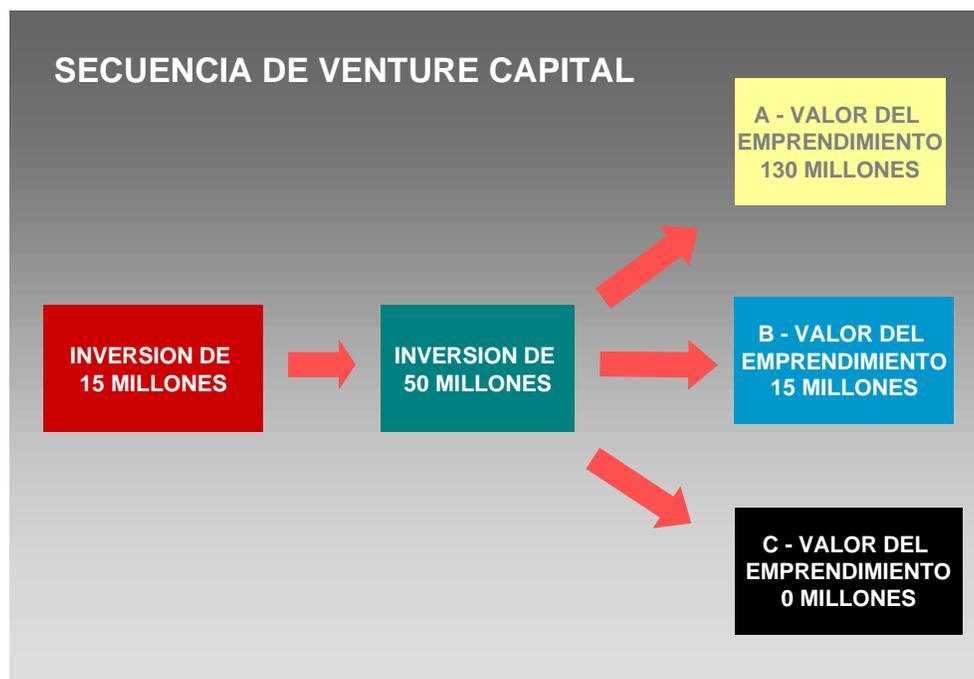


## EL VENTURE CAPITAL COMO UN PORTAFOLIO DE OPCIONES DE COMPRA (CALLS)

A partir del boom de internet el venture capital (capital de riesgo) ha tenido y obtenido una mayor atención en Argentina y el resto del mundo. Un venture capitalist busca oportunidades de negocios de alto riesgo y que puede dar lugar a alta rentabilidad en caso de realización positiva (retornos promedios esperados en el orden del 60/70% anual compuesto), donde los fondos administrados se aplican a financiar emprendimientos que se encuentran en su etapa inicial, y que por ello están sujetos a un alto riesgo de realización. Actualmente este tipo de emprendimientos atraen capital en las áreas de tecnología, software, biotecnología, etc., donde la incertidumbre respecto de los escenarios de realización es muy alta y los beneficios en caso de obtener resultados exitosos muy grandes.

La valuación de emprendimientos de capital de riesgo se puede realizar por métodos conocidos de flujo de fondos descontados a la tasa promedio detallada precedentemente. En un ejemplo ad hoc, los números le pueden decir a un administrador de capital de riesgo que debe invertir 2 millones, y de ser exitoso el emprendimiento, desembolsar 50 millones adicionales mas en el desarrollo y comercialización de la innovación. Supongamos que existen tres escenarios de valor presente de ingresos por el desarrollo y comercialización: el escenario A donde se prevé un valor actual de 130 millones, B con pronósticos de 15 millones y C donde el emprendimiento fracasa y no recauda fondos.



Suponiendo que los escenarios son equiprobables, el valor esperado actual de los ingresos ascenderá a 51.6 millones (la suma de los tres valores posibles dividido en tres), con lo que el postulado sobre el que debe decidir el inversor es: ***“adquiero los derechos a través de una inversión de 2 millones para luego invertir 50 millones adicionales, que tienen un valor esperado de 51.6 millones”***. Es posible que este proyecto sea financiado? Tal como

está planteado no será fácil defenderlo. Sin embargo lo que un observador externo está ignorando (y no así el inversor que conoce de la industria) es la flexibilidad que posee el capitalista de riesgo. La misma surge del hecho que invertir los 2 millones le dan el derecho (pero no la obligación) a invertir 50 millones adicionales en una segunda etapa. Si consideramos que en una segunda etapa se van despejando las condiciones de incertidumbre sobre el proyecto, sobre todo respecto de los ingresos del mismo, el inversor tendrá una idea mucho mas acabada sobre cual de los tres escenarios de valor presente de flujo de fondos será el verdadero. Considerando un extremo y suponiendo que en una segunda etapa se sabe cual de los tres escenarios es el verdadero, el inversor solo seguirá adelante con el proyecto si el escenario revelado es el A. Tanto en el escenario B como en el C, el inversor deja expirar su derecho de seguir invirtiendo, dado que si siguiese invertiría 50 millones en una tecnología que no posee valor para el mercado.

Haciendo una segunda lectura de la situación original, podemos decir que con la inversión de 2 millones el inversor está comprando un derecho. En términos de la valuación apropiada, debemos utilizar **herramientas de valuación por opciones**. Haciendo la analogía, los 2 millones representan un derecho de compra (call) del valor de desarrollo de la tecnología o modelos de negocios (activo subyacente) a un precio de 50 millones (precio de ejercicio), con un vencimiento de un período (expiración) y con una tasa libre de riesgo que no es presentada en el ejemplo. Su valuación es entonces similar a la que debiéramos hacer para una opción financiera de compra.

Si adicionalmente consideramos que el financiamiento de nuevos emprendimientos se produce en mas de una etapa, el ejemplo antes mencionado se repite en el tiempo, y al resolverse cada una de las contingencias que afectan al emprendimiento (sobre todo respecto de los potenciales ingresos) el inversor ejerce su opción de seguir comprando participación en el mismo.

Como todo fondo bien diversificado debe poseer no una sino mas de una inversión, podemos decir que, manteniendo las características mencionadas, cada participación puede ser considerada como un derecho de compra de futuros cash flows (por crecimiento) y que todas las inversiones del capitalista conforman un portafolio de derechos de compra. Por la naturaleza de esta categoría de activos, su volatilidad es mucho mayor, lo que es perfectamente consistente con las características de perfil de riesgo de estas inversiones

Los fondos de venture capital se enfrentan a decisiones de inversión que se desarrollan en etapas y en un marco de gran incertidumbre, por ello en muchos casos la aplicación de conceptos de valuación y análisis de adquisición de activos estratégicos excede el marco de un flujo de fondos descontado para la toma de decisiones de inversión.

***Esto debiera contribuir a racionalizar y explicar porque muchas de las empresas de internet que originalmente habían sido financiadas, empiezan a caer en la categorización de los escenarios descriptos previamente, donde los venture capitalists dejan expirar su opciones de inversiones adicionales dada la revelación parcial o total de la incertidumbre sobre modelos de negocios exitosos y no tanto.***