

## Resumen

El capital de riesgo financia a empresas jóvenes de alto impacto dirigidas por emprendedores que buscan no sólo dinero para comercializar sus productos sino también el apoyo del que se les proporciona para desarrollar a la empresa. Aunque se reconoce que estas contribuciones no monetarias del capitalista de riesgo, con frecuencia denominadas valor agregado, influyen en el desarrollo de la empresa, poco se sabe en México acerca de su naturaleza, del papel del capitalista de riesgo y del emprendedor, de los aspectos críticos de su relación, y de su práctica en general. La presente investigación reporta la propuesta de una teoría sustantiva que explica cómo el capitalista de riesgo contribuye al desarrollo de la empresa que financia. Esta teoría emergente es resultado de entrevistas con nueve capitalistas de riesgo y nueve emprendedores cuyos datos fueron analizados usando la metodología de la teoría fundamentada y el proceso de análisis de comparación constante.

Los hallazgos de esta investigación tienen consecuencias prácticas importantes para los emprendedores en México que buscan financiamiento con capital de riesgo y para aquellos que tienen en la actualidad una relación con un capitalista de riesgo. Además, los hallazgos proporcionan una base de conocimientos que pudiera motivar el avance de investigaciones sobre el capital de riesgo en el país, impulsar desarrollos educativos, y permitir el diseño de políticas públicas.

**Palabras clave:** capital de riesgo, capitalista de riesgo, valor agregado.

## Abstract

Venture capital provides resources to startups with high growth potential managed by entrepreneurs who seek not only money to finance its investment project but also the support provided by the financial intermediary to develop the company. Although it is known that these non-monetary contributions from the venture capitalist have an impact on the development of the company, little is known in Mexico as of the nature of these contributions, the roles of the venture capitalist and the entrepreneur, the critical aspects of their relationship, and their practice in general. This research reports a proposed substantive theory that explains how the venture capitalist contributes to the development of the company that finances in Mexico. The theory arises from interviews with nine venture capitalists and nine entrepreneurs whose data were analyzed using a grounded theory methodology and the constant comparative method.

The findings of this research have important practical implications for entrepreneurs in Mexico looking for venture capital financing, and for those who currently have a relationship with a venture capitalist. In addition, the findings provide a knowledge base that could motivate the advance of research on venture capital in the country, promote educational developments, and allow the design of public policies.

**Key words:** venture capital, venture capitalist, value added.

MC. Enrique Gustavo Antonio Wiencke Olivares. Profesor de la Facultad de Contaduría y Administración, Universidad Autónoma de Querétaro. Misión de San Carlos 102, Juriquilla Misiones, 76230 Querétaro, Querétaro. Teléfono: (442) 181-8549, [enrique.wiencke@sloan.mit.edu](mailto:enrique.wiencke@sloan.mit.edu), [enrique.wiencke@me.com](mailto:enrique.wiencke@me.com).

Dr. Arturo Morales Castro. Profesor e investigador de tiempo completo de la Facultad de Contaduría y Administración de la Universidad Nacional Autónoma de México. Calle de las Flores Núm. 45, Colonia Tetelpan, Delegación Álvaro Obregón, México, D.F. CP.01400. Teléfono: (55) 5622-8280, [amorales@fca.unam.mx](mailto:amorales@fca.unam.mx).

# EL VALOR AGREGADO DEL CAPITALISTA DE RIESGO EN MÉXICO

Fecha de recepción: 18/07/2013

Fecha de aceptación: 08/09/2013

Enrique Gustavo Antonio Wiencke Olivares  
Arturo Morales Castro

## INTRODUCCIÓN

Cada día con mayor frecuencias surgen en México empresas que transforman conocimientos, ciencias básicas, e ideas innovadoras en productos y servicios de alto valor que buscan satisfacer las necesidades de grandes mercados de consumidores dentro y fuera del país<sup>1</sup>. Las consecuencias del desarrollo de este tipo de empresas en las economías de los países que las fomentan se encuentran ampliamente documentadas, como en el caso de Gompers y Lerner (2006) y Lerner (2009), destacándose que estas empresas impulsadas por desarrollos innovadores y cambios tecnológicos llegan a convertirse en la principal fuente de innovación y en el motor de crecimiento de un país, además de ser una fuente importante de generación de empleos.

Estos esfuerzos innovadores llamados de alto impacto llaman la atención no sólo de capitalistas de riesgo que reconocen que inversiones en este tipo de empresas tienen el potencial de lograr los altos rendimientos que demandan los inversionistas por su dinero, sino también de hacedores de política pública que reconocen que una industria de capital de riesgo sólida y dinámica es una alternativa atractiva de crecimiento económico. Aunque la industria de capital de

---

<sup>1</sup> En septiembre de 2012, existían 76 empresas de este tipo que habían sido financiadas con capital de riesgo: 43 de ellas capitalizadas por el Fondo Emprendedores CONACYT – NAFIN (<http://www.fondoemprendedores.com.mx>), y las otras 33 por fondos de capital de riesgo independientes, como se reporta en esta investigación.

riesgo en México se encuentra en su etapa temprana de desarrollo, el avance de su crecimiento está evidenciado por el creciente número de fondos de capital de riesgo que operan en el país, y por el gran impulso del gobierno a proyectos emprendedores que tienen el potencial de convertirse en grandes compañías.

El capital de riesgo es el financiamiento con capital para empresas jóvenes de alto impacto. Este tipo de financiamiento destaca sobre los financiamientos tradicionales porque el que aporta el dinero participa de forma activa en el desarrollo de la empresa. Como intermediario financiero, el capitalista de riesgo recoge recursos de inversionistas para canalizarlos después a las empresas. Se convierte en socio del emprendedor, coadyuva al desarrollo de la empresa, principalmente desde su posición en el consejo de administración, y, años más tarde, procura la salida de la inversión en la empresa para buscar materializar un rendimiento económico.

El capitalista de riesgo busca invertir en empresas en las que pueda aprovechar sus conocimientos y experiencias para hacerlas crecer rápidamente y para minimizar los riesgos inherentes a oportunidades de inversión que contemplan productos innovadores cuya utilidad todavía no ha sido reconocida por el mercado. El emprendedor de alto impacto, por otro lado, requiere de un financiamiento que le proporcione no sólo el dinero que necesita para comercializar su producto, sino que también aporte los conocimientos y experiencias del financiero para ayudar a crecer a su empresa.

El financiamiento con capital de riesgo implica una interacción continua y cercana entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. El capitalista de riesgo destaca que sus contribuciones no monetarias a la empresa que financia son tan importantes como el dinero que les proporciona. La literatura sobre el capital de riesgo se refiere a estas contribuciones no monetarias como el valor agregado del capitalista de riesgo. Sin embargo, no todas las empresas que reciben capital de riesgo reconocen el valor agregado del capitalista de riesgo. Estudios como los de Rosenstein (1988) y Sapienza (1992) muestran que la participación del capitalista de riesgo en la empresa, en efecto, contribuye a su desarrollo; mientras que otros como los de MacMillan, Kulow y Khoylian (1989) y Bottazzi y Da Rin (2002) cuestionan el valor agregado del capitalista de riesgo. También, es común encontrar expresiones de emprendedores que señalan que la participación del capitalista de riesgo en la empresa se traduce en un mejor desarrollo de la misma, y voces contrarias que destacan que no reciben contribución alguna del capitalistas de riesgo, que no reciben el suficiente valor agregado, o que reciben el valor agregado equivocado. Existe entonces una oportunidad considerable para mejorar el entendimiento de las contribuciones no monetarias que realiza el capitalista de riesgo a la empresa, de manera que el emprendedor pueda entender su relación con el capitalista de riesgo y pueda hacer más eficiente su interactuar con él.

Dentro de esta problemática, el objetivo de esta investigación es reportar una teoría sustantiva<sup>2</sup> sobre temas y retos que afectan a los capitalistas de riesgo y a los emprendedores en México, en su práctica de crecer empresas, volverlas rentables, venderlas, y obtener una ganancia por ello. En particular, se explica cómo se crea valor en la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor de empresas jóvenes de alto impacto.

## MARCO TEÓRICO

Al comienzo del proceso de revisar la literatura sobre el capital de riesgo, se hace evidente que no existe una teoría única que explique las contribuciones que hace el capitalista de riesgo a las empresas donde invierte, ni una teoría que defina de forma integral la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Sapienza y Korsgaard (1996) expresan que no se cuenta con una teoría general bien desarrollada que explique cómo y cuándo el capitalista de riesgo le agrega valor a la empresa. Sin embargo, existen teorías que se usan en la literatura para explicar ciertos aspectos de la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, y de las contribuciones que hace el capitalista de riesgo a las empresas que financia. A continuación se detallan los siete enfoques teóricos que se consideran más relevantes para la comprensión del fenómeno estudiado: la teoría de agencia, la teoría de la información asimétrica, la teoría contractual financiera, la teoría del capital humano, la teoría del capital social, la teoría de la justicia procedimental, y la teoría de juegos.

La teoría de la agencia es el enfoque teórico dominante para explicar las condiciones en las que se llevan a cabo las inversiones con capital de riesgo. Para Jensen y Meckling (1976), la relación de agencia se define como un contrato en el que una persona, el principal, involucra a otra persona, el agente, para que el agente lleve a cabo algún servicio en representación del principal, que resulta en que el principal delegue al agente alguna autoridad para la toma de decisiones. La preocupación central de la teoría de agencia es que la separación de la propiedad y del control entre el principal y el agente resulte en oportunismo. Este oportunismo se traduce en dos tipos de riesgos para el capitalista de riesgo denominados selección adversa y peligro moral (Eisenhardt, 1989), que inciden

<sup>2</sup> La teoría sustantiva se desarrolla a partir de identificar las diferencias y las similitudes de datos y patrones en un contexto específico analizando datos en textos sobre un tema en particular. El contenido de la teoría sustantiva es principalmente descriptivo, centrado en la esencia o sustancia de los datos, mediante el uso de una estructura relacional frugal. La teoría sustantiva se desarrolla para un área de investigación específica como sería el cuidado de pacientes y la delincuencia, mientras que una teoría formal se propone para un área de investigación conceptual como sería la organización formal y la socialización. La presente investigación busca desarrollar una teoría sustantiva, a diferencia de una teoría formal. Sin embargo, la teoría sustantiva aquí desarrollada y las que se desarrollen en otros estudios sobre el tema se espera permitan generar y mejorar la teoría formal sobre la materia.

directamente sobre la relación capitalista de riesgo – emprendedor y sobre las contribuciones del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa.

La selección adversa resulta cuando el agente, el emprendedor, conocedor de su verdadera capacidad para realizar un trabajo tergiversa sus habilidades de forma deliberada frente al principal, el capitalista de riesgo, para que sea seleccionado por el principal (Amit, Glosten, y Muller, 1990). Lo anterior hace que el proceso de selección de una inversión de capital de riesgo sea muy tardado, ya que el capitalista de riesgo comienza una relación con el emprendedor sólo si puede identificar, en sus tratos iniciales con el emprendedor, elementos, por ejemplo, de confianza, de transparencia, de justicia, y de respeto. Por otro lado, el peligro moral resulta cuando el agente elude sus responsabilidades y busca maximizar sus propios intereses en lugar de los del principal. Lo anterior sucede porque el principal no puede observar el comportamiento del agente en todo momento. Según Reid y Smith (2002), una vez que se lleva a cabo la inversión, el emprendedor está inclinado a transferir al capitalista de riesgo todo el riesgo del proyecto, motivado por su deseo de llevar una vida fácil y de privilegios. El peligro moral se reduce cuando el capitalista de riesgo participa de forma activa en el seguimiento de la inversión (Barry, Muscarella, Peavy, y Vetsuypens, 1990; Lerner, 1995), lo que anticipa que el capitalista de riesgo trabaja con el emprendedor de forma cercana para impulsar el crecimiento de la empresa.

La teoría de la asimetría de información trata de situaciones en las que una de las partes en una transacción tiene más o mejor información acerca de la transacción que la otra (Mattsson, 2002), lo que supone que aquellos mejor informados tomarán mejores decisiones y en detrimento de los menos informados, quienes con seguridad sufrirán pérdidas, lo que a su vez incidirá en la relación deteriorándola. Lerner (1995) destaca que el capitalista de riesgo tiene una ventaja comparativa con respecto a otros tipos de inversionistas porque conoce cómo seleccionar buenos proyectos y porque tiene la capacidad de reducir asimetrías de información. Wasserman (1999) identifica tres maneras para reducir la asimetría de información entre el capitalista de riesgo y el emprendedor: auditorías, interacciones frecuentes entre las partes, y monitoreo y control del desempeño de la empresa. Las tres maneras conllevan interacciones frecuentes entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, por lo que inciden en la calidad de su relación.

El diseño de un contrato financiero y la realización de inversiones de forma conjunta con otros capitalistas de riesgo, llamadas inversiones sindicadas, representan otras formas en las que el capitalista de riesgo reduce las asimetrías de información (Lerner, 1994). La negociación del contrato y su resultado afectan la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor si las partes perciben que el procedimiento para la toma de decisiones no es justo, lo que incide en las contribuciones del capitalista de riesgo a la empresa. Por último, compartir información para disminuir las asimetrías de información tiene

efectos positivos sobre la relación capitalista de riesgo - emprendedor. Mantell (2009) señala que el emprendedor puede reducir los riesgos que enfrenta al buscar financiar su proyecto con capital de riesgo si conoce de antemano las preferencias riesgo - rendimiento del capitalista de riesgo. De la misma manera, el capitalista de riesgo puede disminuir los riesgos de inversión si el emprendedor le comunica de forma clara y transparente las bondades y los riesgos de la oportunidad de inversión que le presenta al momento de solicitarle financiamiento.

La teoría contractual financiera es la teoría sobre la clase de acuerdos que se establecen entre los que otorgan financiamiento y los que lo reciben (Hart, 2001). El contrato financiero trata de mitigar los conflictos de interés que pudieran surgir entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Admati y Pfleiderer (1994) y Wang y Zhou (2004) sugieren las características que deben tener los contratos financieros para atenuar los problemas de agencia y de información asimétrica, y destacan que un contrato bien diseñado puede ser garantía de que el capitalista de riesgo y el emprendedor trabajen de forma conjunta, procurando alcanzar las metas de crecimiento de la empresa, y buscando el bien común y no los intereses personales. Lo anterior sugiere que un buen contrato es una condición necesaria para que el capitalista de riesgo contribuya de forma efectiva al desarrollo de la empresa.

Además sobre los contratos financieros, Kaplan y Strömberg (2004) resaltan que los puntos que con mas frecuencia se negocian en un contrato capitalista de riesgo-emprendedor tienen que ver con cómo se distribuyen los derechos de las partes sobre los flujos de efectivo de la empresa, la composición del consejo de administración, los derechos de veto, los derechos de liquidación, las cláusulas de no competencia, y las cláusulas que dificultan la salida del emprendedor de la empresa. Los autores destacan que estos derechos se asignan a cada una de las partes según el desempeño financiero y operativo de la empresa. Por último, Sahlman (1988) observa que los términos que se negocian en un contrato afectan la manera en que se dividen los flujos de efectivo y la forma en que se comparten los riesgos, y, por tanto, la manera en que se divide el valor de la empresa entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. El valor de la empresa resulta ser el principal tema de negociación en una inversión de capital de riesgo, y determina en gran medida el compromiso y la energía del emprendedor para crecer a la empresa.

La teoría del capital humano considera los conocimientos y las habilidades que un individuo lleva a una organización (Dimov y Shepherd, 2005). Los autores subrayan que la teoría del capital humano plantea que mientras mayor sea el capital humano de una persona o mientras mayor calidad tenga, mejor desempeño tendrá en la ejecución de tareas relevantes como las que se realizan antes y después de una inversión de capital de riesgo. Knockaert, Lockett, Clarysse y Wright (2006) examinan la relación entre el capital humano y las contribuciones que realiza el capitalista de riesgo para desarrollar empresas jóvenes de alto

impacto, y concluyen que ciertos aspectos del capital humano, como la experiencia en consultoría y la experiencia emprendedora del capitalista de riesgo, contribuyen a una mayor participación del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa.

La teoría del capital social trata sobre los beneficios que uno puede obtener al participar en redes sociales, y cómo uno construye relaciones sociales de forma deliberada con el objeto de obtener beneficios (Bourdieu, 1986). Nahapiet y Goshal (1998) definen tres dimensiones del capital social: la estructura de la red; los activos que están intrínsecos en la relación como la confianza, las normas, y las obligaciones; y la naturaleza cognitiva para compartir códigos, lenguaje, y narrativas que facilitan un entendimiento de los objetivos comunes y de las formas de actuación en sistemas sociales. El capital social es estructuralmente muy diverso e incorpora a empresas y a profesionistas. El capital social es un elemento que distingue a los capitalistas de riesgo y, como tal, se puede usar para atraer proyectos de inversión que representen las mejores oportunidades, y para transformar estas oportunidades en proyectos exitosos.

Adicionalmente, el capital social permite el acceso al conocimiento, influye sobre otros, y con frecuencia permite que el capitalista de riesgo y la empresa reciban un trato preferencial. Alexy, Block, Sandner y Ter Wal (2011) concluyen que las redes sociales del capitalista de riesgo permiten a las empresas identificar oportunidades de negocio. De lo anterior se desprende que la red de contactos del capitalista de riesgo contribuye al desarrollo de la empresa de manera directa facilitándole acceso a recursos, e indirectamente, a través de la reputación del capitalista de riesgo, favoreciéndola en transacciones, además de lograr mejores condiciones.

Por otra parte, la teoría de la justicia procedimental se refiere a que los individuos reaccionan de una forma más favorable cuando, independientemente del resultado, sienten que se ha seguido un proceso justo para llegar a la decisión (Lehtonen, Rantanen y Seppala, 2004). Esta teoría considera una relación de confianza entre las partes más que una de beneficios personales como en el caso de la teoría de agencia. La lógica de la justicia procedimental sugiere que cuando el emprendedor es tratado por el capitalista de riesgo de una manera procedimentalmente justa, el emprendedor ofrece su mejor esfuerzo para el desarrollo de la empresa.

Además, Sapienza y Korsgaard (1996) señalan que el deseo de una persona de compartir información y de informar de manera oportuna, envía una señal de apertura y honestidad, promueve una relación positiva entre las partes, y contribuye al desarrollo de la empresa. Busenitz, Fiet, y Moesel (2004) encuentran que las intervenciones de justicia procedimental tienen una asociación positiva con el desempeño de la empresa. También, Busenitz, Moesel, Fiet y Barney (1998) concluyen que mientras más justa se perciba la relación con el capitalista de riesgo, el emprendedor será más receptivo a sus consejos y mejo-

res serán las posibilidades de un buen desempeño de la empresa. Por último, De Clercq, Dimov, y Thongpapanl (2010) sugieren que se puede mejorar la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor si se promueve el intercambio eficiente de información y si se establecen procesos que aseguren justicia. Por tanto, la percepción de justicia en la toma de decisiones fomenta una buena relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, que a su vez contribuye al desarrollo de la empresa.

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

En este sentido, Fairchild (2010) demuestra con un modelo de teoría de juegos que un aumento en las normas de justicia social induce al capitalista de riesgo a ofrecer una mayor participación accionaria al emprendedor, que a su vez induce al emprendedor a realizar un mayor esfuerzo, lo que mejora el desempeño de la empresa. Alvarez y Busenitz (2001) resaltan que la teoría de juegos proporciona un entendimiento de los motivos de los socios en colaborar y de no escatimar esfuerzos para desarrollar y mantener una buena relación. Por último, Sapienza, Koorsgaard, y Forbes (2003) demuestran que los motivos de autodeterminación del emprendedor influyen en sus decisiones de financiamiento, y que se deben tomar en cuenta en las negociaciones con el capitalista de riesgo para no correr riesgos. Así, la colaboración entre el capitalista de riesgo y el emprendedor parece fundamental para poder lograr el desarrollo de la empresa.

En suma, hasta aquí se presentan las teorías consideradas relevantes para el estudio de la relación del capitalista de riesgo y el emprendedor. De lo anterior se desprende que existe una oportunidad para explicar de forma general y completa el trabajo conjunto que realiza el capitalista de riesgo y el emprendedor para desarrollar una empresa.

## METODOLOGÍA

Para lograr el objetivo de generar una teoría sustantiva que explique la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor en México, se llevó a cabo una investigación cualitativa inductiva que permitió construir una teoría sobre un fenómeno de interés a partir de datos recolectados de forma empírica. En este estudio, el investigador tomó un papel de investigador interpretativo. El investigador interpretativo es un traductor de las palabras y

las acciones de otras personas, y actúa como intermediario entre los entrevistados y la audiencia que pretende alcanzar el investigador (Corbin y Strauss, 2008: 49). Como observador, el investigador interpretativo mantiene cierta distancia con el entrevistado, no expresa una opinión personal sobre los resultados de las entrevistas, a pesar del conocimiento general que pudiera tener de la industria, y tiene acceso a información confidencial restringida que el entrevistado generalmente no comparte con personas ajenas a su círculo. El investigador interpretativo entiende el fenómeno a partir de los significados que le dan los entrevistados, y a partir de las interpretaciones que realiza el investigador de las respuestas de los entrevistados.

La naturaleza misma del fenómeno a estudiar condujo a la investigación a adoptar el método de la teoría fundamentada, en particular la versión impulsada por Barney Glaser denominada glaseriana. Para Glaser (2002), la teoría fundamentada ofrece a los investigadores no sólo una metodología con una dirección filosófica para el desarrollo de teoría sustantiva y formal sino también plantea un método para asistir a la investigación en todos los aspectos de recolección de datos, análisis, y de escritura de la teoría. El análisis de los datos se realizó de forma sistemática e iterativa de acuerdo a la técnica de comparación constante desarrollada por Glaser y Strauss (1967).

Por otra parte, todos los proyectos de investigación requieren de una pregunta que de alguna manera guíe al investigador en su esfuerzo (Corbin y Strauss, 2008: 24). Los investigadores cualitativos y en particular los investigadores que hacen uso de la teoría fundamentada tienden a generar una pregunta central que define el fenómeno a estudiar de una manera muy general (Creswell, 2007). Con el uso de una pregunta central general, el investigador tiene flexibilidad para explorar el fenómeno sin restricciones (Corbin y Strauss, 2008: 25). Considerando los requerimientos del método de la teoría fundamentada, la pregunta de investigación que se definió para descubrir la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor fue: ¿cómo se crea valor en la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor de empresas jóvenes de alto impacto en México?.

Para explicar el fenómeno en cuestión, se usaron las opiniones tanto del capitalista de riesgo como las del emprendedor. Al momento de realizar las entrevistas existían nueve fondos que eran administrados por 24 capitalistas de riesgo que habían realizado inversiones de capital de riesgo en 33 empresas. Para conocer sus puntos de vista sobre sus contribuciones a las empresas que financian y sobre su relación con el emprendedor, se decidió entrevistar a un capitalista de riesgo por cada uno de los fondos existentes, cubriendo de esta manera la totalidad de los fondos en operación. Enseguida, se les solicitó a los capitalistas de riesgo entrevistados que seleccionaran a una de las inversiones en sus portafolios de empresas para conocer también el punto de vista del emprendedor, de manera que en total se entrevistaron a 18 personas, nueve capitalistas de riesgo y nueve emprendedores. De esta manera el tamaño de la muestra de rela-

ciones capitalista de riesgo – emprendedor entrevistadas representó el 27.3% del total de dichas relaciones.

En un inicio, los participantes fueron contactados con la asistencia de Nacional Financiera S.N.C. y de la Asociación Mexicana de Capital Privado. Para obtener el apoyo de los participantes se preparó una carta que describía la naturaleza académica de la investigación, un documento que indicaba el alcance de la entrevista, y una biografía del entrevistador. El 100% de los fondos accedió a participar en las entrevistas con la condición de que se mantuviera la confidencialidad de la información y se reservara su identidad.

Para recopilar los datos que requería el análisis, se diseñó una guía con preguntas abiertas que permitió recoger las opiniones de los participantes a través de entrevistas en persona con cada uno de ellos. Las entrevistas se realizaron en el cuarto trimestre del año 2012. Se diseñó también un formato para capturar datos al inicio de la entrevista que permitieran caracterizar a los participantes. Las entrevistas con cada uno de los participantes se llevaron a cabo en sus lugares de trabajo, y, con grabadora en mano, se recogieron 1,414 minutos de grabación que representaron los datos para el desarrollo de la teoría que identifica y conceptualiza la práctica del capitalista de riesgo y del emprendedor, sus principales temas, y sus retos.

Los nueve capitalistas de riesgo entrevistados son todos hombres. Su edad promedio es de 42.7 años. Cinco de los capitalistas de riesgo son licenciados y los cuatro restantes son ingenieros. Todos los capitalistas de riesgo tienen el grado de maestro como nivel máximo de educación. En promedio, los capitalistas de riesgo han estado invirtiendo en empresas desde hace 2.8 años. La Tabla 1 muestra el perfil de los capitalistas de riesgo entrevistados.

**Tabla 1.** Perfil de los capitalistas de riesgo que participaron en las entrevistas.

| Variable                    | Capitalista de Riesgo |    |    |     |     |    |    |     |     |
|-----------------------------|-----------------------|----|----|-----|-----|----|----|-----|-----|
|                             | a                     | b  | c  | d   | e   | f  | g  | h   | i   |
| Años de edad                | 44                    | 40 | 44 | 36  | 37  | 33 | 58 | 51  | 41  |
| Profesión                   | L                     | L  | L  | I   | L   | L  | I  | I   | I   |
| Posgrado                    | M                     | M  | M  | M   | M   | M  | M  | M   | M   |
| Años capitalizando empresas | 8                     | 2  | 5  | 0.5 | 0.5 | 4  | 2  | 1.5 | 1.5 |

Fuente: elaboración propia con datos proporcionados por los entrevistados. “L” significa licenciado, “I” ingeniero, y “M” maestría.

Con respecto a los fondos de inversión que administran estos capitalistas de riesgo tienen en promedio 2.6 años operando, son administrados por 2.7

capitalistas de riesgo y tienen 8.8 empleados. En promedio, los fondos tienen un tamaño de \$457 millones de pesos, y han invertido en 3.7 empresas. La Tabla 2 resume los datos de los fondos de los capitalistas de riesgo que participaron en la investigación.

**Tabla 2.** Perfil de los fondos administrados por los capitalistas de riesgo.

| Variable               | Fondo |       |         |       |      |       |    |    |       |
|------------------------|-------|-------|---------|-------|------|-------|----|----|-------|
|                        | A     | B     | C       | D     | E    | F     | G  | H  | I     |
| Años en operación      | 8     | 2     | 5       | 0.5   | 0.5  | 1     | 3  | 2  | 1.5   |
| Capitalistas de riesgo | 2     | 2     | 4       | 2     | 2    | 2     | 3  | 5  | 2     |
| Empleados              | 10    | 8     | 12      | 6     | 6    | 8     | 5  | 15 | 9     |
| Tamaño                 | \$250 | \$250 | \$1,275 | \$250 | \$50 | \$250 | ND | ND | \$875 |
| Empresas capitalizadas | 6     | 2     | 10      | 1     | 3    | 1     | 1  | 1  | 8     |

*Fuente:* elaboración propia con datos proporcionados por los entrevistados. Los montos están en millones de pesos. “ND” significa no disponible.

De los nueve emprendedores entrevistados ocho son hombres y uno es mujer. La edad promedio de los emprendedores es 40.7 años. Ocho de los emprendedores participantes son licenciados y uno es ingeniero. En lo concerniente al máximo grado de educación de los emprendedores, seis de ellos no cuentan con posgrado, dos tienen el grado de maestro, y uno tiene el grado de doctor. Para cinco de los emprendedores, la empresa que dirigen representa su primer emprendimiento, y para los otros cuatro emprendedores no. La Tabla 3 presenta el perfil de los emprendedores entrevistados.

**Tabla 3.** Perfil de los emprendedores que participaron en las entrevistas.

| Variable              | Emprendedor |    |     |    |    |    |     |      |    |
|-----------------------|-------------|----|-----|----|----|----|-----|------|----|
|                       | i           | ii | iii | iv | v  | vi | vii | viii | ix |
| Edad                  | 60          | 29 | 42  | 52 | 26 | 31 | 29  | 49   | 48 |
| Profesión             | L           | L  | L   | L  | L  | L  | I   | L    | L  |
| Posgrado              |             | M  | D   |    |    |    |     |      |    |
| Primer emprendimiento | Si          | Si | Si  | No | Si | No | Si  | No   | No |

*Fuente:* elaboración propia con datos proporcionados por los entrevistados. “L” significa licenciado, “I” ingeniero, “M” maestría, y “D” doctorado.

En promedio, las empresas de los emprendedores tienen operando 5.3 años, operan con capital de riesgo desde hace 2.9 años, tienen ventas anuales de \$76.9 millones de pesos, emplean a 122 personas, y recibieron \$33.2 millones de pesos en capital de riesgo. La Tabla 4 muestra los datos de las empresas de los emprendedores que participaron en la investigación.

**Tabla 4.** Perfil de las empresas dirigidas por los emprendedores entrevistados.

| Variable                            | Empresa |      |      |      |     |       |     |       |      |
|-------------------------------------|---------|------|------|------|-----|-------|-----|-------|------|
|                                     | I       | II   | III  | IV   | V   | VI    | VII | VIII  | IX   |
| Años en operación                   | 4       | 3    | 4    | 6    | 0.5 | 4     | 8   | 9     | 9    |
| Años operando con capital de riesgo | 3       | 0.5  | 3    | 3    | 0.5 | 4     | 6   | 5     | 1    |
| Ventas anuales                      | \$40    | \$3  | \$39 | \$30 | \$3 | \$100 | ND  | \$350 | \$50 |
| Empleados                           | 50      | 6    | 108  | 36   | 7   | 71    | 100 | 650   | 70   |
| Inversión de capital de riesgo      | ND      | \$30 | \$88 | \$28 | \$3 | \$25  | ND  | ND    | \$25 |

*Fuente:* elaboración propia con datos proporcionados por los entrevistados. Los montos están en millones de pesos. "ND" significa no disponible.

## RESULTADOS

Los datos de los participantes se codificaron y se agruparon para formar categorías que permitieran el surgimiento de la teoría sustantiva. De las experiencias expresadas por los participantes emergieron 72 hechos, características, experiencias, frases, o explicaciones recurrentes que contenían conceptos subyacentes que pudieron ser codificados. 38 de estos códigos fueron comunes a emprendedores y a capitalistas de riesgo, 15 códigos fueron exclusivos de emprendedores, y 19 códigos fueron exclusivos de capitalistas de riesgo. Para terminar de explicar las categorías, sus propiedades, y sus interconexiones, se añadieron siete códigos de la literatura sobre el capital de riesgo a los códigos de los datos de los entrevistados. En esta sección se usan textos con *italicas* para facilitar la identificación de estos códigos y sus agrupaciones.

A partir de los códigos surgieron cinco grupos o categorías de códigos que contenían información que describían dicha agrupación. Las categorías resultantes fueron *certificación*, *crecimiento*, *participación*, *relación*, y *salida*. La *certificación* es el efecto causado por la sola presencia del capitalista de riesgo como socio en la empresa y que contribuye a su desarrollo. El *crecimiento* es el de la empresa que es operada por el emprendedor. La *participación* son las

contribuciones que realiza el capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa, comúnmente conocidas como valor agregado. La *relación* es el vínculo entre el capitalista de riesgo y el emprendedor que hace crecer a la empresa. Finalmente, la *salida* se refiere a la salida de la inversión de la empresa.

Así, la investigación arrojó nuevos conceptos y nuevas categorías que permiten explicar la contribución del capitalista de riesgo a las empresas que financia, y su relación de valor con el emprendedor en México. A continuación se detalla la composición de cada una de estas categorías.

## LA CONTRIBUCIÓN INDIRECTA DEL CAPITALISTA DE RIESGO

El poder de *certificación* del capitalista de riesgo es resultado de su experiencia como intermediario financiero, y es un reconocimiento que le hace el entorno donde opera por su desempeño, y que contribuye al desarrollo de la empresa que capitaliza. Los factores que componen el efecto *certificación* son las *inversiones* que realizó el capitalista de riesgo que se convirtieron en *casos de éxito*, su red de *contactos*, y su *reputación*. Estos factores a su vez están determinados por el número de *inversiones* que realiza el capitalista de riesgo. Mientras más *inversiones* haya llevado a cabo el capitalista de riesgo, mayor la probabilidad de que haya desarrollado *casos de éxito* y mayor el alcance y la efectividad de su red de *contactos*. Más *casos de éxito* para el capitalista de riesgo resultan en una mejor *reputación* que se traduce en un mayor efecto *certificación*.

Como consecuencia del efecto *certificación* sobre la empresa, los datos resaltan una mayor capacidad de la empresa para la *atracción de talento*, un efecto *aval* del capitalista de riesgo que le permite a la empresa conseguir financiamientos adicionales, una mayor *certidumbre* de que el proyecto del emprendedor se va a ejecutar de acuerdo al plan, y una mayor *credibilidad* y el *respaldo* al esfuerzo del crecimiento de la empresa. En general, el efecto *certificación* se traduce en un *sello de calidad* para la operación de la empresa, impulsa su *crecimiento*, y facilita la *salida* de la inversión.

## EL EMPRENDEDOR COMO RESPONSABLE DE OPERAR LA EMPRESA

El *crecimiento* de la empresa es responsabilidad del emprendedor. El emprendedor opera la empresa buscando un *rápido crecimiento*. El capitalista de riesgo asiste al emprendedor en el *crecimiento* de la empresa diseñando planes de *incentivos* que le den *enfoque* a los esfuerzos del emprendedor, motivando al emprendedor a *pensar en grande* y a actuar con un sentido de *urgencia*. El capitalista de riesgo cuenta con el *compromiso* del emprendedor para que éste último opere a la empresa de la mejor manera posible y logre conseguir el *crecimiento* deseado.

Además, el capitalista de riesgo colabora con el *crecimiento* de la empresa realizando la *medición del desempeño*. En reportes elaborados por el emprendedor, se comparan los resultados con las *metas de desempeño* previamente establecidas, y el capitalista de riesgo le da al emprendedor *observaciones del desempeño* con la finalidad de mejorar su actuación.

De los datos de los entrevistados se desprende que mientras más se desarrolla la empresa mayor cantidad de activos acumula, mayor su *plusvalía*, y mayor la probabilidad de captar la atención de inversionistas interesados en comprarla. También, los datos de los entrevistados hicieron referencia a que un *crecimiento* por debajo de las expectativas de los socios motiva una mayor *participación* del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa. Por último, los datos de los entrevistados sugieren que la *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor se deteriora si no se logra el *crecimiento* esperado.

#### EL CAPITALISTA DE RIESGO PARTICIPA ACTIVAMENTE EN EL DESARROLLO DE LA EMPRESA

En las entrevistas realizadas se hizo evidente la *participación* activa del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa que financia. Además de proporcionarle *dinero* a la empresa para que pueda comercializar sus productos, los datos de los entrevistados muestran a un capitalista de riesgo con una *participación* en diversos asuntos de la empresa, inclusive en el desarrollo personal del emprendedor. Su conocimiento del *clima de negocios* y de las *mejores prácticas*, su uso de la *razón* y del *sentido común*, y su *saber hacer*, permiten al capitalista de riesgo proporcionar *asesoría* de negocios a la empresa para que opere de forma más eficiente. También el capitalista de riesgo actúa como *consejero*, mentor, y coach del emprendedor para impulsar su desarrollo personal.

El capitalista de riesgo contribuye además a la *institucionalización* de la empresa introduciendo *orden* y *disciplina* en su administración, implantando un *gobierno corporativo* sólido y efectivo, procurando la *profesionalización* de la empresa al coadyuvar a la contratación de *personal clave*, e impulsando la *tercerización* de las funciones secundarias del negocio para orientar a la organización a actividades que generen mayor valor. El capitalista de riesgo además ofrece *observaciones al desempeño* del emprendedor y de la empresa, y cambia el liderazgo de la empresa cuando lo considera apropiado. Finalmente, el capitalista de riesgo procura el *financiamiento* del *crecimiento* de la empresa e impulsa la *promoción* de la empresa en su entorno. Por ejemplo, el capitalista de riesgo promueve a la empresa ante compradores potenciales, sus contactos de negocio, y en todo tipo de eventos. Esta *participación* activa del capitalista de riesgo resulta en un mayor *valor* de la empresa que incrementa la probabilidad de una *salida* de la inversión.

## EL OBJETIVO COMÚN DE LA RELACIÓN ES LA SALIDA DE LA INVERSIÓN

La categoría *salida* recalca la importancia que tiene para el capitalista de riesgo y para el emprendedor poder concluir su periodo de inversión con una *salida*. El capitalista de riesgo promueve una *visión compartida* con el emprendedor desde el comienzo de la *relación*, busca la *alineación de objetivos*, y se asegura que la *salida* de la inversión sea el *objetivo común* con el emprendedor.

Para lograr la *salida*, los datos señalan que el capitalista de riesgo trabaja con el emprendedor para generarle *plusvalía* a la empresa de manera que se convierta en un activo atractivo para compradores potenciales. El capitalista de riesgo procura convertir a la empresa en la *empresa líder* en su industria para que terceros busquen adquirirla. Al final del periodo de inversión, el capitalista de riesgo orienta sus esfuerzos a vender la empresa, y a lograr un *rendimiento financiero* por su inversión que cumpla con las expectativas de sus inversionistas.

## LA CALIDAD DE LA RELACIÓN DETERMINA LA INTERACCIÓN ENTRE EL CAPITALISTA DE RIESGO Y EL EMPRENDEDOR

La categoría *relación* destaca la importancia que tiene que se desarrolle y mantenga una buena *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor durante todo el ciclo del financiamiento. Durante la etapa previa a la inversión, el capitalista de riesgo busca identificar la *idoneidad* del emprendedor como su socio, poniendo particular atención en su *capacidad de ejecución* y en su *receptividad* a las sugerencias del capitalista de riesgo. Si existe esta *idoneidad*, el capitalista de riesgo comienza una *relación* con el emprendedor e invierte en su empresa.

La *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor se basa en la *confianza*. Según los datos de los entrevistados esta *confianza* es el resultado de la *transparencia* con la que actúan las partes, y de la *justicia* percibida por cada uno de ellos acerca de los acuerdos alcanzados. Mientras más *transparencia* exista en el actuar de las partes y se perciba que la toma de decisiones se hace con *justicia*, mejor será la *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor.

Los datos muestran también que el *respeto* es un componente importante que afecta la *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. La *relación* termina si no existe *respeto*, por lo que las partes procuran actuar con consideración en todo momento. Por último, si el emprendedor no logra hacer que la empresa alcance los *resultados* esperados, la *relación* se deteriora, y si persiste que el emprendedor no logre *resultados*, el capitalista de riesgo está preparado para reemplazar al emprendedor como director general de la empresa.

## CONSTRUYENDO LA SALIDA DE LA INVERSIÓN

Durante el análisis de los datos se fue haciendo evidente que la categoría central *salida* era la que estaba relacionada a las demás categorías, tenía una explicación para las categorías, y era el enlace entre todas las categorías incluidas en la teoría. La categoría *salida* cumple con los criterios de categoría central descritos por Glaser (1978: 93). Por lo tanto, el desarrollo de la teoría emergente es relativo a la *salida* de la inversión de la empresa.

La *salida* de la inversión no sólo resultó ser la categoría central en el estudio sino que derivó en un patrón de comportamiento o proceso social básico que explica las principales preocupaciones de los participantes en la investigación. *Construyendo la salida* es el proceso social básico<sup>3</sup> que conlleva la interacción de efectos entre las categorías *certificación*, *crecimiento*, *participación*, y *relación*, por lo que representa la esencia de la teoría. La *certificación* le da validez y le otorga un sello de calidad al esfuerzo del emprendedor, el *crecimiento* dirigido por el emprendedor es evidencia del desempeño de la empresa y determinante de la *salida*, la *participación* es la contribución directa del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa, y la *relación* es el moderador del involucramiento del capitalista de riesgo en la empresa. La Figura 1 muestra las principales conexiones entre categorías que se explican a continuación para extender la teoría.

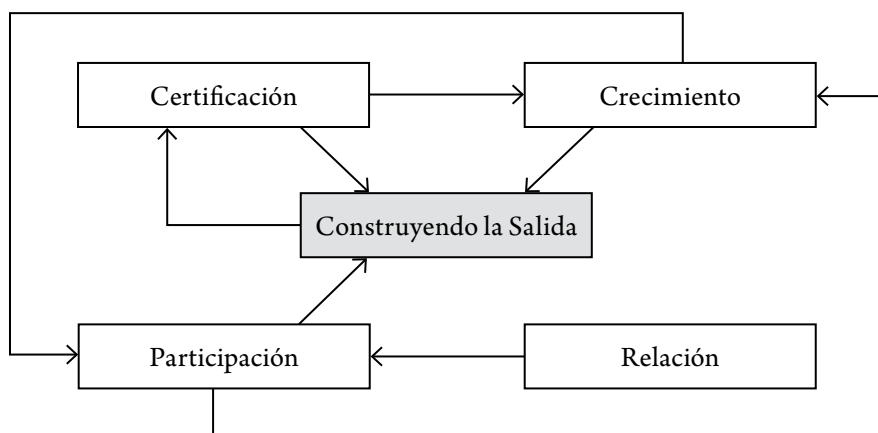
La *certificación* del capitalista de riesgo incide sobre el *crecimiento* de la empresa. Un mayor efecto de *certificación* por parte del capitalista de riesgo contribuye a un mayor *crecimiento* de la empresa, que a su vez incrementa la probabilidad de *salida* de la inversión. La incidencia en el *crecimiento* se da particularmente por las redes de *contactos* del capitalista de riesgo que le abren puertas al emprendedor para que pueda establecer relaciones con su entorno, y pueda tener acceso a los activos de esas relaciones. Por otro lado, la *reputación* del capitalista de riesgo y su efecto *aval* permiten al emprendedor poder acceder a más financiamientos que aseguren los recursos necesarios para lograr que la empresa crezca como lo demandan sus inversionistas. También, el capitalista de riesgo, con un reconocido efecto de *certificación*, atrae talento al equipo de trabajo de la empresa lo que coadyuva al rápido *crecimiento* de la empresa.

La *certificación* del capitalista de riesgo repercute también sobre la *salida* de la inversión. La *reputación* del capitalista de riesgo, resultado de sus *casos de éxito* y de su red de *contactos*, le da un sello de calidad y le da *certidumbre* a la empresa con la intención, en su momento, de poder atraer a compradores que permitan realizar una *salida*. Los datos muestran que el capitalista de riesgo tiene los conocimientos y las experiencias que se requieren para lograr la *salida* de la inversión, que es la única forma de obtener rendimientos por los recursos de los inversionistas. En el caso particular de la *salida* de la inversión a través de

<sup>3</sup> El proceso social básico es el patrón de comportamiento que explica las principales preocupaciones de los participantes en la investigación.

una colocación en bolsa, la *reputación* del capitalista de riesgo manda una clara señal de que el precio de la oferta pública inicial refleja con certeza el valor verdadero de la empresa.

**Figura 1.** Teoría sustantiva de la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos proporcionados por los entrevistados.

De forma recíproca, la *salida* de la inversión incide sobre el efecto de *certificación* del capitalista de riesgo. La venta de la empresa a un tercero incrementa el efecto *certificación* del capitalista de riesgo, principalmente a través de un aumento en su *reputación*. Ahora bien, si en la *salida* el *rendimiento financiero* de la inversión es igual o superior al demandado por los inversionistas, la capacidad de *certificación* aumenta en mayor medida porque se logra un *caso de éxito*, que también contribuye a la *reputación* del capitalista de riesgo. Una *salida* exitosa permite al capitalista de riesgo atraer no sólo a nuevos inversionistas para la creación de un nuevo fondo de inversión, sino también a más emprendedores que buscan el dinero y el valor agregado del capitalista de riesgo para crecer sus empresas.

El *crecimiento* de la empresa incide sobre la *participación* del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa. El capitalista de riesgo participa activamente en el *crecimiento* de la empresa desde un inicio de su *relación* con el emprendedor. Esta *participación* del capitalista de riesgo en la empresa disminuye en intensidad si el *crecimiento* de la empresa, dirigido por el emprendedor, cumple o excede las expectativas de crecimiento planteadas. En este caso el emprendedor le demuestra al capitalista de riesgo que puede ejecutar el *crecimiento* de la empresa, y el capitalista de riesgo le da más espacio para que lo pueda hacer de forma independiente.

El *crecimiento* de la empresa repercute también sobre la salida de la inversión. Factores como *pensar en grande* y *rápido crecimiento* orientan desde un inicio al

emprendedor a formar activos para la empresa que le permitan ir incrementando su valor y se vuelva atractiva para inversionistas potenciales y se logre la *salida* de la inversión. El *crecimiento* acelerado de la empresa es una condición para la *salida* de la inversión. Un pobre *crecimiento* de la empresa limita las opciones de *salida* del capitalista de riesgo, y en un caso extremo puede conducir a la liquidación de la empresa y a la pérdida de la inversión.

El *crecimiento* de la empresa incide además sobre la *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. Mejores crecimientos conllevan una mejor *relación* entre las partes que a su vez fomenta una *participación* más productiva del capitalista de riesgo en la empresa. Los datos muestran que la *capacidad de ejecución* limitada del emprendedor y su falta de *receptividad* a las observaciones del capitalista de riesgo son factores que inciden de forma negativa sobre el *crecimiento* de la empresa y que terminan deteriorando la *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor. En este sentido, el emprendedor está consciente de que el capitalista de riesgo lo puede reemplazar como director general de la empresa si no logra los *resultados* esperados. De esta manera, la calidad de la relación entre el capitalista de riesgo y el emprendedor está directamente relacionada con los *resultados* del emprendedor.

La *participación* del capitalista de riesgo en la empresa repercute sobre el *crecimiento* de la empresa. Primero, el capitalista de riesgo enfoca al emprendedor hacia un determinado crecimiento, lo hace *pensar en grande*, y le inculca un sentido de *urgencia*. Después, el capitalista de riesgo ayuda al emprendedor a determinar las *metas de desempeño* y a realizar la medición del avance del *crecimiento* de la empresa. Esta *participación* intensa del capitalista de riesgo en el *crecimiento* de la empresa se ve reflejada también en la *asesoría* de negocio que le proporciona el capitalista de riesgo al emprendedor, en el apoyo personal que le proporciona en su carácter de *consejero*, coach, mentor, y en la *institucionalización* de la empresa. El *crecimiento* enfocado y ordenado conduce con el tiempo a que la empresa incremente su valor y se vuelva más atractiva a compradores potenciales, incrementando las probabilidades de *salida* de la inversión. Una *participación* más eficiente del capitalista de riesgo en la empresa conduce a un mayor *crecimiento* de la empresa.

La calidad de la *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor repercute sobre la *participación* del capitalista de riesgo en la administración de la empresa. Como se vio, la calidad de la *relación* es función de la *capacidad de ejecución* del emprendedor, de la *receptividad* del emprendedor de las opiniones y consejos del capitalista de riesgo, y de la *transparencia* con la que actúa el emprendedor. Los datos muestran que variaciones en la calidad de la *relación* están principalmente relacionados con la obtención de *resultados*. Una buena *relación* entre el capitalista de riesgo y el emprendedor fomenta una mayor *participación* del capitalista de riesgo en el desarrollo de la empresa, que a su vez produce un mayor *crecimiento* de la empresa.

Finalmente, la *participación* del capitalista de riesgo en la empresa repercute en la *salida* de la inversión. La *participación* del capitalista de riesgo modera la

*salida* de la inversión. La experiencia del capitalista de riesgo en la venta de empresas sirve para realizar de forma efectiva actividades conducentes a la *salida* de la inversión, como identificar al nuevo inversionista, definir los términos de la salida, y negociarlos. La *participación* del capitalista de riesgo en la salida de la inversión incrementa las opciones de *salida* y mejora las probabilidades de obtener un mejor rendimiento.

## CONCLUSIÓN

El resultado de la investigación es una propuesta de teoría sustantiva que explica cómo el capitalista de riesgo agrega valor a la empresa que financia. La Figura 1 muestra la teoría sustantiva compuesta por cinco categorías que surgieron del análisis de los datos. En la figura se destaca el proceso social básico *construyendo la salida*, que es la categoría que amalgama a las demás, y explica la relación de valor entre el capitalista de riesgo y el emprendedor, y los temas y retos que enfrentan las partes en el desarrollo de la empresa. Es el esquema que explica un fenómeno y que está compuesto por conceptos relacionados entre sí a partir de patrones de conexión lógicos, por lo que es la esencia misma de la teoría. La *certificación* le da validez y le otorga un sello de calidad al esfuerzo del emprendedor, el *crecimiento* dirigido por el emprendedor es evidencia del desempeño de la empresa y determinante de la *salida*, la *participación* es la contribución directa del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa, y la *relación* es el moderador del involucramiento del capitalista de riesgo en la empresa.

Adicionalmente, la investigación validó que el financiamiento con capital de riesgo en México, al igual que en otros países, es la combinación de dinero y las contribuciones no monetarias que realiza el capitalista de riesgo para crecer la empresa de forma acelerada. La literatura sobre el capital de riesgo se refiere a estas contribuciones no monetarias como el valor agregado del capitalista de riesgo. A pesar de que el valor agregado del capitalista de riesgo se ha estudiado desde finales del siglo pasado, no existe una definición generalmente aceptada de lo que es el valor agregado. Los resultados de esta investigación, sin embargo, permiten establecer una definición del valor agregado del capitalista de riesgo que incluye también el motivo por el que el capitalista de riesgo participa activamente en el desarrollo de la empresa. En forma general, se propone que el “valor agregado es todo aquello que el capitalista de riesgo proporciona a la empresa que financia con la intención de construir la salida de su inversión”.

Los resultados obtenidos en esta investigación son provechosos en general ya que permiten al emprendedor conocer a detalle las principales contribuciones del capitalista de riesgo al desarrollo de la empresa del emprendedor. De esta manera, el emprendedor ahora cuenta con información útil para poder seleccionar al capitalista de riesgo que más le convenga para comercializar su proyecto de alto impacto.

## BIBLIOGRAFÍA

- Admati, A.R. y Pfleiderer, P. (1994). Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. *Journal of Finance*, 49(2), 371-402.
- Alexy, O.T., Block, J.H., Sandner, P. y Ter Wal, A.L.J. (2011). Social capital of venture capitalists and start-up funding. *Small Business Economics*, June, 1-17.
- Alvarez, S. y Busenitz, L. (2001). The entrepreneurship of resource-based theory. *Journal of Management*. 27, 755-775.
- Amit, R., Glosten, L. y Muller, E. (1990). Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing. *Management Science*, 36(10), 1233-1246.
- Barry, C.B., Muscarella, C.J., Peavy III, J.W. y Vetsuypens, M.R. (1990). The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 447-471.
- Bottazzi, L. y Da Rin, M. (2002). Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, 17(34), p. 229-270.
- Bourdieu, P. (1986). The forms of capital. En Richardson, J.G. (Ed.). *Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education*. Greenwood Press, 241-258.
- Busenitz, L.W., Fiet, J.O. y Moesel, D.D. (2004). Reconsidering the venture capitalists' "value added" proposition: An interorganizational learning perspective. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 787-807.
- Busenitz, L.W., Moesel, D.D., Fiet, J.O. y Barney, J.B. (1998). The Framing of Perceptions of Fairness in the Relationships Between Venture Capitalists and New Venture Teams. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 21(3), 5-21.
- Cable, D.M. y Shane, S. (1997). A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *The Academy of Management Review*, 22(1), 142-176.
- Corbin, J. y Strauss, A. (2008). *Basics of Qualitative Research* (3ra. Ed.). Thousand Oaks, California: SAGE Publications Inc.
- Creswell, J.W. (2007). *Qualitative Inquiry & Research Design - Choosing Among Five Approaches*. Thousand Oaks, California: SAGE Publications Inc.
- De Clercq, D., Dimov, D. y Thongpapanl, N.T. (2010). The moderating impact of internal social exchange processes on the entrepreneurial orientation-performance relationship. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 87-103.
- Dimov, D.P. y Shepherd, D.A (2005). Human Capital Theory and Venture Capital Firms: Exploring "Home Runs" and "Strike Outs". *Journal of Business Venturing*, 20(1), 1-21.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

- Fairchild, R.J. (2010). Fairness Norms and Self-interest in Venture Capital - Entrepreneur Contracting and Performance. Recuperado de [http://www.cass.city.ac.uk/\\_\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0007/56896/3A\\_Fairchild.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/___data/assets/pdf_file/0007/56896/3A_Fairchild.pdf)
- Gabrielsson, J. y Huse, M. (2002). The venture capitalist and the board of directors in SMEs: roles and processes. *Venture Capital*, 4(2), p. 125-146.
- Glaser, B.G. (1978). *Theoretical Sensitivity - Advances in the Methodology of Grounded Theory*. Mill Valley, California: Sociology Press.
- Glaser, B.G. (2002). Conceptualization : On Theory and Theorizing Using Grounded Theory. *International Journal of Qualitative Methods*, 1(2), p. 23-38.
- Glaser, B.G. y Strauss, A. (1967). *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. Nueva York: Aldin Publishing Co.
- Gomez-Mejia, L.R., Balkin, D.B. y Welbourne, T.M. (1990). Influence of venture capitalists on high tech management. *The Journal of High Technology Management Research*, 1(1), p. 103-118.
- Gompers, P. y Lerner, J. (2006). *The Venture Capital Cycle*. (2da. ed.). Cambridge: The MIT Press.
- Hart, O. (2001). Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*, 39(4), 1079-1100.
- Kaplan, S.N. y Strömberg, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.
- Knockaert, M., Lockett, A., Clarysse, B. y Wright, M. (2006). Do human capital and fund characteristics drive follow-up behaviour of early stage high-tech VCs? *International Journal of Technology Management*, 34(1-2), 7-27.
- Kraabel, B. (2006). The Influence of Venture Capital Funding on High-Tech Start-Ups in the Grenoble Area. Recuperado de [http://bkraabel.free.fr/publications/white\\_papers/Thesis.pdf](http://bkraabel.free.fr/publications/white_papers/Thesis.pdf).
- Lehtonen, O., Rantanen, K. y Seppala, M. (2004), Venture capitalists' opportunistic behavior towards entrepreneurs. Recuperado de <http://www.hicbusiness.org/BUSo4.pdf>
- Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 293-316.
- Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*, 50(1), 301-318.
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About It*. Nueva Jersey: Princeton University Press.
- MacMillan, I.C., Kulow, D. M., y Khoylian, R. (1989). Venture Capitalists' Involvement in Their Investments: Extent and Performance. *Journal of Business Venturing*, 4(1), p. 27-47.

- Mantell, E. (2009). A Theory of the Risks of Venture Capital Financing. *American Journal of Economics and Business Administration*, 1(2), 198-209.
- Mattsson, J. (2002). Information Asymmetry, Market Signaling and High-tech Start-up Financing. Recuperado de [http://www.tuta.hut.fi/studies/Courses\\_and\\_schedules/Isib/TU-91.167/Seminar\\_papers/Mattsson\\_Juha\\_final.pdf](http://www.tuta.hut.fi/studies/Courses_and_schedules/Isib/TU-91.167/Seminar_papers/Mattsson_Juha_final.pdf)
- Metrick, A. (2007). *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Danvers, Massachusetts: John Wiley & Sons, Inc.
- Murray, G. (1996). A Synthesis of Six Exploratory, European Case Studies of Successfully Exited Venture Capital-Financed, New Technology-Based Firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 20(4), p. 41-60.
- Nahapiet, J. y Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. *Academy of Management Review*, 23(2), 242-266.
- Rosenstein, J. (1988). The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology. *Journal of Business Venturing*, 3(2), p. 159-170.
- Sahlman, W. (1988). Aspects of financial contracting in venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1(2), 22-36.
- Sapienza, H. (1992). When do venture capitalists add value? *Journal of Business Venturing*, 7(1), p. 9-27.
- Sapienza, H.J. y Korsgaard, M.A. (1996). The Role of Procedural Justice in Entrepreneur - Venture Capital Relations. *Academy of Management Journal*, 39(2), 544-574.
- Sapienza, H., Korsgaard, M.A. y Forbes, D. (2003). The self-determination motive and entrepreneurs' choice of financing. En J. Katz y D. Shepherd (Eds.), *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence & Growth*, 6, 105-138. Greenwich, CT: JAI Press.
- Steier, L., y Greenwood, R. (1995). Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-investment Stages of New Firm Creation. *Journal of Management Studies*, 32(3), p. 337-357.
- Wang, S. y Zhou, H. (2004). Staged financing in venture capital: moral hazard and risks. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), 131-155.
- Wasserman, N. (1999). Venture capital negotiations: VC versus entrepreneur. Recuperado de <http://hbr.org/product/venture-capital-negotiations-vc-vs-entrepreneur/an/800170-PDF-ENG>.