo al convencer al comité, y algún día a los inversionistas, de que se podría encontrar una solución, podría hacer que el equipo sostuviera un proyecto que tenía grandes promesas pero que era bastante riesgoso.

Luis J. Sanz (Ph. D., University of Pennsylvania) es professor de finanzas en Incae Business School. También es consultor en finanzas, gobierno corporativo y empresas de familia. Su investigación está enfocada en los problemas financieros de las compañías de América Latina, y su trabajo ha sido publicado en libros y revistas académicas así como en publicaciones orientadas a gerentes, como Harvard Business Review Latin America. Ha sido además citado en el Wall Street Journal y otros medios de negocios. Es miembro del Comité de Inversiones de Agora Partnerships, una empresa de capital de riesgo para empresas sociales en Nicaragua, así como miembro del proyecto Link, una iniciativa para promover la creación de nuevas empresas basadas en tecnología en Costa Rica.

Mario Lazzaroni es Ingeniero Mecánico de Napoli University y tiene un MBA de Columbia Business School en Nueva York. Tiene más de ocho años de experiencia en Gerencia de Operaciones y Banca de Inversión. Trabajó en Procter & Gamble y Morgan Stanley. Los últimos tres años ha trabajado en McKinsey & Co. a lo largo de Europa, Estados Unidos y Suráfrica, desarrollando estrategias de negocios y planes de mejora operacional para grandes compañías de bienes de consumo. Asimismo, en este período, ha apoyado a instituciones multilaterales a estructurar fondos para financiar Pymes riesgosas en el África al sur del Sahara.

Referencias

- Banco Interamericano de Desarrollo (2001). *The business of growth, economic and social progress in Latin America*. Distribuido por Johns Hopkins University Press.
- Bridges.org (2002). *Supporting entrepreneurship in developing countries: Survey and inventory*. www.bridges.org.
- World Bank (2005). *Doing business in 2005: Removing obstacles to growth*. Publicado por la Corporación Internacional de Finanzas. International Bank for Reconstruction and Development. Disponible en <http://rru.worldbank.org/Documents/DoingBusiness/DB-2005-Overview.pdf>.

Anexo 1
Nicaragua en cifras.

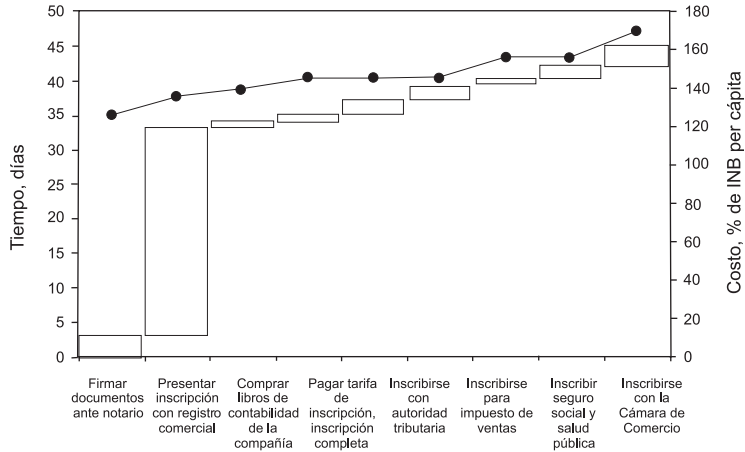
Información general		Economía	
Capital	Managua	PIB per cápita	730 dólares
Área	129,494 km ²	PIB	4,1 mil millones de dólares
Idioma oficial	Español	PIB%: agricultura (2001)	17,8%
Religión	Católica romana (85%) protestante	PIB%: industria (2001)	24,9%
		PIB%: servicios (2001)	57,3%
Población		Unidad monetaria	Nicaragua Córdoba Oro – NIO
Población total:	5,4 millones (estimada en 2004)	Deuda externa	6,829 millones de dólares
Población por km ²	41,8	FOB exportaciones	596 millones de dólares
Crecimiento de la población	3,1%	Importaciones CIF	1,624 millones de dólares
Población urbana en porcentaje estimado	57%	Tasa de mercado representativa al 25 de noviembre del 2005	1 dólar = 16,042 Nicaragua Córdoba Oro (NIO)
Población rural en porcentaje estimado	43%	Inversión extranjera directa	174 millones de dólares
Composición de la población		Ingresos estimados públicos	16,7 millones de dólares
Mestizo (mezcla de indios y blancos)	69%	Gastos estimados públicos	15,9 millón dólares
Caucásico	17%		
Negro	19%	Información ambiental	
Amerindio	5%	Agua potable per cápita	35,484 m ³
Información social		Emisión de CO ₂ per cápita	0,75 toneladas métricas
Población debajo de la línea de pobreza	50%	Uso de electricidad per cápita	340 toneladas de equivalente de aceite
Fuerza laboral	1,91 millones	Consumo de energía	2,562 millones de KW/ H
Tasa de desempleo	22%	Áreas protegidas (porcentaje del total)	18,2%
Taza de empleo	–		
Expectativa de vida al nacimiento	69 años	Tecnología e infraestructura (datos del 2002)	
Tasa de alfabetización	77%	Usuarios de Internet (porcentaje de la población)	1,7%
Tasa de mortalidad infantil (por cada mil niños nacidos)	32	Suscriptores de teléfono (porcentaje de la población)	7,0%
		Computadoras personales (porcentaje de la población)	2,8%

Fuentes: Banco Mundial, CIA, ProNicaragua, Earthtrends y Globalis.

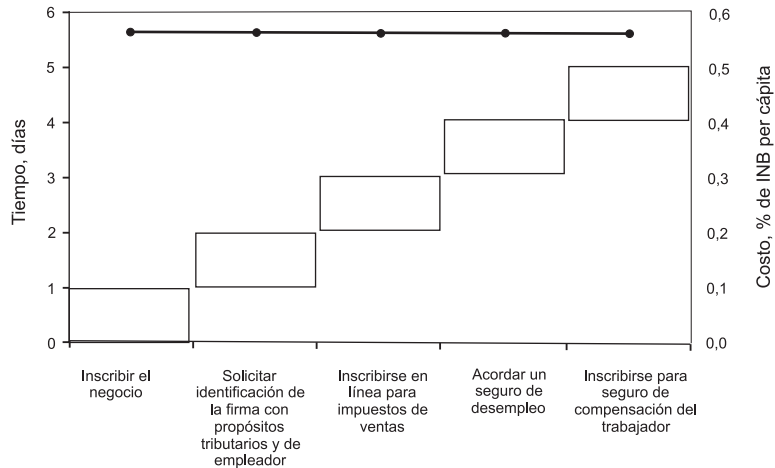
Anexo 2

Comparación de tiempo y costos requeridos para establecer un negocio en Nicaragua y Estados Unidos.

Establecer un negocio en Nicaragua



Establecer un negocio en Estados Unidos



Iniciar un negocio en Nicaragua demanda nueve veces más tiempo y es 300 veces más caro (como porcentaje del ingreso) que en los Estados Unidos

Fuente: IFC, 2004.

Anexo 3

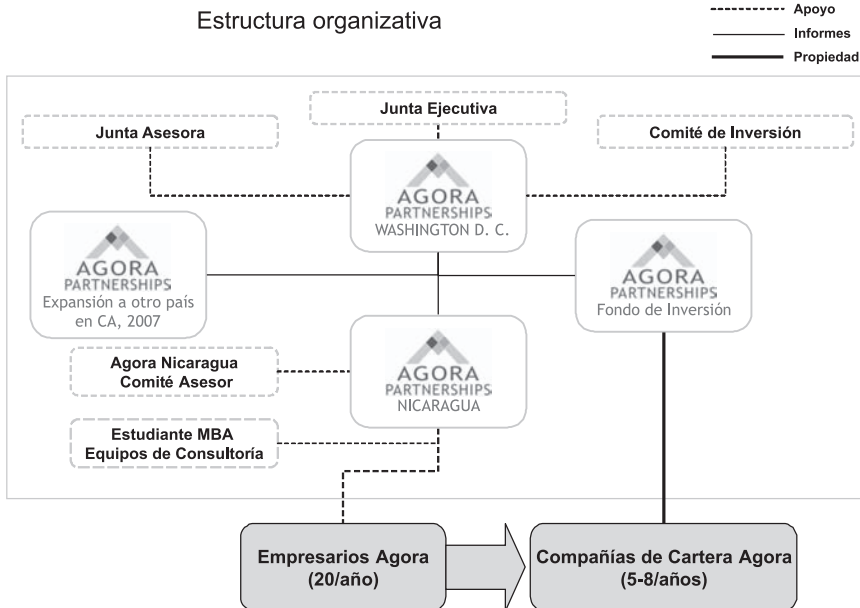
Perfiles del equipo administrativo de Agora.

Ben Powell, socio administrativo de Agora Partnerships, tiene más de siete años de experiencia como inversionista patrimonial privado y empresario en México, donde fundó un parque de entretenimientos familiar exitoso con una misión social fuerte. Asociado administrativo presidencial, Ben fue examinador del servicio extranjero de los Estados Unidos en la oficina administrativa y de presupuesto en Washington D. C. Más recientemente, trabajó en Ashoka en la Iniciativa de Ciudadanía Económica Total. Tiene un MBA de la Escuela de Negocios de Columbia, un M. S. en servicio exterior de Georgetown University y un Bachillerato en Haverford College.

Ricardo Terán Terán, socio administrativo de Agora Nicaragua, actualmente es el director para Estrategia Corporativa para el grupo Roberto Terán, un negocio familiar de 70 años. Ha iniciado una cantidad de negocios exitosos en Nicaragua que incluyen Teranet, una compañía de comunicación satelital; Portal Américas, el primer portal en Internet en Nicaragua, y las operaciones nicaragüenses de Lolita, una franquicia de ropa global con alto crecimiento. Es fundador y presidente de la asociación de empresarios jóvenes nicaragüenses con 600 miembros y ha trabajado para Booz Allen Hamilton, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Además, es asociado para el Instituto Aspen para la iniciativa de liderazgo de Centroamérica. Tiene un B. S. en Administración de Negocios y un M. S. en Servicio Exterior de Georgetown University.

Anexo 4

Cuadro organizativo de Agora Partnerships.



Junta Asesora

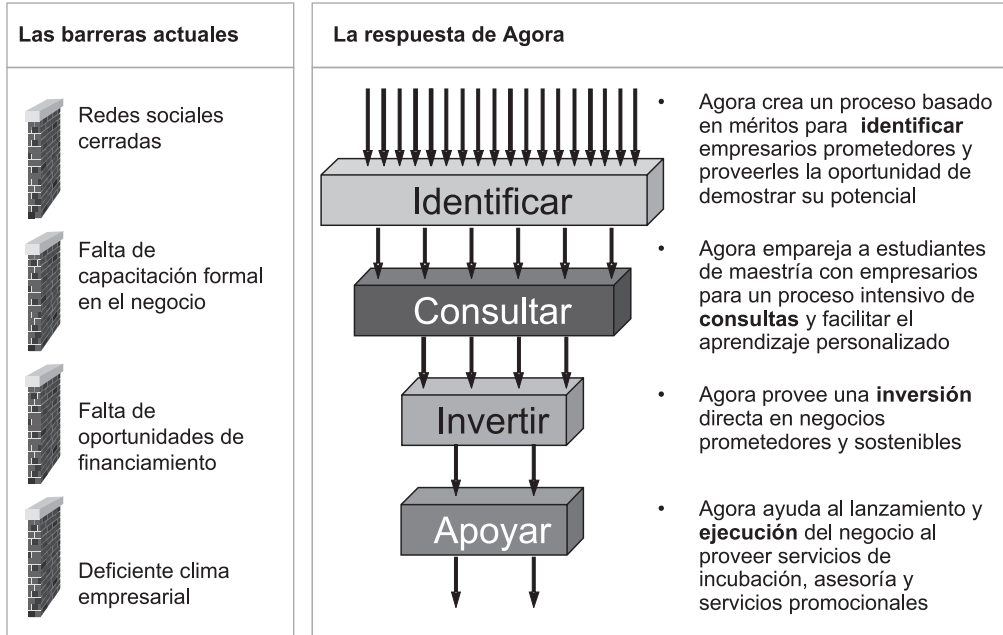
Paul Tierney, Presidente, Technoserve
 Peter Flaherty, Director Emérito, McKinsey
 Peter Reiling, Vicepresidente, Aspen Institute
 Mercedes Deshon, Directora Ejecutiva, Banco Uno Nicaragua
 Juan Carlos Pereira, Director Ejecutivo, ProNicaragua
 Ricardo Terán, Gerente General, Corporacion Roberto Terán
 Roy Thomasson, Gerente General, Young America's Business Trust
 Ricardo J. Terán, Presidente de la Corporación Roberto Terán – Centroamérica

Comité de Inversiones

Charles Shaw, Director Administrativo, First Atlantic Capital
 Tom Hardy, Inversionista y ex socio de McKinsey & Co.
 Mario Lazzaroni, Presidente y Asociado Ejecutivo, McKinsey & Co.
 Luis Sanz, Profesor de Finanzas Empresariales, Incae
 Silvio Conrado, Gerente General, Investa
 Gonzalo Pertz, Pertz Consulting
 Ben Powell, Socio Administrativo, Agora Partnerships
 Ricardo Terán Terán, Socio Administrativo, Agora Partnerships Nicaragua

Anexo 5
El modelo de Agora.

Agora se dirige a cada barrera con un enfoque estructurado



Anexo 6

Criterios de selección de emprendedores.

Perfil meta de los empresarios Agora

	Descripción
Sector	<ul style="list-style-type: none"> • Agroindustria • Turismo • Exportación • Servicios • Fondo de la pirámide
Idea	<ul style="list-style-type: none"> • Busca 25.000-100.000 dólares de Agora • Compañía en arranque antes de generar ingresos que busca expandir su escala/alcance • Clara ventaja competitiva • Demostró potencial del mercado • Impacto social cuantificable (empleo, atender el fondo de la pirámide) • Potencial de ventas de más de 200.000 dólares para el año 3 • Potencial para generar efectivo en un plazo de 12 meses a partir de la inversión
Empresario	<ul style="list-style-type: none"> • Educación universitaria • Al menos 3 años de experiencia relacionada • Fuerte fibra ética • Dispuesto a aprender y crecer personal y profesionalmente • Ambicioso: interesado en alto crecimiento, no sólo estilo de vida • Capaz de recaudar fondos de amigos y familia

Anexo 7 Emprendedores Agora 2005.



NOMBRE: José Benito Úbeda Zeledón

SECTOR: Especias / Exportaciones

OPORTUNIDAD: sembrar, procesar y exportar cardamomo y productos con valor agregado de cardamomo como té, aceites y extractos a los Estados Unidos, Europa y otros mercados.

EMPRENDEDOR: José es profesor de inglés, productor de cardamomo y el líder en una cooperativa de productores de cardamomo de 82 miembros en San Rafael del Norte. En 2004, José recibió 10.000 dólares de TechnoServe Nicaragua después de ganar su competencia de plan de negocios "Idea Tu Empresa."



NOMBRE: Robertson Carrillo Zeledón

SECTOR: Frutas Secas / Exportación

OPORTUNIDAD: producir y exportar frutas tropicales tales como mango, piña, banano, papaya y melón a los Estados Unidos, Europa y Japón por medio de relaciones con supermercados, compañías de cereales y distribuidores de productos. Robertson ya ha asegurado un socio estratégico potencial para financiar 50% del arranque de los costos.

EMPRENDEDOR: Robertson actualmente trabaja como un investigador de proyectos y administrador de una agencia de promoción de exportaciones en Nicaragua. Antes, Robertson era el gerente de ventas y exportaciones en una compañía exportadora de flores nicaragüense enfocada en los mercados de Estados Unidos y Europa. Tiene un Bachillerato en Administración de Negocios y Mercadeo.



NOMBRE: Danilo Benavides Rivera

SECTOR: Procesamiento de la Papa Industrial

OPORTUNIDAD: Danilo planea sembrar, procesar y congelar papas en el norte de Nicaragua, cerca de la ciudad de Estelí, para proveer al mercado local de productores con papas congeladas (papas a la francesa), 100% de los cuales se importan actualmente. Este mercado de 1,2 millones de dólares actualmente está creciendo un 30% al año.

EMPRENDEDOR: Danilo es productor de papas en el norte de Nicaragua que ha trabajado en numerosos proyectos de desarrollo para organizaciones como Usaid, Alternativas de Desarrollo Internacional y el gobierno nicaragüense, entre otros. Tiene una Maestría en Agronegocios y más de 15 años de experiencia en papas.



NOMBRE: Mónica Zúñiga

SECTOR: Servicios de Recursos Humanos

OPORTUNIDAD: Proveer un alto rango de servicios de recursos humanos a negocios en Nicaragua que incluyen encontrar y administrar personal temporal, manejar las planillas para compañías pequeñas y reclutamiento de ejecutivos. Existen pocos emprendedores que ofrezcan servicios de Recursos Humanos en el mercado laboral ineficiente de Nicaragua y aún menos que se dirijan a compañías pequeñas y medianas.

EMPRENDEDOR: Mónica trabajó como directora de Recursos Humanos en Findesa, una compañía de servicios financieros en Nicaragua. Antes de Findesa, Mónica era consultora de Recursos Humanos en PricewaterhouseCoopers y en el Banco Central de Nicaragua. Tiene una Maestría en Administración de Negocios y un Bachillerato en Sociología.



NOMBRE: Jaime Salazar

SECTOR: Mariscos / Exportación

OPORTUNIDAD: Cultivar ostras de calidad en la Costa Pacífica nicaragüense y venderlas por medio de un canal existente en El Salvador. Las ventas estimadas en el Salvador son de 6,5 millones de dólares con una demanda anual creciente de un 7% por año de un crecimiento de la población y del turismo. El suministro actual de ostras en Centroamérica no es adecuado para la sobreexplotación de bancos de ostras naturales.

EMPRENDEDOR: Jaime tiene una Maestría en Acuicultura Marina de Cenaim (Centro Nacional Acuícola e Investigaciones Marinas) en Ecuador, cursos de posgrado en cultivo y manejo de tilapia y camarones en El Zamorano, Honduras, y un título en Biología Marina con énfasis en Química de la Universidad de Mobile, Nicaragua.



NOMBRE: Rafael García Anselmo

SECTOR: Reciclaje Plástico / Exportación

OPORTUNIDAD: Procesar y reciclar plástico (desperdicios sólidos localizados en basureros en la ciudad, zonas libres y centros comerciales). Nicaragua produce casi dos mil toneladas de plástico liviano que podrían utilizarse para reciclar, y en este momento sólo procesan 250 toneladas dos compañías existentes, las cuales no están siendo comercializadas dentro del país. Con el aumento global en los precios del petróleo y la presencia de resinas plásticas en los subproductos, la importancia de reutilizar esta basura aumenta considerablemente, con un efecto ambiental y social, principalmente. Rafael ha considerado cómo formular una alianza con 54 familias en el basurero de la ciudad principal en Managua.

EMPRENDEDOR: Rafael actualmente es el gerente y dueño de Industrias RC, una compañía de manufactura de productos de plástico, ganadora del Programa de Innovación Tecnológica en Nicaragua. Fue aceptado como visionario y extremadamente innovador como emprendedor y recibió 17.000 dólares para implantar su plan de negocio. Tiene un título en Ingeniería Química y ha tomado cursos en Tecnología Administrativa para mejorar la productividad, el liderazgo y el manejo ambiental.

Anexo 8

Comparación entre inversiones de deuda y capital para Agora Partnerships.

Inversiones de deuda		
Meta	Ventajas	Desventajas
Éxito de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Deuda impone disciplina financiera. • Los intereses son deducibles de la renta. 	<ul style="list-style-type: none"> • Los riesgos para sofocar la empresa durante la fase de crecimiento. • Oportunidad limitada para Agora para proveer insumo sobre asuntos estratégicos.
Motivación del emprendedor	<ul style="list-style-type: none"> • El emprendedor tiene total propiedad 	
Retorno financiero	<ul style="list-style-type: none"> • No es necesario un plan de salida 	<ul style="list-style-type: none"> • Un retorno razonable sólo alcanzable al cobrar altas tasas de interés a los emprendedores.

Inversiones patrimoniales		
Meta	Ventajas	Desventajas
Éxito de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Agora puede monitorear el desempeño de la compañía y eventualmente tomar decisiones significativas 	
La motivación del emprendedor	<ul style="list-style-type: none"> • La sociedad con Agora puede ayudarle al emprendedor a superar períodos difíciles 	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de que el emprendedor se sienta menos responsable del éxito del negocio • Riesgo que el emprendedor abandone el negocio
Retorno del financiamiento	<ul style="list-style-type: none"> • Puede capturar parte de la tendencia creciente de las empresas exitosas 	<ul style="list-style-type: none"> • Puede ser difícil salir de las inversiones

Anexo 9

Opciones de estrategias de participación.

Estrategia de participación de terceros

	Descripción	Ventajas	Desventajas
Participación ilimitada	<ul style="list-style-type: none"> Se permiten inversiones de terceros sin límite 	<ul style="list-style-type: none"> Le permite a Agora tener una exposición más amplia en los círculos de inversionistas Limita la exposición directa de Agora en el negocio 	<ul style="list-style-type: none"> Inversionistas terceros se benefician de las actividades de valor agregado de Agora Conflicto de intereses con misión sin fines de lucro Proceso de toma de decisiones se hace más complejo dada la presencia de un tercero
No participación	<ul style="list-style-type: none"> No se permite participación individual hasta que Agora haya salido 	<ul style="list-style-type: none"> Mantiene la toma de decisiones limitada a Agora y el empresario En línea con misión sin fines de lucro 	<ul style="list-style-type: none"> Evita que la empresa se involucre en un círculo más grande de inversionistas Evita la participación de potencial inversionista que compra
Participación limitada	<ul style="list-style-type: none"> Se permiten inversiones hasta un máximo de 30% de las acciones preferenciales El inversionista recupera su capital por medio del mismo mecanismo que Agora 	<ul style="list-style-type: none"> Le permite a Agora tener una exposición más amplia en los círculos de inversionistas Limita la exposición directa de Agora en el negocio Mantiene el control de terceros limitado 	<ul style="list-style-type: none"> Terceros inversionistas se benefician de las actividades de valor agregado de Agora El proceso de toma de decisiones se hace complejo por la participación de un tercero Puede no ser atractivo para los inversionistas, dado el limitado control que obtienen

Fuente: Grupo Agora.