



ESTADO DE LAS CAPACIDADES EN CIENCIA, TECNOLOGÍA E INNOVACIÓN

Estado de las Capacidades en Ciencia, Tecnología e Innovación 2024

Investigación

Estudio de caso 2: ¿Cuáles oportunidades para el impulso de Capital Semilla y Capital de Riesgo se presentan en Costa Rica?

Investigador:
Diego Ching Vindas

San José | 2024



332.0412

C539e

Ching Vindas, Diego

Estudio de caso 2: ¿Cuáles oportunidades para el impulso de Capital Semilla y Capital de Riesgo se presentan en Costa Rica? / Diego Ching Vindas. -- Datos electrónicos (1 archivo : 1.104 kb). -- San José, C.R. : CONARE - PEN, 2024.

ISBN 978-9930-636-20-6

Formato PDF, 36 páginas.

Informe Estado de las Capacidades en Ciencia, Tecnología e Innovación 2024

1. EMPRESAS. 2. CAPITAL SEMILLA. 3. CAPITAL DE RIESGO. 4. EMPRENDIMIENTO. 5. INNOVACIONES. 6. FINANZAS. 7. DESARROLLO ECONÓMICO. I. Título.

Índice

Descargo de Responsabilidad	4
Introducción.....	4
Capital Semilla y Capital de Riesgo: distinción entre instrumentos financieros	5
Consideraciones generales	5
El Capital Semilla en Costa Rica.....	6
El Capital Semilla otorgado por el SBD	8
El Capital de Riesgo en Costa Rica.....	12
Oferta privada y oferta pública de valores	14
Arreglos institucionales y esquemas de Capital de Riesgo	15
Emisión de valores por parte de empresas emisoras en oferta privada	15
Emisión de valores por parte de empresas emisoras en oferta pública	17
Emisión de valores por parte de Fondos de Capital de Riesgo en oferta privada	19
Emisión de valores por parte un Fondo de Capital de Riesgo administrado por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión en oferta pública	20
Oportunidades para el impulso de Capital Semilla y Capital de Riesgo de Riesgo en Costa Rica	24
Impulso al Capital Semilla: sectorización y ampliación de la oferta de crédito.....	26
Impulso al Capital de Riesgo: desarrollo del mercado de capitales.....	27
Recomendaciones.....	29
Referencias	31
Anexos.....	33

Descargo de Responsabilidad

Esta Investigación se realizó para el Informe Estado de las Capacidades en Ciencia, Tecnología e Innovación 2024. El contenido es responsabilidad exclusiva de su autor, y las cifras pueden no coincidir con las consignadas en el Informe Estado de las Capacidades en Ciencia, Tecnología e Innovación 2024 en el capítulo respectivo, debido a revisiones posteriores. En caso de encontrarse diferencia entre ambas fuentes, prevalecen las publicadas en el Informe.

Introducción

El presente caso de estudio es el segundo de una serie de tres, que buscan analizar el estado de las políticas de Capital Semilla y Capital de Riesgo en Costa Rica, así como la manera en la que el uso estratégico de estas herramientas financieras es una condición clave para la promoción del ecosistema más maduro de emprendimiento e innovación en el país.

Se espera que estos casos sean secuenciales y que se complementen para dar una perspectiva sobre los tipos de herramientas disponibles para el apoyo a dinámicas productivas y las oportunidades que presenta su implementación. También se busca analizar estas herramientas desde un enfoque ecosistémico, que es necesario para apoyar una diversidad de emprendimientos e impulsar el desarrollo económico en Costa Rica.

La serie incluye los siguientes casos de estudio:

- ¿Cómo gestionar el Capital Semilla y Capital de Riesgo como un servicio financiero incluyente?
- ¿Cuáles oportunidades para el impulso de Capital Semilla y Capital de Riesgo se presentan en Costa Rica?
- ¿Existen sinergias entre diferentes políticas de promoción del emprendimiento e innovación en Costa Rica?

El presente documento realiza un análisis a profundidad de los arreglos institucionales existentes en Costa Rica para la colocación de Capital Semilla y Capital de Riesgo. Se inicia con una distinción entre los instrumentos financieros de Capital Semilla y de Capital de Riesgo, partiendo de su naturaleza y el contexto en el cual se desenvuelven.

Posteriormente, se hace un análisis de los esquemas de colocación de Capital Semilla y Capital de Riesgo en Costa Rica, considerando la normativa vigente, las instituciones que pueden operar estos instrumentos y las experiencias que el país ha tenido en el desarrollo de programas con estos capitales.

Finalmente, se identifican oportunidades para el impulso a estos instrumentos de Capital Semilla y Capital de Riesgo, tomando las definiciones conceptuales y recomendaciones desarrolladas en el documento referente al Caso de estudio 1: “¿Cómo gestionar el Capital Semilla y Capital de Riesgo como un servicio financiero incluyente?”. Se observan tanto oportunidades comunes para desarrollar el ecosistema de capitales, como oportunidades específicas en Capital Semilla y Capital de Riesgo.

Capital Semilla y Capital de Riesgo: distinción entre instrumentos financieros

Consideraciones generales

Durante los últimos años, Costa Rica ha seguido las tendencias internacionales al promulgar una serie de leyes y normativas destinadas a fomentar el ecosistema de Capital Semilla y de Capital de Riesgo. Estas disposiciones legales han establecido un marco regulatorio habilitante que contempla diversos esquemas de inversión, atrayendo el interés de diversos actores en participar en este ecosistema. La creación de instituciones como el Sistema de Banca para el Desarrollo (SBD) mediante Ley 8634 *“Ley de creación del Sistema de Banca el Desarrollo”* y subsecuentes reformas como la Ley 9695 *“Reforma para incentivar los modelos de capital semilla y capital de riesgo para emprendimientos”*, ha impulsado de manera significativa los esquemas de Capital Semilla y de Capital de Riesgo.

El marco legal y las políticas públicas de Capital Semilla y Capital de Riesgo son amplias y permiten la inversión en emprendedores y empresas a lo largo de su ciclo de vida, abarcando distintas tipologías y utilizando una amplia gama de instrumentos financieros. Esta flexibilidad ofrece la oportunidad de desarrollar múltiples esquemas de inversión, pero también plantea el desafío a la hora de parametrizar y entender las expectativas de los inversionistas, beneficiarios y agentes económicos involucrados en el desarrollo de los instrumentos financieros posibles. Este desafío se traduce en un desconocimiento generalizado sobre el Capital Semilla y Capital de Riesgo, lo que genera percepciones erróneas acerca de los instrumentos financieros y contribuye a la opacidad en el mercado.

Un adecuado entendimiento de estos instrumentos financieros y del contexto en el cual se desarrollan y operan es fundamental para aprovechar las oportunidades que ofrece el uso estratégico de Capital Semilla y Capital de Riesgo como servicios financieros para el desarrollo de emprendedores, empresas y productores.

En el presente caso, se toma como punto de partida la definición de Capital Semilla y de Riesgo que aplica al SBD, cuya ley de creación establece en su artículo 15, que el Capital Semilla y de Riesgo, son recursos: *“d) Para fomentar, promocionar, incentivar y participar en la creación, la reactivación y el desarrollo de empresas, mediante modelos de deuda subordinada al éxito, capital semilla y capital de riesgo. (...) En el caso de los fondos destinados en los incisos c), d) y e), al Consejo Rector le corresponderá determinar, bajo sus políticas y lineamientos, cuáles proyectos específicos o cuáles programas acreditados por parte de los integrantes del SBD podrán tener un porcentaje, total o parcial, de los recursos que sean de carácter no reembolsable”*. Asimismo, se toma el Reglamento a la Ley del SBD, *“Decreto Ejecutivo N°43980-MEIC-MAG-TUR”*, artículo 87, *“De la colocación de los recursos del FONADE para capital semilla y capital de riesgo”*, establece que: *“(…) La canalización podrá asumir diversas formas jurídicas, tales como: crédito subordinado, crédito contingente, crédito convertible, cuasi capital o capital; también podrá ser a través de inversión incluyendo en acciones comunes o preferentes, en participaciones, cuotas; o una mezcla de dos o más de dichas posibilidades.”*

De acuerdo con la normativa previamente mencionada, se evidencia que existe una gran diversidad de instrumentos jurídicos habilitados para inversiones de Capital Semilla y de Capital de Riesgo. Estos instrumentos pueden variar desde subsidios, deuda, inversiones de capital o una combinación de estos, y tienen la capacidad de intervenir en diferentes etapas del ciclo de

vida de una empresa. Es crucial distinguir entre el Capital Semilla y el Capital de Riesgo, comprendiendo su naturaleza, las etapas en las que operan y contexto en el que se desenvuelven (ver documento del Estudio de caso 1 para una mayor comprensión conceptual al respecto).

En el presente análisis, se delimitará el Capital Semilla a instrumentos no vinculados a inversiones de capital o análogos, como los subsidios (fondos no reembolsables) y créditos de Capital Semilla (flexibles). A su vez, el Capital de Riesgo se relacionará con instrumentos de inversión de capital. Esta diferenciación es fundamental debido al ámbito regulatorio en que se enmarcan los instrumentos legales pertinentes, los arreglos institucionales para su colocación, la tipología de empresas a las que se dirigen y otras particularidades, las cuales serán expuestas en cada caso en específico.

El Capital Semilla en Costa Rica

El Capital Semilla se percibe como una herramienta de política pública destinada a apoyar distintos sectores de interés, proporcionando financiamiento para el desarrollo de emprendedores y empresas en todas sus etapas, desde la concepción de la idea, hasta el desarrollo, establecimiento y consolidación del negocio. Este instrumento financiero es crucial tanto para emprendedores y empresas que buscan satisfacer sus necesidades como para emprendimientos dinámicos que buscan aprovechar oportunidades en una amplia gama de giros productivos. Ante esta diversidad de escenarios, se requieren soluciones adaptadas a cada tipología de negocio, soluciones que son implementadas por múltiples instituciones que otorgan créditos y fondos de carácter no reembolsable.

En el caso costarricense, es conveniente iniciar distinguiendo entre las diversas entidades que proporcionan créditos, ya que aquellas que operan con recursos de intermediación financiera están sujetas y reguladas por la normativa de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF). La intermediación financiera ocurre cuando se captan recursos del público, por parte de un intermediario, de manera habitual, para destinarlos a otorgar créditos o realizar otras inversiones. En esta dinámica, el intermediario asume el riesgo sobre las inversiones y el compromiso de repago a los inversionistas. Instituciones como bancos, cooperativas de ahorro y crédito, financieras no bancarias, mutuales, entre otras que captan recursos y otorgan créditos, están obligadas a seguir un marco regulatorio prudencial establecido por la SUGEF para salvaguardar el interés colectivo.

Por otra parte, si los recursos con los que se otorgaría el crédito provienen de fondos particulares u otros recursos que no son producto de intermediación financiera, estas entidades no estarían sujetas a la regulación de SUGEF. Estas instituciones no reguladas pueden tener normas de operación más flexibles dependiendo de las políticas que determine cada entidad. Dentro de esta categoría se encuentran instituciones que proporcionan financiamiento crediticio, tales como microfinancieras, asociaciones, cooperativas de productores (que no realizan intermediación), entre muchas otras. Instituciones como, el Sistema de Banca para el Desarrollo (SBD) cuentan con líneas de crédito financiero con fondos distintos a Capital Semilla para proporcionar liquidez a este tipo de instituciones.

Estas organizaciones, tanto reguladas como no reguladas, son una piedra angular del sistema financiero nacional, ya que gestionan la mayor parte de recursos destinados a créditos productivos. Una expectativa común de estas organizaciones como inversionistas es el repago

del crédito otorgado. En ese sentido el análisis del proyecto empresarial estaría enfocado en la capacidad de pago del beneficiario. En el inicio de la vida de una empresa existen costos de operación y desarrollo y no se generan ingresos por ventas, ya que el producto se encuentra en proceso de construcción y mercadeo. Esta falta de ingresos hace que los instrumentos de deuda tradicionales sean poco atractivos para estas etapas empresariales. Por lo tanto, estos instrumentos de crédito tradicionales quedan fuera del alcance del presente caso.

Asimismo, existe una variedad de instituciones que pueden otorgar o canalizar subsidios, tales como: entes privados como fundaciones, asociaciones u organismos no gubernamentales; entes públicos, como organismos de financiamiento público; y organizaciones internacionales. Estos fondos no reembolsables están sujetos a las directrices de cada una de las organizaciones que los otorgue, siendo las organizaciones privadas las que gozan de mayor flexibilidad a la hora de establecer las pautas para el otorgamiento de estos recursos. Por otro lado, los entes públicos y las organizaciones internacionales estarían sujetas al marco legal y al escrutinio público inherente a los fondos de esta índole y a las habilitaciones legales con las que operen.

Teniendo en cuenta lo mencionado anteriormente, en este documento el análisis de Capital Semilla se centra *en organizaciones que gestionen recursos financieros para el desarrollo de esquemas productivos, con fondos no reembolsables o de créditos flexibles que por la naturaleza del programa en el que operan y la población a la que atienden puedan considerarse Capital Semilla*. Con esta claridad, se procedió a realizar un mapeo de organizaciones a nivel nacional, tanto en términos de crédito, como de recursos no reembolsables.

Se identificaron 6 organizaciones: Instituto Nacional de las Mujeres, Fideimas, Asociación Costa Rica por Siempre, Fundación Caricaco, Fundación Crusa y Sistema de Banca para el Desarrollo, las cuales se detallan en el Anexo 1. Es importante destacar que, de la lista de instituciones mencionadas, la que cuenta con una mayor penetración a nivel nacional, en términos de diversidad de sectores y tipologías de beneficiarios atendidos, es el SBD, que cuenta con 16 agencias colocadoras de recursos, de las cuales 10 están activas, 6 se encuentran inactivas y hay 4 en incorporación (Ramírez, 2023). Por esta razón, se realiza un análisis a profundidad de la oferta del SBD. En el Anexo 2, se proporciona el detalle de los algunos de los programas desarrollados por las 10 Agencias Operadoras que se encuentran activas y operando en colaboración con el SBD, donde se observa que estas Agencias intervienen en áreas como: ciencia y tecnología, descarbonización, desarrollo territorial, agroforestal, asociatividad, sostenibilidad.

Entre las organizaciones identificadas, se observa una tendencia hacia la especialización de la oferta financiera en Capital Semilla, ya que las organizaciones que ofrecen este tipo de financiamiento, tienden a dirigir su oferta a sectores específicos y con objetivos de política distintos. Por ejemplo, el Fideimas o Inamu, se centran en atender mujeres empresarias, mientras que Fundación Costa Rica por Siempre y la Fundación Caricaco se enfocan en emprendimientos verdes y sociales, respectivamente. Además, el SBD, a través de las Agencias Operadoras ha generado cerca de 25 programas dirigidos a tipologías de emprendimiento específicas y sectores determinados, que se detallará más adelante. Esta especialización (Figura 1) ha logrado una cobertura de atención a emprendedores por necesidad y oportunidad, así como apoyos en las distintas etapas de empresa: ideación, desarrollo, establecimiento y

consolidación. Por lo general, los programas buscan apoyar alguna línea de política pública acorde con el foco de atención de cada organización o agencia operadora.

Figura 1

Expectativas de los inversores, análisis a los beneficiarios y agentes económicos involucrados en distintos instrumentos de Capital Semilla en Costa Rica

	Capital Semilla	Fase de empresa	Expectativas del inversor	Análisis al beneficiario	Organizaciones
Emprendimiento por necesidad	No reembolsable	Idea, desarrollo y establecimiento	Empleabilidad Formalidad Mejora en condiciones de vida	Viabilidad del negocio Pertinencia de la inversión	SBD Fundación Costa Rica por Siempre INAMU
	Crédito	Inicio de ventas, crecimiento, consolidación	Inclusión financiera Pago del principal + interés	Viabilidad y perspectivas de crecimiento Capacidad de pago	SBD Fideimas
Emprendimiento por Oportunidad	No reembolsable	Idea, desarrollo y establecimiento	Empresariedad Crecimiento económico Generación de empleo Desarrollo del ecosistema	Viabilidad y perspectivas de crecimiento Pertinencia de la inversión Aporte a metas de política pública en STI, productividad, etc.	SBD Crusa Fundación Caricaco INAMU
	Crédito	Inicio de ventas, crecimiento, consolidación	Crecimiento de la empresa Cumplimiento de metas de política Pago del principal + interés	Escalabilidad Crecimiento Capacidad de pago Aporte a metas de política aplicables	SBD

Fuente: Elaboración propia.

Esta especialización de instrumentos financieros conlleva una serie de ventajas significativas. Al disponer de soluciones financieras adaptadas a una etapa de empresa y a un sector determinado, se logra una mayor transparencia en la asignación de recursos. Tanto el inversionista como el beneficiario conocen de antemano los requisitos y los resultados esperados del instrumento, además de estar al tanto de los riesgos asociados a cada sector.

Asimismo, esta especialización conlleva una mayor eficiencia en la asignación de recursos, ya que agiliza la toma de decisiones y evita la implementación de soluciones financieras genéricas, que podrían no ser adecuadas para las necesidades específicas de cada empresa o sector.

El Capital Semilla otorgado por el SBD

La colocación del Capital Semilla puede llevarse a cabo de dos maneras, según fue visto en el Estudio de caso 1: de manera directa, cuando la organización emplea recursos propios para otorgar estos financiamientos, o mediante un esquema de segundo piso. Este último caso es aplicable al Sistema de Banca para el Desarrollo (Figura 2), el cual acredita a diferentes entidades para distribuir los recursos de Capital Semilla a los beneficiarios, según ha sido establecido en la Ley 8634 y sus reformas, que principalmente incluyen a emprendedores, micro, pequeñas o medianas empresas, así como productores agropecuarios. Estas colocaciones se realizan de acuerdo con los focos de atención del intermediario y su capacidad instalada, sobre la cual, la entidad que aporta los recursos se apoya para facilitar el otorgamiento de Capital Semilla.

Figura 2

Esquema de colocación de Capital Semilla del Sistema de Banca para el Desarrollo



Fuente: Elaboración propia.

Las agencias operadoras acreditadas tienen una naturaleza diversa, que abarca desde universidades públicas, asociaciones, organismos internacionales, organizaciones no gubernamentales, entre otros. Según lo señalado por el Coordinador de Emprendimiento e Innovación de SBD (Ramírez, 2023), estas agencias operadoras poseen distintas capacidades instaladas y diferenciadas, actuando en distintos sectores. Entre los programas desarrollados se destacan ejemplos en áreas como ciencia y tecnología, descarbonización, desarrollo territorial, agroforestal, asociatividad, sostenibilidad, industria, comercio, servicios, entre otros.

Además, según Ramírez (2023), el ecosistema de agencias operadoras se ha desarrollado de manera orgánica, ya que las organizaciones interesadas se han acercado al SBD con el interés de canalizar recursos. Las potenciales agencias operadoras son evaluadas empleando el Modelo de Acreditación de Agencias Operadoras, que determina su idoneidad para colocar recursos de Capital Semilla, así como de brindar apoyo técnico a los beneficiarios atendidos.

Este crecimiento orgánico ha logrado una ampliación significativa de la oferta de Capital Semilla en Costa Rica, pasando de tener prácticamente ninguna Agencia Operadora Acreditada a tener 16 entre el año 2017 al año 2024, de las cuales 10 se encuentran ofreciendo recursos de Capital Semilla actualmente. Si bien, la variedad de agencias ha proporcionado fortalezas en términos de descentralización y diversidad de enfoques de atención, también ha planteado limitaciones en cuanto a la especialización en verticales (sectores específicos especializados) (Ramírez, 2023). En respuesta a estos desafíos, en el año 2023 se modificó el Modelo de Acreditación de Agencias Operadoras, definiendo tres tipos de licencias para operar recursos de Capital Semilla, siendo el factor más determinante la tipología del emprendimiento o empresa.

El Modelo de Acreditación de Agencias Operadoras del SBD, emitido por las Direcciones Comercial y de Riesgos del SBD (2023), separa las agencias operadoras en dos focos de atención, según la tipología de empresa motivada por necesidad u oportunidad. Este modelo emite tres tipos de licencia distintas, dos de ellas, dirigidas a cada una de las tipologías mencionadas, saber:

- Licencia A: Permite gestionar programas, con fondos no reembolsables, enfocados en inclusión financiera. Esta licencia se otorgaría a organizaciones con capacidad de cobertura, atención preferencial y con sensibilidad social para poblaciones con barreras de exclusión económica. Consecuentemente, con esta licencia se procura acreditar organizaciones que puedan desarrollar programas de atención a beneficiarios, con giros de negocio por necesidad o tradicionales, que por su estado de desarrollo tengan barreras de entrada al sistema financiero tradicional.
- Licencia B: Permite gestionar programas, con fondos no reembolsables, enfocados en Start-ups (emprendimientos dinámicos). Esta licencia se otorgaría a organizaciones que tengan capacidades de atender a emprendedores y empresas que desarrollen modelos de negocio escalables y con vocación innovadora en un contexto global. Consecuentemente, con esta licencia se procura acreditar organizaciones que puedan desarrollar programas de atención a beneficiarios con giros de negocio por oportunidad, con potencial de crecimiento, generación de empleo, entre otras externalidades.

Este modelo de acreditación también incluye una tercera licencia, que permite a la Agencia Operadora canalizar recursos de crédito. De manera que, una vez el emprendedor o empresa haya recibido un apoyo no reembolsable, pueda continuar con la expansión de su modelo empresarial empleando créditos de Capital Semilla:

- Licencia C, que permite gestionar programas, con fondos reembolsables, sin distinción de su enfoque. Esta licencia requiere que la organización cuente con capacidades para la administración de un portafolio de proyectos, análisis financiero y operativa de seguimiento a largo plazo. Con esta licencia se espera acreditar organizaciones que puedan manejar créditos, de manera que la colocación de recursos de Capital Semilla se desarrolle bajo esta figura jurídica.

En el Plan Estratégico Institucional 2024-2028 (Consejo Rector SBD, 2023) se prevé la ejecución de tres líneas tácticas con recursos de Capital Semilla. Cada una de estas líneas tácticas se relaciona con las licencias antes descritas y ofrece una serie de programas en los cuales se establecen poblaciones objetivo, montos, y esquemas generales de operación. Estas líneas tácticas y sus programas correspondientes estarían dirigidas a la inclusión productiva, a crear “semillas” de transformación y al impulso empresarial.

En el ámbito de la Inclusión Productiva se busca facilitar acceso a Capital Semilla a personas que históricamente han tenido limitaciones para desarrollar actividades económicas bajo una cultura de empresariado (Licencias A y C). Esta línea cuenta con dos programas:

- Capital Semilla Inclusión: dirigido a incentivar la inclusión económica mediante la formalización de iniciativas emprendedoras, otorgando hasta 4.000.000,00 CRC no reembolsables con la posibilidad de extender a 6.000.000,00 CRC adicionales reembolsables.
- Capital Semilla Asociativo: dirigido a incentivar nuevos esquemas de asociatividad y encadenamiento en personas emprendedores, micro y pequeñas empresas y productores agropecuarios, otorgando entre hasta 20.000.000,00 CRC no reembolsables.

En el ámbito denominado “Semillas de Transformación”, el Plan Estratégico Institucional 2024-2028 (Consejo Rector SBD, 2023), busca impulsar la creación de *Start-ups* (emprendimientos dinámicos) o empresas basadas en el conocimiento y tecnología, con modelos de negocio escalables que contribuyan a la producción nacional y la generación de empleo (Licencias B y C). Esta línea cuenta con tres programas:

- Capital Semilla Prototipado: dirigido a facilitar la validación de ideas de negocio con alto potencial de crecimiento y de constituirse en una empresa, otorgando hasta 5.000.000,00 CRC no reembolsables.
- Capital Semilla Puesta en Marcha: dirigido a apoyar la creación de nuevas empresas que cuentan con alto potencial de crecimiento, así como su arranque y desarrollo en los primeros años, otorgando hasta 10.000.000,00 CRC no reembolsables.
- Capital Semilla Fortalecimiento: dirigido a brindar recursos de capital semilla para consolidar la actividad de *Start-ups* ampliando su inversión en activos y capital de trabajo, otorgando hasta 25.000.000,00 CRC en recursos reembolsables.

Finalmente, en el ámbito del impulso empresarial se busca aumentar la competitividad de los beneficiarios a través de procesos de innovación y transformación productiva (Licencias B y C). Esta línea cuenta con un programa denominado Capital Semilla Incentivo Transformativo: dirigido a incentivar procesos de innovación y transformación productiva en micro y pequeñas empresas o micro y pequeños productores agropecuarios que contribuyan a mejorar su competitividad, encadenarse o acceder a nuevos mercados, otorgando hasta 20.000.000,00 CRC en recursos reembolsables, con la posibilidad de extender a 30.000.000,00 CRC adicionales reembolsables.

Es importante indicar que los recursos de Capital Semilla del SBD se encuentran regulados por la Ley 8634 y sus reformas, así como su reglamento y lineamientos específicos emitidos para el efecto, en este caso los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de Capital Semilla* (Consejo Rector SBD, 2021). En este cuerpo normativo se establece que el SBD aprueba programas generales de Capital Semilla, como los mencionados anteriormente. Sin embargo, para normar y establecer el fundamento operativo de los programas aprobados, el SBD, en conjunto con la agencia operadora interesada, deben definir perfiles específicos de acceso a los recursos, mecanismos de selección de proyectos, plazos de ejecución, condiciones de postulación, entre otras. Cada programa aprobado puede adaptarse según el público de interés y las necesidades que se requieran atender, brindando así gran capacidad de adaptación a los instrumentos de Capital Semilla.

Es importante mencionar que los recursos de Capital Semilla de Crédito no se encuentran regulados por la SUGEF, lo que da flexibilidad, desde un punto normativo, a su manejo. Los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de Capital Semilla* (Consejo Rector SBD, 2021) también establecen que la colocación de los recursos de carácter reembolsable se desarrolle bajo las políticas propias de cada programa aprobado por el SBD. Según se desprende de los programas mencionados anteriormente, el método de repago de los créditos autorizados podría ser flexible en función de las ventas o utilidades de la empresa, con lo cual se habilita una oferta de crédito diferencia, en comparación con créditos tradicionales.

Dentro del abanico de programas aprobados por el Consejo Rector del SBD y que se encuentra en proceso de implementación, destaca también el programa *Arrecifes de Innovación*. Este programa tiene como objetivo fomentar el desarrollo de ecosistemas de innovación transformativa a través de programas de incubación. El programa consta de tres componentes: el primero se centra en brindar asistencia para la construcción de equipos intersectoriales con interés en atender un sector o resolver un desafío con proyectos de innovación transformativa; el segundo consiste en brindar apoyo para la preparación de proyectos propuestos por emprendedores y empresas que puedan solventar estos desafíos; y el tercero se enfoca en otorgar fondos de Capital Semilla para el desarrollo de los proyectos propuestos por emprendedores y empresas. (Bullón, 2021).

Un elemento diferenciador de la propuesta de *Arrecifes de Innovación* es que el sector o desafío a resolver es propuesto por un equipo intersectorial conformado por la sociedad civil. Este equipo de trabajo debe cumplir con ciertas características estructurales definidas para que la propuesta sea aceptada. Se consideran aspectos tales como: contar con experiencia práctica y conocimientos en el sector por apoyar y en procesos de innovación, intención de distintos actores (academia, sector privado, público, no gubernamental) de colaborar para resolver problemas del sector, la incorporación de aspectos económicos, tecnológicos, sociales y medioambientales del sector a apoyar, entre otros. Esta diferenciación podría fomentar el apoyo a proyectos en sectores de alto potencial, propuestos por la ciudadanía, con condiciones estructurales preestablecidas para justificar el apoyo sectorial.

Finalmente, el SBD, al igual que muchos pares de la región Latinoamérica (Kantis y Federico, 2012), coloca recursos de Capital Semilla en un esquema de segundo piso. Como se ha teorizado, este esquema de colocación tiene ventajas y riesgos. Por un lado, este esquema descentralizado logra una mayor cobertura y sectorización de los mecanismos de atención, lo cual, es notable en el caso de SBD al contar con 10 agencias operadoras activas y otras en diferentes etapas de desarrollo. Por otro lado, este esquema de colocación también implica ciertos riesgos, siendo el del Agente Principal¹ el más relevante (comentado en el documento Estudio de caso 1). En el tema concreto del presente análisis, este riesgo se manifestaría en unas situaciones en las cuales los intereses del SBD y de las Agencias Operadoras pudieran no estar alineados. No obstante, se observa que el Modelo de Acreditación en SBD mitiga estos riesgos al otorgar distintos tipos de licencias según los sectores y las metas de política a cumplir.

El Capital de Riesgo en Costa Rica

El Capital de Riesgo es un instrumento de apoyo financiero dirigido a emprendedores y empresas que es complementario al Capital Semilla. Al igual que este último, el Capital de Riesgo representa una herramienta de política pública dirigida a apoyar distintos sectores de interés al

¹ Según Jensen, M. y Helkling, W. (1976) en su artículo “Teoría de la empresa: comportamiento directivo, costos de agencia y estructura de propiedad”, los riesgos de Agente – Principal se dan cuando existe un “Principal” que delega en un “Agente” cierta autoridad o la toma de una decisión. Es decir, existe una separación entre el “interés” y el “control”: el “Agente” podría con actuar de acuerdo con el interés del “Principal”. Para mitigar estos riesgos el “Principal” debe inducir al “Agente” a que este actúe en su mejor interés.

proveer financiamiento para el desarrollo de emprendedores y empresas. Sin embargo, la distinción clave radica en que el mecanismo de inversión son instrumentos de capital, lo cual, lo convierte en una herramienta de financiamiento más sofisticada y sólo es viable y conveniente para empresas con determinadas características.

Esta distinción se explica entendiendo la principal expectativa de un inversionista en un esquema de Capital de Riesgo: obtener un retorno sobre su inversión, que se materializa con la apreciación y venta de la empresa en la que invirtió. Por lo tanto, es natural que el Capital de Riesgo se enfoque en empresas con altas perspectivas de crecimiento, tales como empresas nacientes con modelos de negocio innovadores y escalables, o en empresas establecidas que puedan dirigir el Capital de Riesgo a escalar y expandir sus operaciones.

El Capital de Riesgo, al ser un instrumento de inversión por naturaleza, puede implicar la negociación de valores entre distintas partes. Si esta negociación de valores se desarrolla en oferta pública, cae dentro del ámbito de la regulación de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), según la Ley Reguladora del Mercado y Valores (Ley 7732) y sus reglamentos. Esto tiene implicaciones jurídicas, operativas y estratégicas significativas por la carga regulatoria que conlleva operar con valores en un esquema de oferta pública. Los distintos actores institucionales o emisores deben contar con la autorización o acreditación de la SUGEVAL para operar en este y otros esquemas. Por otro lado, si la negociación de estos valores se lleva a cabo de manera privada, la normativa resulta más laxa. Sin embargo, ambos esquemas de oferta pública y privada son necesarios para un buen desarrollo del ecosistema de inversión.

El análisis sobre Capital de Riesgo en este documento se va a circunscribir a los principales esquemas de inversión tanto en oferta privada, como en oferta pública y los arreglos institucionales necesarios para desarrollar estos esquemas. Asimismo, se abordará el rol que el SBD puede desempeñar en este ecosistema de inversión. La inclusión del SBD en el análisis se da por dos consideraciones de rigor:

- La facultad legal que ha tenido el SBD desde su génesis (Ley 8634) y posteriores reformas legales (Ley 9274) para participar en esquemas de Capital de Riesgo.
- Las reformas legales autorizadas, específicamente, mediante la Ley 9695 "Reforma para incentivar los modelos de capital semilla y capital de riesgo para emprendimientos" del 7 de junio del 2019; que modifica tanto la Ley 8634 como la Ley 7732.

La Ley 9695 faculta al SBD a emitir una serie de instrumentos financieros (como lo avales) dirigidos al mercado de valores, cuando se beneficien emprendedores y pequeñas y medianas empresas. La Ley 9695 también ordena a la SUGEVAL a reglamentar los fondos de Capital de Riesgo. Consecuentemente la SUGEVAL, mediante Acuerdo SUGEVAL 19-20, Reglamento sobre Fondos de Inversión de Capital de Riesgo, emite dicha reglamentación, en la que se consideran los avales del SBD como mejoradores crediticios.

Para regular la participación del SBD en los distintos esquemas de Capital de Riesgo, esta entidad ha emitido un *Lineamiento para el apoyo a Proyectos de Capital de Riesgo* (Consejo Rector SBD, 2020), en el cual se dan las pautas generales para la colocación de recursos del SBD en esquemas de financiamiento de Capital de Riesgo. En consonancia con las habilitaciones legales mencionadas anteriormente, en este lineamiento, se operativiza la inversión directa en empresas emisoras o a través de fondos de inversión, en ambos casos, para emisiones de oferta

pública o privada. También, se operativiza el otorgamiento de avales o garantías para distintos esquemas de inversión de riesgo.

Como se ha mencionado anteriormente, las decisiones de inversión son multifactoriales, al igual que la definición de posibles esquemas de colocación de Capital de Riesgo. Algunos de los factores que pueden incidir en estas decisiones incluyen: el sector a invertir, el rol de los distintos actores, el tipo de instrumento empleado, entre otros. El enfoque del presente caso pretende ofrecer una descripción panorámica de los principales esquemas de Capital de Riesgo posibles en Costa Rica, con la comprensión de que los esquemas presentados no serán exhaustivos.

Dentro de los potenciales arreglos institucionales para la colocación de Capital de Riesgo, existen una plétora de opciones. Cada una de estas opciones, como los ejemplos acá presentados, debe ser analizada de manera individual y minuciosa para determinar su viabilidad económica, jurídica y técnica. Sin embargo, este nivel de análisis detallado escapa al alcance del presente caso.

Oferta privada y oferta pública de valores

Considerando que los distintos actores de Capital de Riesgo están sujetos a regulaciones específicas dependiendo de si operan bajo un esquema de oferta pública o privada, resulta necesario explicar estos conceptos y sus implicaciones para una comprensión adecuada de los esquemas de inversión.

Tanto una oferta pública como una oferta privada de valores (tales como bonos, acciones o participaciones, entre otros) se refieren a los métodos mediante los cuales una empresa emisora o un fondo de inversión emiten y colocan valores en el mercado financiero con el objetivo de recaudar capital.

En el caso de la oferta pública, los valores emitidos se ofrecen a inversionistas del público general de manera abierta, permitiendo que el inversionista interesado los adquiera. Este mercado se encuentra regulado por la SUGEVAL y, por lo general, los inversionistas pueden comprar y vender las participaciones en el mercado secundario después de la emisión inicial. Una oferta pública ofrece la ventaja de acceso a una mayor cantidad de inversores y, en teoría, da mayor liquidez al mercado para las operaciones financieras.

En el caso de la oferta privada, el emisor, ya sea por parte de una empresa o un fondo de inversión, se limita la oferta a un determinado número de inversionistas, y se lleva a cabo de manera privada, a menudo puede ser tan sencillo como un acuerdo entre partes. Estas ofertas tienden a ser menos costosas y más rápidas, pues no se someten al escrutinio del ente regulatorio. La información de la transacción podría mantener su carácter privado, dependiendo de la jurisdicción, y existe una gran flexibilidad de acordar los términos de la inversión.

Cabe señalar que una oferta pública es más compleja y costosa que una oferta privada, y debe estructurarse adecuadamente; es decir, se debe crear un prospecto de inversión (tesis de inversión) que cuente con el visto bueno de las autoridades regulatorias. Durante el período de la oferta, existen requisitos de divulgación continua de información que el emisor debe cumplir.

No obstante, en una oferta privada se pierde el acceso a inversionistas que normalmente participan en ofertas públicas, así como la liquidez que proporciona el mercado secundario de capitales y la facilidad para que un inversionista pueda vender sus participaciones. Durante el periodo de vigencia de la oferta, el seguimiento a la empresa o el fondo se realiza según se haya

acordado entre las partes. Es importante mencionar que resulta común que, el inversionista busque algún nivel de control en la entidad en la que invierte.

En Costa Rica, la oferta pública de valores ha sido normada, mediante el *Reglamento de Oferta Pública de Valores* (SUGEVAL, 2020), emitido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. En este reglamento, se dan las pautas y se precisan los alcances de una Oferta Pública de Valores, así como los demás requisitos regulatorios necesarios para operar en este esquema. Según se desprende de la normativa mencionada, se presume que se está ante una oferta pública de valores cuando se cumple una de las siguientes condiciones: se ofrece un valor a través de medios de comunicación o difusión masiva, se da el ofrecimiento por parte de un emisor de valores accionarios de una misma emisión o de características análogas a otros valores autorizados de oferta pública del mismo emisor, se da la colocación de valores entre un número mayor de cincuenta inversionistas.

Aunque de manera más laxa, la SUGEVAL también requiere la acreditación de las ofertas privadas de valores de un mismo emisor o su grupo económico con una captación total o superior a un millón de dólares estadounidenses. El mecanismo dispuesto para esta acreditación es la remisión de información a la Superintendencia, una vez el monto de la colocación efectiva supere la cifra antes indicada. La información solicitada para esta acreditación se relaciona con las calidades del emisor, las condiciones de la emisión, entre otras cosas. Según dispone la SUGEVAL, esta información de acreditación es pública y puede ser consultada. El reglamento, también obliga a la SUGEVAL a informar al público sobre las empresas que incumplan con los deberes de acreditación.

Arreglos institucionales y esquemas de Capital de Riesgo

Cuando un emprendedor o empresa busca recursos para iniciar su negocio y que requiere de Capital de Riesgo, debe navegar por un entorno complejo, en el que puede haber varios actores involucrados. Esta relación entre actores relevantes o arreglos institucionales desempeña un rol fundamental en el ecosistema de inversión, pues por un lado, disponen las “reglas del juego” y por otro pueden llegar a tomar las decisiones de inversión en atención a las necesidades de financiamiento de empresas nacientes, para promover así, la innovación, desarrollo tecnológico, productividad y crecimiento económico. En la presente sección se explicarán los principales esquemas de Capital de Riesgo posibles en Costa Rica, en el entendido que los esquemas presentados no resultarán exhaustivos. Cada esquema contará con una explicación que será ilustrada por una figura en la sección correspondiente.

Emisión de valores por parte de empresas emisoras en oferta privada

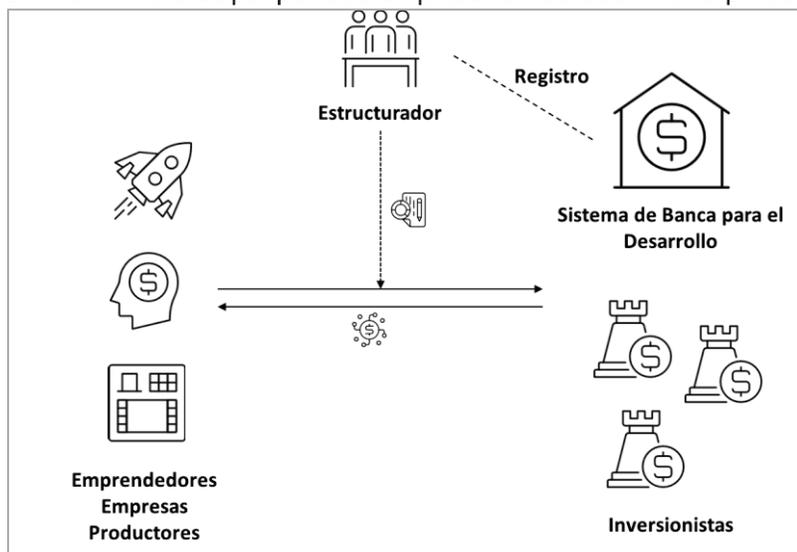
El esquema más sencillo para una inversión de Capital de Riesgo es una emisión directa por parte de la empresa invertida, realizada mediante una oferta privada (Figura 3). En este caso, los inversionistas podrían llegar a acuerdos de inversión con la empresa invertida o esta última podría buscar activamente inversionistas, siempre que no caiga en presunción de oferta pública. El instrumento jurídico para esta inversión podría variar según las necesidades específicas, y la empresa no estaría obligada a acreditarse ante la SUGEVAL si no supera el monto de captación establecido (una captación total o superior a un millón de dólares estadounidenses) para los requerimientos de acreditación.

La empresa podría optar por una emisión estructurada o aceptar un instrumento de inversión propuesto por el inversionista. Usualmente, el inversionista obtiene ganancias a través de potenciales dividendos generados por la empresa, si tuviera derecho a ellos, o mediante la venta de su participación en la compañía invertida.

En este esquema, a través de FONADE, el SBD puede participar en la inversión de acuerdo con los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de capital de riesgo* (Consejo Rector SBD, 2020) la solicitud de inversión debe presentarse junto con el análisis de la inversión por parte de un estructurador registrado ante el Consejo Rector del SBD, que es su máximo órgano de gobernanza. Asimismo, el SBD podría invertir en este esquema empleando programas generales preaprobados. Es importante indicar que en casos de inversión no relacionados con el SBD, la figura del estructurador podría no ser necesaria.

Figura 3

Emisión de valores por parte de empresas emisoras en oferta privada



Fuente: Elaboración propia.

Este esquema ha sido impulsado en Costa Rica por el SBD, junto con la Promotora de Comercio Exterior de Costa Rica (Procomer), con apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). En el año 2019 el SBD y Procomer, lanzaron un *Programa Piloto de Capital de Riesgo* (Procomer, 2019) que, en una primera fase, realizaba inversiones individuales empleando una nota convertible. En este programa, la nota convertible iniciaba como una deuda sin el pago de principal, y al término de 5 años esta deuda se reajustaba según el valor de la compañía, con un esquema de repago en cuota periódicas. Posteriormente, este programa se estableció de forma continua, aunque su despliegue ha sido limitado.

De igual manera, una iniciativa que buscaba impulsar esquemas de inversión en oferta privada fue el Mercado Alternativo para Acciones (MAPA) promovido por la Bolsa Nacional de Valores y el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN). Mediante MAPA, las empresas interesadas en realizar una emisión en oferta privada, con el acompañamiento de un Patrocinador (previamente admitido por la Bolsa Nacional de Valores), podían tener servicios técnicos para cerrar las brechas necesarias para lograr una emisión (MAPA, 2014). Según un estudio de caso sobre MAPA (FOMIN, 2015): *“el programa aún está lejos de ser un mercado activo, pero si está cumpliendo un discreto rol de plataforma de crecimiento basado en el cumplimiento de mejores prácticas de transparencia, equidad y operativas”*. Entre las lecciones aprendidas de MAPA, que se rescata del estudio de caso realizado por FOMIN, se encuentra que se deben diseñar caminos alternos a los puestos de bolsa, para que un número más grande de inversionistas acceda al mercado.

Asimismo, a través de la Plataforma Hipatia del Programa Estado de la Nación (PEN, 2024), que en su módulo de *RedStartUpCR* realiza un mapeo de oferentes de financiamiento a empresas en etapas tempranas, se identifican siete potenciales inversionistas que podrían invertir en estos esquemas de emisión de valores en ofertas privadas en Costa Rica. Estos inversores son: Amangara, Carao Ventures, Caricaco, Ícaro, GN Plus, Invermaster Ventures y Parquetec.

Emisión de valores por parte de empresas emisoras en oferta pública

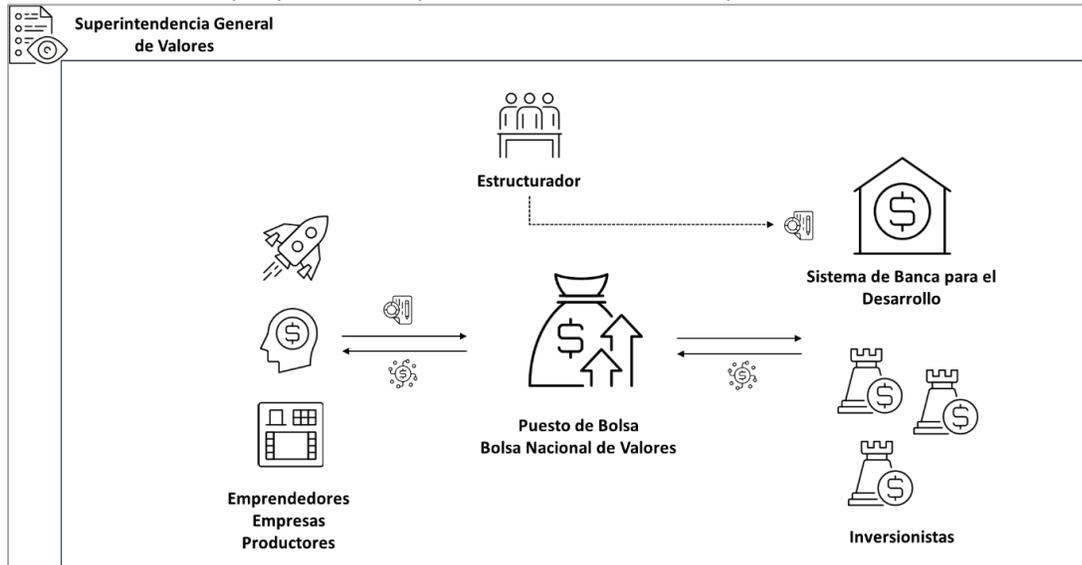
La empresa interesada en realizar una emisión de valores en oferta pública (Figura 4) debe cumplir con todos los requisitos regulatorios establecidos por SUGEVAL y obtener la autorización correspondiente. Para ello, la empresa interesada debe elaborar un prospecto de inversión en el cual revele toda la información necesaria para que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión informadas. El instrumento jurídico utilizado también podría variar en función de cada caso particular, pudiendo tratarse, por ejemplo, de una emisión de bonos o de acciones.

En el caso de una oferta pública, los valores deben comprarse y venderse a través de la Bolsa Nacional de Valores o de un Puesto de Bolsa, órganos autorizados por la Bolsa Nacional de Valores para llevar a cabo actividades como compra, venta y registro de valores, entre otras. El inversionista podría tener acceso a un mercado secundario (mercado de acciones a través de la Bolsa Nacional de Valores), que sirva como un mecanismo transparente de fijación de precios y para liquidar sus inversiones, lo que les permite obtener ganancias de capital por las posibles apreciaciones de los valores adquiridos. Además, los inversionistas podrían obtener ganancias por dividendos o intereses mientras mantengan en su poder los valores correspondientes, así como por la redención de su participación, según se indique en cada prospecto de inversión.

En este esquema, la participación del SBD es posible a través de FONADE. De acuerdo con los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de capital de riesgo* (Consejo Rector SBD, 2020), la solicitud de inversión debe ser presentada junto con el análisis de la inversión por parte de un estructurador registrado ante el Consejo Rector del SBD.

Figura 4

Emisión de valores por parte de empresas emisoras en oferta pública



Fuente: Elaboración propia.

Un desafío de este esquema de Capital de Riesgo es que el mercado de acciones en Costa Rica ha enfrentado serias limitaciones. Según una revisión realizada por la OCDE (2020a) del Sistema Financiero costarricense, se observa que el mercado de acciones en el país se encuentra subdesarrollado y carece de incentivos suficientes para las ofertas accionarias. Además, se indica que la mayoría de las compañías en bolsa son familiares y dependen del crédito bancario. Hasta diciembre de 2019, sólo 10 empresas estaban listadas en bolsa.

Asimismo, en la revisión sobre el Gobierno Corporativo en Costa Rica realizada por la OCDE (2020b) se evalúa las disposiciones sobre gobierno corporativo para las empresas que cotizan en el mercado de capitales, y en lo conducente para el presente caso, encuentra los siguientes retos:

- El mercado de capitales en Costa Rica es pequeño y no cuenta con liquidez suficiente. En 2019, la mayoría de las transacciones de las 10 compañías que cotizan en bolsa estuvieron concentradas en una sola compañía, y algunas ni siquiera registraron transacciones comerciales. Además, el mercado de acciones representó el 0,6% de las transacciones en bolsa.
- El reducido tamaño del mercado de acciones se debe, en parte, a que la economía costarricense está dominada por empresas familiares y micro y pequeñas empresas. Estas empresas no han tenido necesidad de acceder a los mercados de capitales, ya que pueden acceder a fuentes alternativas de financiamiento en bancos comerciales estatales y privados, y por medio de inversionistas de capital privado.
- En las empresas que cotizan en bolsa pueden presentarse problemas de gobernanza, ya que el capital y la propiedad se encuentra concentrado en una sola familia o grupo económico, donde la protección a los inversionistas más pequeños es causa de preocupación.

- El desarrollo del marco de gobierno corporativo se encuentra muy por delante del desarrollo del propio mercado.

En este contexto, el tamaño limitado y la falta de liquidez del mercado de acciones en Costa Rica hace que esta herramienta sea poco atractiva para inversionistas extranjeros o institucionales. Adicionalmente, según la OCDE (2020b), el mercado no cumple adecuadamente con su función de mecanismo para descubrimiento de precios.

Emisión de valores por parte de Fondos de Capital de Riesgo en oferta privada

En la emisión de valores por parte de fondos de Capital de Riesgo en oferta privada (Figura 5), un intermediario o Fondo de Capital de Riesgo opera (en oferta privada) negociando directamente con las empresas los términos de la inversión según sus políticas internas, o como comúnmente se denominan estas políticas: tesis de inversión. El instrumento jurídico de esta inversión podría variar según la tesis de inversión de cada Fondo de Capital de Riesgo.

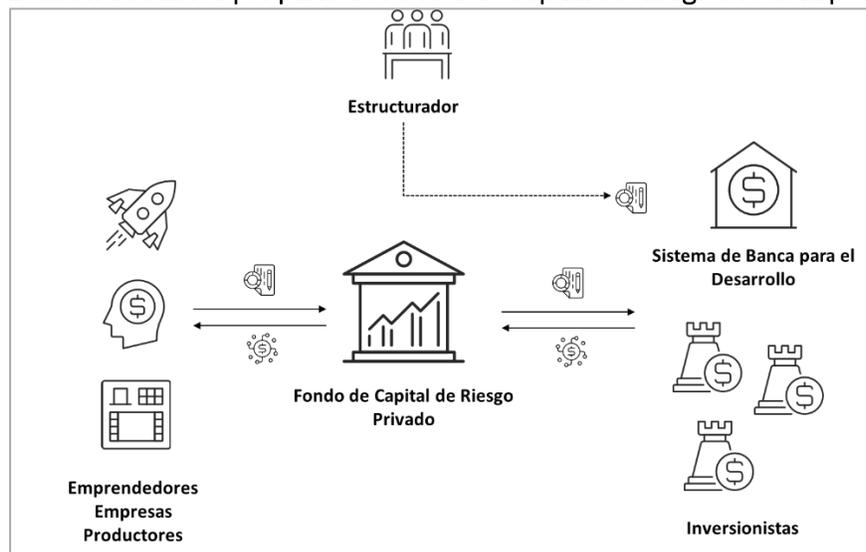
Este Fondo a su vez, capta recursos de otros inversionistas interesados. Sin embargo, estas captaciones deben realizarlas de manera privada, de común acuerdo con sus inversionistas, para evitar caer en presunción de oferta pública según la normativa de SUGEVAL. En caso de sobrepasar un monto de un millón de dólares o su equivalente en colones, el Fondo de Capital de Riesgo, debe acreditar la oferta ante la Superintendencia.

Los inversionistas obtienen rendimientos por potenciales reparticiones de dividendos, intereses o distribución de ganancias, así como por la apreciación de su participación en el fondo, en caso de su venta (venta que debería hacerse mediante un esquema de oferta privada); o mediante la liquidación del Fondo de Inversión. El inversionista en este tipo de fondos tiene la ventaja de poder diversificar su riesgo en una canasta de empresas en las cuales el fondo invierte. Por su parte, la empresa que administra el Fondo de Capital de Riesgo genera ingresos por las comisiones de administración cobradas y por la participación en las potenciales ganancias que genere el fondo.

En este esquema, la participación del SBD es posible a través de FONADE. De acuerdo con los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de capital de riesgo* (Consejo Rector SBD, 2020) la solicitud de inversión debe presentarse junto con el análisis de la inversión por parte de un estructurador registrado ante el Consejo Rector del SBD. Además, el SBD podría invertir en este esquema empleando programas generales preaprobados. Es importante destacar que en casos de inversión no relacionados con el SBD, la figura del estructurador podría no ser necesaria.

Figura 5

Emisión de valores por parte de Fondos de Capital de Riesgo en oferta privada



Fuente: Elaboración propia.

Este esquema ha sido impulsado en Costa Rica por el SBD, en colaboración con Procomer y con el respaldo del BID. En el marco del *Programa Piloto de Capital de Riesgo* (Procomer 2019), desarrollado en el año 2019, se contempló una segunda fase en la cual el SBD y Procomer dispusieron invertir en Fondos de Capital de Riesgo empleando notas convertibles, similares a las empleadas en la primera fase del programa piloto. Sin embargo, con este instrumento no se concretaron inversiones.

Asimismo, como parte de la oferta programática del SBD prevista en el Plan Estratégico Institucional 2024-2028 (Consejo Rector SBD, 2023), se planea la implementación del programa *Ventures Funds Builder*. Este programa tiene por objetivo brindar recursos para formación de talento humano en Costa Rica, relacionados a temas de Capital de Riesgo, así como recursos de Capital de Riesgo para la constitución de fondos de Venture Capital de hasta US\$5M, con participaciones, por parte del SBD, de hasta un 70% en los fondos.

Cabe destacar, para el presente caso, se hizo una revisión de las ofertas privadas de valores acreditadas por la SUGEVAL. Según se muestra en el sitio web de consulta pública de la Superintendencia (SUGEVAL, 2024a), a enero del 2024, no figura un reporte de un Fondo de Capital de Riesgo en oferta privada que conste acreditado ante este órgano.

Emisión de valores por parte un Fondo de Capital de Riesgo administrado por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión en oferta pública

El esquema de emisión de valores por parte de un Fondo de Capital de Riesgo administrado por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión en oferta pública (Figura 6) opera de manera análoga al caso anterior. Sin embargo, como se ha mencionado, en caso de que los valores se negocien en oferta pública, entonces entran en un esquema regulatorio diferente, pues las partes involucradas deben cumplir con la normativa de SUGEVAL. En Costa Rica, los

fondos de Capital de Riesgo que emitan participaciones al público deben ser administrados por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI), la cual es autorizada por la Superintendencia.

Al ser una oferta pública, otros actores relevantes son la Bolsa Nacional de Valores y los Puestos de Bolsa, órganos autorizados por la misma Bolsa Nacional de Valores para llevar a cabo actividades como la compra, venta y registro de valores, entre otras actividades. A través de estos actores los valores pueden ser comprados y vendidos. El inversionista podría tener acceso a un mercado secundario (a través de la Bolsa Nacional de Valores), si la tesis de inversión lo permite. Se presume que en este mercado secundario existe un mecanismo transparente de fijación de precios. Esto le permitirá liquidar su inversión y obtener ganancias de capital por las posibles apreciaciones de las participaciones del fondo adquiridas, en el caso que el inversionista no pueda redimir su participación directamente del fondo.

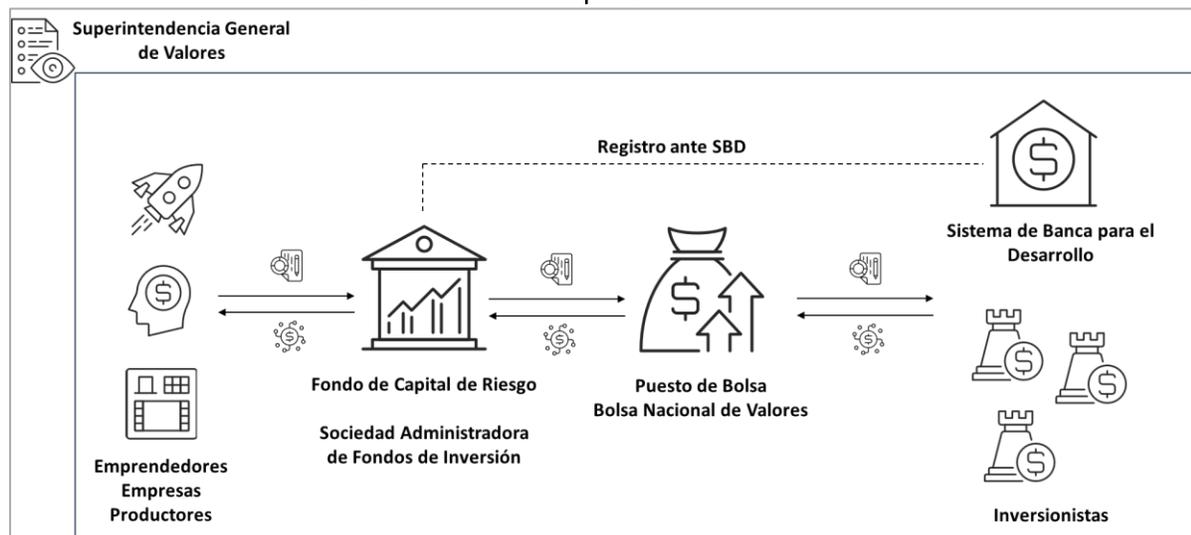
Estos fondos deben contar con un prospecto que muestre la tesis de inversión del Fondo de Capital de Riesgo y brinde toda la información requerida para que un inversionista decida si desea o no realizar una inversión. El instrumento jurídico empleado para la inversión podría variar, según se indique en el prospecto correspondiente. Los mecanismos de pérdidas y ganancias también son similares al caso anterior: los inversionistas obtienen sus ganancias por potenciales reparticiones de dividendos, intereses, distribución de ganancias, por la apreciación de su participación o ante la liquidación de Fondo de Inversión.

El inversionista en este tipo de fondos tiene la ventaja de poder diversificar su riesgo en una canasta de empresas en las cuales el fondo invierte o incluso según la estrategia de mitigación de riesgo del Fondo, en otro tipo de instrumentos financieros. Por su parte, la SAFI obtiene réditos por las comisiones de administración cobradas y por la participación en las potenciales ganancias que genere el fondo.

En este esquema, la participación del SBD es posible a través de FONADE, de acuerdo con los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de capital de riesgo* (Consejo Rector SBD, 2020). La SAFI interesada debe registrarse ante el SBD. Una vez que logra el registro, podrá presentar el prospecto de inversión o un borrador de este para que el Consejo Rector del SBD decida sobre una potencial inversión al Fondo de Capital de Riesgo. En cualquier caso, para asegurar la participación del SBD el fondo debe contar con la autorización de la Superintendencia.

Figura 6

Emisión de valores por parte de un Fondo de Capital de Riesgo administrado por una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión en oferta pública



Fuente: Elaboración propia.

Para este esquema de emisión, según información pública disponible en la página de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL, 2014b), a enero del 2024, existen dos fondos de inversión de Capital de Riesgo inscritos: Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Avance Empresarial (2023a) y del Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Sector Turismo (2023b). Estos fondos tienen características similares, de acuerdo con sus prospectos de inversión: ambos son administrados por la SAFI, Mutual Sociedad de Fondos de Inversión (Mutual), ambos cuentan con un gestor especializado externo y en ambos casos su objetivo es apoyar la expansión y crecimiento de pequeñas y medianas empresas con al menos 5 años de operación. La distinción entre ellos radica en que uno de estos se dirige a las empresas turísticas, mientras que el otro tiene un alcance más general.

A enero del 2024, tanto Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Avance Empresarial (2023a), como el del Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Sector Turismo (2023b) se encuentran en la etapa de levantamiento de capital, durante la cual se lleva a cabo el contacto inicial con los posibles inversionistas para suscribir compromisos de inversión e iniciar la operación del Fondo. Según se indica en los prospectos de los fondos, la operación de estos está programada para iniciar una vez se haya alcanzado una cantidad de 3.000.000,00 USD y se espera alcanzar una emisión de 200.000.000,00 USD. En ambos casos, se prevé la utilización de instrumentos tanto de deuda como de capital para invertir en las empresas seleccionadas. En lo que respecta a los instrumentos de capital, también se contempla el fortalecimiento de la estructura de gobierno corporativo de la empresa invertida, a través de medidas como el derecho de nombrar uno o más miembros de junta directiva, derecho de veto en temas sensibles, derechos preferentes sobre colocaciones futuras, entre otros.

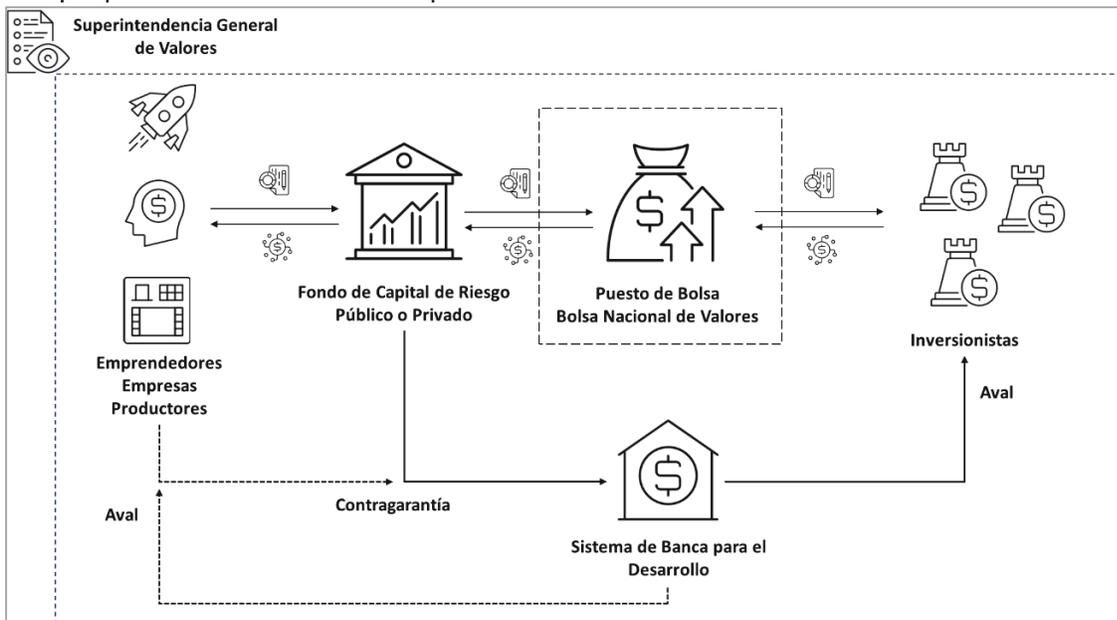
Aval por parte del Sistema de Banca para el Desarrollo

El SBD tiene entre sus facultades legales la capacidad de otorgar avales a distintos esquemas de Capital de Riesgo (Figura 7). En términos generales, la Ley 8634 y sus reformas han establecido un marco normativo amplio que permite avalar tanto emisiones de deuda como emisiones de Capital de Riesgo. Esto se evidencia en el artículo 18 de la Ley 8634 y sus reformas, que establece: “(...) Para el otorgamiento de avales y garantías se podrán garantizar operaciones financieras en todos los integrantes financieros del SBD, siempre y cuando los beneficiarios por insuficiencia de garantía no puedan ser sujetos de financiamiento, en condiciones y proporciones favorables al adecuado desarrollo de sus actividades y estas operaciones financieras respondan a los objetivos de la presente ley (...)”. Además, el artículo 19 indica: “(...) Además, el Fonade podrá destinar recursos para fungir como contragarantía en fondos de capital de riesgo y similares, buscando generar canales de acceso a financiamiento a los beneficiarios de la presente ley, siempre y cuando su finalidad sea congruente con los objetivos de esta (...)”.

El aval es un instrumento de mitigación de riesgo que garantiza que, en caso de incumplimiento por parte de algún actor involucrado en los esquemas de colocación de Capital de Riesgo, el SBD intervenga para cubrir estas obligaciones hacia el inversionista. Dado la amplitud del marco legal establecido, se visualizan, de manera no exhaustiva, las siguientes potenciales aplicaciones de estos avales:

- Aval de individual o de cartera para inversiones de deuda realizadas dentro de fondos de inversión públicos y privados.
- Aval individual o de cartera a pérdidas materializadas por parte de inversionistas de capital de riesgo.

Figura 7
Aval por parte del Sistema de Banca para el Desarrollo



Fuente: Elaboración propia.

Al momento de finalizar la redacción del presente caso, no se tiene conocimiento de que se haya emitido algún aval a esquemas de Capital de Riesgo.

Oportunidades para el impulso de Capital Semilla y Capital de Riesgo de Riesgo en Costa Rica

La sección anterior ha dejado claro que Costa Rica, en línea con las tendencias internacionales, ha implementado en los últimos años una serie de leyes y normativas destinadas a diversificar la oferta financiera más allá de créditos tradicionales, fomentando esquemas de financiamiento de Capital Semilla y Capital de Riesgo. Esto ha creado un marco regulatorio propicio que ha atraído el interés de muchos actores. En el caso de Capital Semilla, existe una red de Agencias Operadoras del SBD y otras cinco instituciones: Instituto Nacional de las Mujeres, Fideimas, Asociación Costa Rica por Siempre, Fundación Caricaco, Fundación Crusa (Anexo 1) que facilitan la colocación de estos recursos. En cuanto al Capital de Riesgo, se vislumbran diversos esquemas de inversión y comienzan a surgir partes interesadas en su implementación.

La dinamización del ecosistema de Capital Semilla y Capital de Riesgo conlleva una serie de desafíos que se transforman en oportunidades. Algunas de estas oportunidades son transversales, en el sentido de que la implementación de estas medidas contribuiría a solventar retos que se presentan en ambos tipos de capital. Por otra parte, algunas medidas son más específicas y atienden oportunidades relacionadas con el manejo de subsidios o créditos, mientras que otras se dirigen únicamente a inversiones de capital. Con estas consideraciones en mente, se inicia con un abordaje general de coyunturas que deben aprovecharse para impulsar el ecosistema financiero de Capital Semilla y Capital de Riesgo, para posteriormente ver cada área individualmente.

Tal como se ha analizado, tanto el Capital Semilla como el Capital de Riesgo se pueden desarrollar mediante distintos tipos de instrumentos financieros. Estas diferencias naturalmente segmentan a los emprendedores y empresas que pueden ser respaldados con cada uno de los instrumentos. Esta realidad implica una segmentación de mercado, que podría no resultar tan evidente a muchos emprendedores, empresas e incluso inversionistas, pero cuyo entendimiento es necesario para el desarrollo del mercado de Capital de Riesgo. Se debe reconocer que las necesidades del inversionista y del emprendedor o empresa deben converger en un instrumento idóneo para lograr esquemas de financiamiento exitosos.

Esta percepción se ve respaldada por evaluaciones como las realizadas por OCDE (2020b) que sugieren que el mercado de capitales se ha visto reducido por factores como el hecho de que la economía de Costa Rica se encuentra dominada por empresas familiares y las micro y pequeñas empresas, que no han tenido necesidad o los medios para acceder a los mercados de capitales. Estas evaluaciones se han enfocado al mercado de capitales, pero son un reflejo de las mismas realidades que se tienen en los otros esquemas de inversión elaborados en el presente caso. Comprender los segmentos a los que están dirigidos estos instrumentos de inversión es un punto de partida fundamental para orientar los esfuerzos de fomento del ecosistema de financiamiento.

Por tanto, se presenta una gran oportunidad para implementar políticas de apoyo que se centren en sensibilizar y educar financieramente a las partes interesadas. Para los potenciales

beneficiarios interesados, esto implica mejorar sus conocimientos en finanzas para comprender claramente los instrumentos financieros y desarrollar estrategias de financiamiento aprovechando los diferentes esquemas de Capital Semilla y Capital de Riesgo, aptos en distintas etapas. Por otro lado, para los inversionistas, resulta conveniente llevar a cabo acciones de sensibilización para mejorar su comprensión del entorno en el que operan, mitigando potenciales percepciones de opacidad en el mercado. Según lo indicado por la OCDE (2020b), en Costa Rica, el desarrollo del marco de gobierno corporativo se encuentra muy por delante del propio mercado, lo cual refleja las oportunidades de sofisticación que presenta el tejido empresarial costarricense.

Además de la segmentación inherente a los instrumentos financieros, el despliegue del Capital Semilla y el Capital de Riesgo puede potenciarse al enfocarse en sectores de alto potencial de crecimiento. Asimismo, como el mercado costarricense es pequeño y con recursos limitados, estos instrumentos de Capital Semilla y Capital de Riesgo deben ser desarrollados estratégicamente, centrándose en sectores con un alto potencial de crecimiento a nivel nacional. Un desafío adicional radica en la articulación institucional necesaria para identificar estas oportunidades y capitalizar los recursos productivos del país para fomentar el crecimiento económico. Las tendencias internacionales en el desarrollo de instrumentos financieros destinados a apoyar a emprendedores y empresas indican que estos instrumentos cada vez se enfocan en sectores específicos (OCDE 2020c), como aquellos sectores con un alto crecimiento, firmas innovadoras, entre otros.

La identificación de sectores de alto potencial a nivel nacional que puedan potenciarse con apoyo de estos instrumentos financieros podría facilitar la creación de programas integrales de apoyo. Estos programas podrían integrar diversas herramientas de promoción dirigidas a emprendedores y empresas. Este enfoque permitiría la articulación de distintos actores especializados, como incubadoras y aceleradoras, agencias gubernamentales, universidades, fundaciones, organizaciones sin fines de lucro, entre otros, para respaldar los sectores identificados. Estos actores podrían contribuir a cerrar las brechas necesarias para lograr acceder a esquemas financieros.

Además, es crucial que los instrumentos financieros de Capital Semilla y Capital de Riesgo se articulen de manera complementaria. Con estos instrumentos se pueden implementar una variedad de esquemas financieros, incluyendo fondos no reembolsables, créditos, inversiones de capital o combinaciones de estos. Estos esquemas pueden intervenir en distintas etapas del ciclo de vida de una empresa, lo que permite su aplicación secuencial y estratégica para maximizar las posibilidades de éxito del emprendedor o empresa y optimizar el uso de recursos.

A nivel nacional, se evidencia una oportunidad para impulsar el uso de tecnologías financieras o Fintech (OCDE 2020a) para promover los productos de Capital Semilla y Capital de Riesgo, así como para la ejecución y seguimiento de los programas y proyectos de Capital Semilla y Capital de Riesgo de los beneficiarios. Sin embargo, en la actualidad no se observa que alguna de las organizaciones dedicadas al Capital Semilla y Capital de Riesgo en el país emplee estas herramientas. Existe una tendencia global hacia el fortalecimiento de políticas enfocadas en el desarrollo de Fintech y herramientas digitales para el financiamiento de emprendedores y pequeñas empresas, una tendencia que no se observa en ninguno de los esquemas

mencionados, lo que supone desaprovechar una valiosa oportunidad para ampliar la cobertura de servicios.

Impulso al Capital Semilla: sectorización y ampliación de la oferta de crédito

El desarrollo del Capital Semilla en Costa Rica ha logrado una importante cobertura de este instrumento financiero. Tanto organizaciones públicas como privadas colocan Capital Semilla y el SBD cuenta con 16 Agencias Operadoras acreditadas para su colocación, de las cuales 10 se encuentran activas. Este esquema descentralizado, ha logrado una cobertura de atención a emprendedores por necesidad y oportunidad, así como apoyos en distintas etapas de ideación, desarrollo, establecimiento y consolidación. Por lo general, los programas buscan apoyar alguna línea de política pública o área de interés de la Agencia Operadora, como, por ejemplo: ciencia y tecnología, descarbonización, desarrollo territorial, agroforestal, asociatividad, sostenibilidad, industria, comercio, servicios, entre otros.

El ecosistema de Capital Semilla, en sus diferentes componentes, ha logrado una gran cobertura a distintos sectores, según los fines y propósitos de cada una de las organizaciones que lo integran. La variedad de agencias ha brindado fortalezas de descentración y diversidad de enfoques de atención, sin embargo, ha habido limitaciones en cuanto a la especialización en verticales o sectores de alto potencial específicos (Ramírez, 2023). La articulación institucional para definir esta sectorización es otro desafío que debe solventarse para aprovechar las oportunidades productivas con las que cuenta el país y generar crecimiento económico.

Una fortaleza del marco regulatorio generado por el SBD para la colocación de Capital Semilla radica en la flexibilidad que ofrecen estos instrumentos para atender distintos sectores, tanto desde la perspectiva de la oferta programática como desde los *Lineamientos para el apoyo a proyectos de Capital Semilla* (Consejo Rector SBD, 2021). Esta adaptabilidad ha propiciado el crecimiento orgánico mencionado, la amplia cobertura alcanzada y la atención a una variedad de sectores. Además, sienta las bases normativas para articular con otras instituciones, con el propósito de apoyar sectores de alto potencial a nivel nacional.

El programa *Arrecifes de Innovación* presenta una oportunidad bastante interesante, pues busca apoyar sectores o desafíos a resolver propuestos por equipos intersectoriales conformados por la sociedad civil. Para que la propuesta de sector o desafío sea aceptada, el equipo de trabajo debe tener algunas características estructurales definidas en sus conocimiento e integración, de manera que se garantice la articulación de actores con conocimiento en el sector. Esta propuesta podría fomentar el apoyo a proyectos en sectores de alto potencial, propuestos por la ciudadanía, con condiciones estructurales preestablecidas para justificar el sector.

Por otra parte, existe una diferenciación entre los esquemas de Capital Semilla en modalidad no reembolsable y crédito, ya que las distintas organizaciones que colocan Capital Semilla cuentan con una de las opciones. En el caso del SBD, este tiene la facultad de otorgar Capital Semilla tanto en crédito como en esquemas no reembolsables, con la gran ventaja, que al no estar este fondo regulado por SUGEF, hay gran margen para flexibilizar condiciones del crédito y su repago. La oferta programática de Capital Semilla, aprobada más recientemente (Consejo Rector SBD, 2023), considera la posibilidad de implementar créditos flexibles de Capital Semilla en sus tres líneas de acción: Inclusión Productiva, Semillas de Transformación e Impulso Empresarial.

La implementación por parte de SBD de estas líneas de crédito puede considerarse angular para impulsar una política de fomento al emprendimiento más efectiva, si bien los subsidios son ampliamente utilizados en el fomento de dinámicas empresariales, hay evidencia que sugiere que no son la herramienta más efectiva para apoyar emprendedores (OCDE,2023). A su vez, esta implementación resulta desafiante, considerando que actualmente solo una de las diez Agencias Operadoras de Capital Semilla acreditadas por el SBD y activas cuenta con una oferta de crédito. Lograr que los beneficiarios pasen de un recurso no reembolsable a un crédito flexible de Capital Semilla es el camino lógico para la inclusión financiera en el sistema tradicional. Adicionalmente, se tendría la ventaja que, al ser recursos reembolsables, se podría ampliar la cobertura con el repago de estas operaciones crediticias y mantener el patrimonio del fondo.

Impulso al Capital de Riesgo: desarrollo del mercado de capitales

El Capital de Riesgo ha sido el foco de atención de las políticas de apoyo a emprendedores y pymes, en los países de la OCDE (2020c), entre otras cosas por el reconocimiento de la necesidad de diversificar instrumentos financieros. Esta coyuntura presenta una oportunidad para impulsar el mercado de acciones y las inversiones de Capital de Riesgo, que se han mantenido subdesarrolladas pero que son una pieza clave en el financiamiento de empresas con capacidades innovadoras, que puedan crear empleos, aumentar la productividad y dinamizar la economía.

El entorno regulatorio actual, como ha sido visto, permite el desarrollo de distintos esquemas de inversión de Capital de Riesgo, tales como emisiones de capital por parte de empresas o Fondos de Capital de Riesgo, tanto en oferta pública como privada; además, se habilita la figura de avales para este tipo de transacciones. Además, se han desarrollado programas para fomentar las emisiones de valores por empresas en oferta privada, como MAPA o el Programa de Capital de Riesgo de SBD y Procomer. También se están desarrollando o se planean desarrollar programas de emisiones por parte de Fondos de Capital de Riesgo tanto en oferta pública como privada. A pesar de estas iniciativas para impulsar las inversiones de Capital de Riesgo, el mercado se mantiene subdesarrollado, pequeño y poco líquido, lo que lo hace poco atractivo para los inversionistas.

El mercado de Capital de Riesgo debe desarrollarse en Costa Rica atendiendo las limitaciones que se presentan tanto del lado de la oferta como de la demanda. Ello requerirá intervenciones de política pública consistentes en el mediano y largo plazo. Si bien es cierto, que ha habido algunas iniciativas para fomentar el mercado de Capital de Riesgo del lado de la oferta (estableciendo programas de Capital de Riesgo y Fondos de Inversión), estas han tenido un despliegue limitado. Hay grandes oportunidades de implementar distintas políticas de creación de oportunidades financieras de Capital de Riesgo, con la claridad de que estas son costosas y requieren de apoyo prolongado, pues se debe, no sólo generar, capacidades humanas para operar los Fondos de Capital de Riesgo, sino que se deben crear estructuras jurídicas, operativas y de gestión, con lo cual el establecimiento de estos fondos resulta en un emprendimiento en sí mismo.

El Capital de Riesgo es una herramienta de financiamiento sofisticada y sólo es viable y conveniente para determinadas tipologías de empresa y en etapas específicas. Esto se explica entendiendo la principal expectativa de un inversionista en un esquema de este tipo: obtener un

retorno sobre su inversión, el cual se materializa con la apreciación y venta de la empresa invertida. Es natural entonces, que el Capital de Riesgo se enfoque en empresas con altas perspectivas de crecimiento, tales como empresas nacientes, con modelos de negocio innovadores y escalables; o en empresas establecidas, que con la inversión a recibir puedan escalar y crecer sus negocios. Por lo cual, tampoco se debe dejar de lado la implementación de programas de educación financiera y desarrollo de capacidades dirigidos y emprendedores y empresas específicamente en el tema de inversión.

En la experiencia internacional se reconoce que, para generar oportunidades financieras en Capital de Riesgo, la creación de Redes de Ángeles Inversionistas es una práctica efectiva (OCDE, 2020d). Aunque en Costa Rica existen individuos u organizaciones que invierten en emprendimientos en esquemas de oferta privada, no operan una red organizada e institucionalizada. El respaldo de una red organizada proporcionaría transparencia y reduciría la opacidad en el mercado, tanto para el emprendedor y empresa, como para el inversionista.

Desde esta perspectiva, es necesario impulsar de manera decidida y sostenida la creación de Fondos de Capital de Riesgo en oferta pública y privada para apoyar sectores de alto potencial, considerando incluso las posibilidades de salida del sector (Angel Ventures, 2022). En Costa Rica, se observan iniciativas como los Fondos de Mutual: *Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Avance Empresarial* y el *Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Sector Turismo*, que se encuentran en la etapa de levantamiento de capital; así como el previsto por SBD en su “Plan Estratégico Institucional 2024-2028”: *Ventures Funds Builder*. Estas iniciativas deben continuar y fortalecerse con apoyos institucionales. Adicionalmente, pueden crearse otros fondos dirigidos a apoyar sectores de alto potencial, que consideren desde su diseño las posibilidades de salida del sector en el que se invierte, así herramientas de inversión específicas para hacer atractiva la oferta a diversos inversionistas.

Ante la posibilidad de desarrollar distintos esquemas de inversión de Capital de Riesgo, como lo son las emisiones de capital por parte de empresas o Fondos de Capital de Riesgo, tanto en oferta pública como privada, así como los avales, es crucial que estos esquemas de inversión operen de manera articulada. Debe recordarse que tanto los esquemas de Capital de Riesgo en oferta privada como en oferta pública tienen ventajas y desventajas. Por un lado, la oferta privada es más flexible términos de acuerdos de inversión y está sujeta a un menor escrutinio regulatorio; por otra parte, la oferta pública brinda acceso a mercados abiertos y a una amplia base de inversionistas. Por lo tanto, estos esquemas deben trabajar de manera articulada, ya que existe una oportunidad para que un Fondo en oferta privada pueda realizar la salida de la inversión a través de un Fondo en oferta pública, que opera en un mercado más líquido; a su vez, el Fondo en oferta pública reduciría su riesgo, dado que la empresa ha pasado por un diligenciamiento previo.

En Costa Rica, el mayor desafío es el desarrollo del mercado de Capital de Riesgo, es decir, aumentar su tamaño y liquidez. Para atender este reto resulta indispensable que las oportunidades de inversión sean atractivas a los inversionistas, pues el desarrollo de este tipo de mercados requiere el interés activo de los inversionistas. La realidad es que los inversionistas dirigirán sus capitales hacia donde encuentren un mayor atractivo. Al desarrollar sectores con alto potencial de crecimiento y con altas posibilidades de salida a bolsa, se pueden volver

atractivas las inversiones de Capital de Riesgo atractivas en Costa Rica, atrayendo así oportunidades de levantamiento de capital extraterritorial.

Recomendaciones

En el cuadro 1 proporciona una síntesis de las principales medidas sugeridas para estimular el crecimiento del Capital Semilla y del Capital de Riesgo en Costa Rica. Estas recomendaciones, basadas en el análisis detallado realizado previamente, abarcan diversas áreas clave, desde la promoción de la educación financiera hasta la articulación efectiva de redes de inversionistas y la exploración de sectores con alto potencial de crecimiento. Cada recomendación se fundamenta en la necesidad de fomentar un entorno propicio que no solo facilite el acceso a financiamiento para emprendedores y empresas, sino que también promueva la transparencia, la innovación y el desarrollo económico sostenible en el país.

Cuadro 1

Recomendaciones clave para el impulso de Capital Semilla y Capital de Riesgo en Costa Rica

Recomendaciones	Consideraciones
Impulsar programas de educación financiera que permitan a los emprendedores y empresas fortalecer sus conocimientos en finanzas.	Estos programas tienen como objetivo fortalecer sus conocimientos en finanzas, lo que les permitirá adquirir un claro entendimiento de los instrumentos financieros y, en consecuencia, definir estrategias financieras con una visión a largo plazo.
Impulsar programas integrales de apoyo que permitan a emprendedores y empresas cerrar brechas para alcanzar financiamiento.	Estos programas podrían integrar diversas herramientas de promoción dirigidas a emprendedores y empresas, que les permitan cerrar brechas para alcanzar el financiamiento. Es necesaria la articulación de distintos actores especializados, como incubadoras y aceleradoras, agencias gubernamentales, universidades, fundaciones, organizaciones sin fines de lucro, entre otros.
Identificar los sectores con alto potencial de crecimiento para maximizar las posibilidades de éxito de los emprendedores y empresas.	Dentro de estos sectores, es importante definir los tipos de empresas en las cuales es viable y conveniente realizar inversiones, tanto en esquemas de Capital Semilla como en Capital de Riesgo. Este enfoque estratégico en el uso de herramientas financieras contribuirá al fomento del crecimiento económico.
Impulsar el Programa de Capital Semilla de <i>Arrecifes de Innovación</i> .	Este programa constituye una importante oportunidad para apoyar sectores de alto potencial o desafíos a resolver propuestos por equipos intersectoriales conformados por la sociedad civil.

Recomendaciones	Consideraciones
Fomentar la articulación entre el ecosistema de Capital Semilla y Capital de Riesgo.	Dentro de las opciones de inversión disponibles se incluyen fondos no reembolsables, créditos, inversiones de capital o combinaciones de estos. Estos diversos esquemas financieros pueden ser aplicados en diferentes etapas del ciclo de vida de una empresa, lo que facilita su uso en apoyos secuenciales y estratégicos.
Fomentar el uso de tecnologías financieras digitales (Fintech) en el ámbito del Capital Semilla y el Capital de Riesgo para mejorar la eficiencia y accesibilidad de los productos financieros.	Estas herramientas innovadoras facilitan la evaluación de proyectos, el seguimiento de inversiones y la gestión financiera. Su adopción puede ampliar el acceso al financiamiento, aumentar la transparencia y fortalecer la confianza entre inversores y beneficiarios, dinamizando así el ecosistema financiero.
Fomentar la utilización de instrumentos reembolsables en el ámbito del Capital Semilla.	Aunque los subsidios son comunes en el estímulo empresarial, la evidencia indica que no son la herramienta más efectiva para respaldar a los emprendedores.
Promover la creación de redes de Ángeles Inversores de forma institucionalizada.	Estas redes deben invertir en esquemas de oferta privada, operando de manera organizada para proporcionar respaldo, transparencia y reducir la opacidad en el mercado, en beneficio tanto del emprendedor y la empresa como del inversionista.
Impulsar creación de Fondos de Capital de Riesgo en oferta pública y privada para apoyar sectores de alto potencial, considerando inclusive las posibilidades de salida del sector.	Actualmente la oferta es limitada y deben crearse oportunidades financieras. Se considera que el apoyo público debe ser sostenido y prolongado, pues se deben no sólo generar capacidades humanas para operar los Fondos de Capital de Riesgo, sino que se deben crear estructuras jurídicas, operativas y de gestión, con lo cual el establecimiento de estos fondos resulta en un emprendimiento en sí mismo.
Hacer atractiva la oferta de inversión en Costa Rica, promocionando e invirtiendo en sectores con alto potencial de crecimiento, para maximizar las posibilidades de éxito de los emprendedores y empresas.	Para desarrollar los mercados de Capital de Riesgo, es necesario que haya inversionistas interesados, los inversionistas moverán sus capitales a donde les resulte más atractivo. Lo anterior implica desarrollar tanto la oferta como la demanda, es decir fomentar la creación de

Recomendaciones	Consideraciones
	oportunidades financieras y empresas y emprendedores atractivos para los inversionistas.

Fuente: Elaboración propia

Referencias

- Angel Ventures. 2022. Venture Capital Fund Toolkit. A Guide to Set Up a VC Fund in Latin America and the Caribbean. Washington: Inter-American Development Bank.
- Bullon Patton, David (2021). Arrecifes de Innovación. Diseño de los instrumentos específicos requeridos por la STSBD para impulsar el programa. San José: PEN.
- Consejo Rector del Sistema de Banca para el Desarrollo. 2020. Lineamientos para el apoyo a Proyectos de Capital de Riesgo. San José: Sistema de Banca para el Desarrollo.
- Consejo Rector del Sistema de Banca para el Desarrollo. 2021. Lineamientos para el apoyo a proyectos de Capital Semilla. San José: Sistema de Banca para el Desarrollo.
- Consejo Rector del Sistema de Banca para el Desarrollo y Secretaría Técnica. 2023. Plan Estratégico Institucional. La ruta hace una Costa Rica más próspera incluyente y sostenible. San José: Sistema de Banca para el Desarrollo.
- Decreto Ejecutivo N°43980-MEIC-MAG-TUR
- Dirección Comercial y de Desarrollo y Dirección de Riesgos Sistema de Banca para el Desarrollo. 2023. Modelo de Acreditación y Seguimiento de las Agencias Operadoras de Capital Semilla. Goicochea: Consejo Rector del Sistema de Banca para el Desarrollo. Versión 3.0
- Dirección Comercial y de Desarrollo. 2023. Productos de Capital Semilla. Goicochea: Consejo Rector del Sistema de Banca para el Desarrollo. Versión 1.0
- Fondo Multilateral de Inversiones. FOMIN. 2015. Estudio de Caso. Mercado Alternativo para Acciones (MAPA). Washington: FOMIN
- Kantis, Hugo; Federico, Juan. 2012. Entrepreneurship Policy in Latin America: Trends and Challenges. Schaper, Michael. Government, SMEs and Entrepreneurship Development. London: Routledge. 1st edition. Pages 45-59.
- Ley 7732 “Ley reguladora del mercado de valores”.
- Ley 8634 “Ley de creación del Sistema de Banca el Desarrollo” y sus reformas.
- Ley 9274 “Reforma Integral de la Ley N.º8634 Ley de Sistema de Banca para el Desarrollo, y Reforma de otra Leyes”
- Ley 9695 "Reforma para incentivar los modelos de capital semilla y capital de riesgo para emprendimientos".
- MAPA. 2014. Guía General del Mercado Alternativo para Acciones (MAPA). San Jose: Bolsa Nacional de Valores.

- Mutual Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. 2023a. PROSPECTO Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Sector Avance Empresarial. Costa Rica.
- Mutual Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. 2023b. PROSPECTO Fondo de Inversión de Capital de Riesgo Sector Turismo. Costa Rica.
- OCDE. 2020a. Costa Rica: Review of the Financial System. Paris: OCDE Publishing.
- OCDE. 2020b. Gobierno Corporativo en Costa Rica. Paris: OCDE Publishing.
- OECD. 2020c. Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: An OECD Scoreboard. Paris: OECD Publishing.
- OECD. 2020d. International Compendium of Entrepreneurship Policies. OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship. Paris: OECD Publishing.
- OECD. 2023. The Missing Entrepreneurs 2023: Policies for Inclusive Entrepreneurship and Self-Employment. Paris: OECD Publishing.
- Procomer. 2019. Procomer y SBD Lanzas Primer Programa Público de Capital de Riesgo para PYMES. Comunicado de Prensa: <https://www.procomer.com/noticia/exportador-noticia/procomer-y-sbd-lanzas-primer-programa-publico-de-capital-de-riesgo-para-pymes/>
- Programa Estado de la Nación (PEN). 2024. Plataforma Hipatia del Programa Estado de la Nación. Visitado el 10-2-2024: <https://startups.hipatia.cr/portal/#/red-startups>
- Ramírez, David. Coordinador de Emprendimiento e Innovación Sistema de Banca para el Desarrollo. Entrevista. 18-12-2023.
- Reglamento de Oferta Pública de Valores.
- Super Intendencia General de Valores (SUGEVAL). 2020. Acuerdo SUGEVAL 19-20. Reglamento sobre Fondos de Inversión de Capital de Riesgo. San Jose: SUGEVAL.
- Super Intendencia General de Valores (SUGEVAL). 2024a. Reportes de acreditación de ofertas privadas de valores. Visitado el 15-01-2024: <https://www.sugeval.fi.cr/informesmercado/reportes-de-acreditaci%C3%B3n-de-ofertas-privadas-de-valores>
- Super Intendencia General de Valores (SUGEVAL). 2024b. Fondos de inversión nacional. Visitado el 15-01-2024: <https://aplicaciones.sugeval.fi.cr/Productos/FondosInversiones>

Anexos

Anexo 1

Mapeo de programas de Capital Semilla en Costa Rica

Cuadro 2

Organizaciones que colocan recursos de Capital Semilla, sus programas y naturaleza de los fondos

Organización	Programa	Naturaleza de fondos	Esquema de colocación	Montos	Enfoque
Instituto Nacional de las Mujeres	Fondo de Fomento de Actividades Productivas y de Organización de las Mujeres (Fomujer)	Fondos Públicos No reembolsable	Directo	Hasta 9.000.000,00 CRC	Mujeres empresarias
Fideimas	Ideas productivas	Fondos Públicos Avales	Intermediarios	Variable	Mujeres atendidas por el IMAS
Asociación Costa Rica por Siempre	Gente	Fondos Privados No reembolsable	Directo	Hasta 7.900.000,00 CRC	Emprendimientos Verdes
Fundación Caricaco	Fondos Reembolsables	no Fondos Privados No reembolsable	Directo	Hasta 3.000,00 USD	Soluciones Sociales
Fundación Crusa	Según	Cooperación reembolsable	No Intermediarios	Según apoyado programa	Diversos enfoques
Sistema de Banca para el Desarrollo	Capital Semilla	Fondos Públicos Crédito y no reembolsable	Intermediarios (Cerca de 12 agencias activas)	Según apoyado programa	Diversos enfoques, según cada agencia

Fuente: Elaboración propia con información disponible en la página web de las organizaciones, 2024.

Anexo 2

Agencias Operadoras del Sistema de Banca para el Desarrollo y sus programas

Cuadro 3

Foco de atención de los programas desarrollados por las Agencias Operadoras del SBD que se encuentran activas

Agencia Operadora	Programas y recursos	Focos de atención
Agencia de Desarrollo Empresarial GAT Sur Alto	Puesta en Marcha – No reembolsable	Emprendedores o pymes que requieran potenciar un negocio de reciente creación que se ubiquen en la Zona Sur de Costa Rica
Alianza Empresarial para el Desarrollo (AED)	Puesta en Marcha – No reembolsable Mujeres Crecen – No reembolsable	Emprendedoras, micro y pequeñas empresas lideradas por mujeres
Cámara de Comercio (Inn Up)	Prototipado – No reembolsable Puesta en Marcha – No reembolsable	Emprendedores y Pymes que deseen iniciar o potenciar un negocio, de reciente creación. Los proyectos deberán contemplar alguna de las áreas del Plan Nacional de Ciencia, Tecnología e Innovación de Costa Rica
CATIE	Prototipado – No reembolsable Puesta en Marcha – No reembolsable	Emprendedores, Pymes o Pympas que deseen iniciar o potenciar un negocio rural, de reciente creación. Se apoyan sectores como: forestal y agropecuario, transformación de maderas, desarrollo de sistemas agrícolas innovadores, ecoturismo, entre otros.
Celiem	Prototipado – No reembolsable	Emprendimientos Innovadores en Organizaciones de la Economía Creativa y Cultural, así como Modelos Asociativos, ubicados en las zonas de menor de desarrollo relativo, y que reflejen una oportunidad de impacto social y económico
Fundecor	Prototipado – No reembolsable Puesta en Marcha – No reembolsable	Emprendedores o pymes que requieran potenciar un negocio de reciente creación, que su ubiquen en los territorios de territorios de Sarapiquí, San Carlos, Guápiles, Cariari y Guácimo y alrededores con negocios verdes, productos forestales, emprendimientos agroturísticos y tecnología e innovación aplicada.
Impact Hub	Prototipado – No reembolsable	Distintos focos de atención, según programa:

Agencia Operadora	Programas y recursos	Focos de atención
	Puesta en Marcha – No reembolsable	<ol style="list-style-type: none"> 1. soluciones innovadoras, generadas por emprendedores y pymes, a través de presentación de propuestas ciudadanas a los retos más urgentes que enfrenta el país 2. Iniciativas empresariales incipientes, las mismas deben estarán enmarcadas en campos la química, informática, tecnología de la información, ingeniería, ciencias de la tierra y la vida, matemáticas, física, astronomía y algunas ramas de la psicología de (STEM). Estas iniciativas deberán ser lideradas por mujeres. 3. Proyectos de impacto generados por emprendedores y pymes, que contribuyan a alcanzar los objetivos de desarrollo sostenible. 4. Iniciativas empresariales incipientes relacionada al sector turismo y pertenecer a uno de los territorios de Boruca, Cabagra, China Kicha, Rey Curré, Salitre, Térraba o Ujarrás de la región de Buenos Aires de Puntarenas.
Instituto Tecnológico de Costa Rica (TEC Emprende Lab)	Prototipado – No reembolsable Puesta en Marcha – No reembolsable	Emprendedores y Pymes que deseen iniciar o potenciar un negocio, de reciente creación. Los proyectos deberán incorporar tecnologías existentes de forma innovadora o bien, plantear nuevas tecnologías. Adicionalmente, los giros de negocio deben generar impacto económico, social y/o ambiental circunscrito a los Objetivos de Desarrollo Sostenible.
Procomer	Programas de fondos no reembolsables	Diferentes programas de apoyo a la internacionalización.

Agencia Operadora	Programas y recursos	Focos de atención
UCR (DIPROVID / AUGE)	Prototipado – No reembolsable	Distintos focos de atención, según programa:
	Puesta en Marcha – No reembolsable	Emprendedores, micro y pequeñas empresas, de reciente creación, que desarrollen empresas del sector creativo y cultural.
	Fortalecimiento – Reembolsable	Emprendedores, micro y pequeñas empresas, de reciente creación, que desarrollen empresas con modelos de negocios repetibles y escalables, con potencial de crecimiento
		Emprendedores que planteen proyectos de innovación tecnológica en los sectores de salud y bienestar, sociedad inteligente, ambiente y energía y agroalimentario. Los emprendedores deberán contar con un equipo de trabajo compuesto por personal de investigadores y/o diseñadores.

Fuente: Elaboración propia con información disponible en la página web del SBD, 2024.