



UNIVERSIDAD DE BELGRANO

# Las tesinas de Belgrano

**Facultad de Ciencias Económicas  
Licenciatura en Administración**

**Hacer Venture Capital en Argentina:  
Una visión a largo plazo**

**Nº 58**

**Ariel O. Pereyra**

Tutor: Leonardo Fernández

**Departamento de Investigación  
Julio 2002**



## Agradecimientos

A mi familia por todo el amor y apoyo.

A Leonardo Fernández, mi tutor, por su predisposición, profesionalismo y crítica. Su ayuda me permitió lograr una mayor clarificación de las ideas.

A los entrevistados y encuestados, Carlos Adamo (PCP Inversiones), Federico Agardy (Antartic Ventures), Sebastián Bardengo (The Boston Investment Group), Marcelo Camberos (J.P. Morgan Partners), Martín Castrillo (Next International), Manuel Prieto Gomez, Juan Manuel Marrone (Pegasus Venture Capital), Julián Mellicovsky (Dolphin Interventures), Marcelo Pestarino (UBS Capital), Esteban Sosnik (Penguincircle), Carlos Wagener (HSBC Private Equity Latin America), Eduardo Wegman (Inverpymes), Federico Weil (SLI Ventures), por su tiempo y colaboración.

15 de abril de 2002



## Resumen

El venture capital es financiamiento para proyectos con gran potencial de crecimiento y generación de valor. Esta nueva opción de financiamiento se desarrolló en Argentina desde fines de 1997. Aunque su evolución se dio en un período de tiempo mucho más abreviado que en EEUU, sirvió para autoseleccionar a los participantes de la industria y para que éstos adquirieran mayor experiencia.

Existen seis factores que afectan a la actividad del VC en general: (1) Estrategia de salida; (2) Recursos humanos; (3) Asimetría de la información; (4) Fondos de pensión privados; (5) Variables macroeconómicas; y (6) Participación del Estado. El grado en que éstos afecten la industria del venture capital dependerá de la realidad de cada país. En Argentina, estos seis factores limitan el desarrollo de la actividad del VC, especialmente la inestabilidad económica y política y la falta de un mercado de capitales activo.

Este trabajo explora dos factores determinantes para el desarrollo de la actividad del VC en Argentina: el potencial de desarrollo de los mercados y la necesidad de fuentes de financiamiento.

**Palabras claves:** Argentina, venture capital, determinantes del venture capital.



## Índice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>I. Introducción.....</b>                                    | <b>9</b>  |
| <b>II. ¿Qué es el Venture Capital?.....</b>                    | <b>10</b> |
| <b>III. Algo de historia.....</b>                              | <b>11</b> |
| 1. El VC en su país de origen, Estados Unidos.....             | 11        |
| 2. El desarrollo del VC en Sudamérica.....                     | 12        |
| <b>IV. La Importancia del Rol que Desempeña el VC.....</b>     | <b>13</b> |
| 1. Fuente de financiamiento para proyectos riesgosos.....      | 13        |
| 2. Intermediario entre oferentes y demandantes de capital..... | 14        |
| 3. Financiación con patrimonio.....                            | 14        |
| 4. Generador de innovación.....                                | 14        |
| <b>V. Los Participantes y el Negocio.....</b>                  | <b>15</b> |
| 1. Los Participantes.....                                      | 15        |
| 2. El Negocio.....   | 16        |
| 2.1. La inversión.....   | 16        |
| 2.2. La estructura de la negociación.....                      | 16        |
| 2.3. No simplemente fuentes de financiamiento.....             | 17        |
| <b>VI. Determinantes del Venture Capital.....</b>              | <b>18</b> |
| 1. Estrategia de salida de la inversión.....                   | 18        |
| 2. Recursos Humanos.....                                       | 19        |
| 3. Asimetría de la información.....                            | 19        |
| 4. Fondos de pensión privados.....                             | 20        |
| 5. Variables macroeconómicas.....                              | 20        |
| 6. Participación del Estado.....                               | 20        |
| <b>VII. El Venture Capital en Argentina.....</b>               | <b>22</b> |
| 1. Características de la industria local del VC.....           | 22        |
| 2. Determinantes del Venture Capital en Argentina.....         | 23        |
| 2.1. Estrategia de salida de la inversión.....                 | 24        |
| 2.2. Recursos Humanos.....                                     | 26        |
| 2.3. Asimetría de la información.....                          | 26        |
| 2.4. Fondos de pensión privados.....                           | 26        |
| 2.5. Variables macroeconómicas.....                            | 27        |
| 2.6. Participación del Estado.....                             | 27        |
| 2.7. Potencial de desarrollo de los mercados.....              | 27        |
| 2.8. Necesidad de fuentes de financiamiento.....               | 28        |
| <b>VIII. Conclusión.....</b>                                   | <b>29</b> |
| <b>IX. Referencias bibliográficas.....</b>                     | <b>30</b> |





## I. Introducción

Desde fines de 1997 se desarrolló en Argentina una opción de financiamiento para emprendimientos y pequeñas empresas diferente a las existentes: el venture capital o capital de riesgo. Esta alternativa, muy conocida en los países desarrollados, es un concepto nuevo en las economías emergentes.

El venture capital (en adelante VC) es financiamiento para proyectos con gran potencial de crecimiento y generación de valor. Aparejado a lo promisorio de los proyectos se encuentra el riesgo inherente en este tipo de empresas. Por este riesgo adicional que significa invertir en emprendimientos, empresas poco afianzadas en el mercado, ideas innovadoras, nichos de mercado, entre otros, el inversor espera lograr altos retornos que justifiquen la inversión.

Originado en Estados Unidos en 1946, el venture capital constituye un importante motor para el desarrollo de la nueva economía. En Argentina, el desarrollo de esta nueva actividad tomó impulso entre 1998 y 1999 con el auge de los negocios de Internet. Casos exitosos como el de Patagon.com o el Sitio fueron un incentivo para la creación de nuevas empresas ávidas de capital. Lo mismo ocurrió del lado de la oferta de capitales, diferentes proyectos intentaban imitar el éxito de Patagon.com.

No tomó mucho tiempo para que pudieran apreciarse los resultados. La realidad no fue lo que aquellos proyectos prometían. Desde ese momento, la actividad de la embrionaria industria del VC en Argentina ganó experiencia y comenzó a crecer.

Existen varios factores que influyen en el desarrollo de la industria del venture capital. La bibliografía señala que un mercado de capitales activo es un factor crítico para el desarrollo de la industria del VC. En Argentina existe un mercado de capitales poco activo (pequeño y con altos costos de entrada (Pereiro, 2001)), elemento generalmente característico de las economías emergentes<sup>1</sup>, a lo que habría que sumarle la situación macroeconómica desfavorable. Más allá de ello, se hace venture capital. Lo cual lleva a preguntarse qué motiva a hacer VC en Argentina.

La hipótesis que se plantea en el trabajo es la siguiente: Dada la poca actividad del mercado de capitales argentino y el entorno macroeconómico desfavorable, la decisión de hacer VC en Argentina está motivada por el potencial de desarrollo de los mercados y la necesidad de fuentes de financiamiento para empresas en crecimiento.

El trabajo está dividido en dos partes. La primera parte es básicamente teórica y su desarrollo se basó de la recolección de datos bibliográficos. Esta sección comienza definiendo lo que es venture capital y lo que implica. A continuación se presenta un resumen de los puntos más importantes de la historia del VC en su país de origen y en Sudamérica. Luego se plantea la importancia del rol que desempeña el VC, constituyéndose este punto en la motivación para la elección del tema. Y por último se detallan los participantes de la industria del VC y su funcionamiento.

La segunda parte de la tesina vuelca el trabajo de campo realizado. Para su desarrollo se valió principalmente de entrevistas personales y también de cuestionarios enviados vía correo electrónico. Se abarcó un total de 13 fondos privados de inversión, de los cuales 10 de ellos fueron relevados empleando la primer herramienta de recolección de datos nombrada y 3 a través de la segunda herramienta. Dichos fondos fueron seleccionados de los listados publicados por la Fundación Endeavor y la Fundación Invertir Argentina (Fundación Endeavor, 2001 y Fundación Invertir Argentina, 2001).

En lo que refiere a la estructura, la segunda parte cuenta con dos grandes puntos. El primero detalla las características de la industria local del VC, como son los retornos medios esperados en el sector, el tipo de proyectos que se financian, las áreas de la economía a las cuales los fondos dirigen su mirada y las características del mercado de capitales local, entre otros. El segundo punto presenta los determinantes del VC en Argentina. Como contraste a estos dos puntos desarrollados en la primer sección y que hacen referencia al VC en EEUU, esta segunda parte busca presentar el valor agregado del trabajo. Luego de delinear la realidad del VC local en el primer punto, el segundo presenta el grado de influencia que tienen los determinantes del VC en el país; y verifica la hipótesis planteada en la tesina, mostrando que el potencial de desarrollo de los mercados y la necesidad de fuentes de financiamiento se convierten en dos factores determinantes y decisivos para hacer VC en el Argentina. De esta manera se da paso al planteo de conclusiones como punto de cierre del trabajo.

Como se verá en el punto VII, la industria local del VC no se encuentra tan desarrollada como la industria estadounidense. Por lo tanto, la diferenciación entre fondos que hacen VC y private equity no es tan visible.

---

1. La estructura financiera de un país puede estar basada en el mercado (Market-Based) o en los bancos (Bank-Based). Los países menos desarrollados son los que presentan una mayor cantidad de estructuras basadas en los bancos ya que i) no tienen un sistema legal fuerte, confiable y desarrollado, y ii) no tienen un desarrollo general de su sistema financiero elevado (Geandet, 2001).

Esto explica que en el párrafo anterior se hable de fondos privados de inversión sin distinción. Otro punto a tener en cuenta es que los resultados obtenidos en el trabajo son de carácter cualitativo, dado lo embrionario de la industria y la poca información disponible.

## II. ¿Qué es el Venture Capital?

El definir el Venture Capital permitirá tener una clara percepción de los puntos desarrollados a lo largo del trabajo.

Las empresas tienen dos formas de financiar sus actividades: vía créditos –bancarios o de sus proveedores- o por intermedio de la incorporación de capital (Fundación Invertir Argentina, 2001). Para esta última opción, las empresas tienen como alternativa válida recurrir a los fondos privados de inversión (Private equity funds). Los principales tipos de financiamiento realizados por los fondos privados de inversión son el VC, las compras apalancadas (leveraged buy-outs - LBO) y las compras por la gerencia (management buy-outs - MBO). Estos dos últimos tipos de financiamiento se emplean usualmente en compañías más maduras. En un LBO, se emplea deuda para adquirir la empresa y reducir su patrimonio. Los MBO son LBO donde la gerencia actual toma control de la compañía (BVCA, 1998).

La distinción de tipos de financiamiento citada anteriormente, es la que se emplea en EEUU. En Europa, el término VC engloba también las compras apalancadas y las compras por la gerencia (BVCA, 1998).

El venture capital es financiamiento para proyectos con gran potencial de crecimiento y generación de valor (Gompers, 1992). Aparejado a lo promisorio de los proyectos se encuentra el riesgo inherente en este tipo de empresas. Por este riesgo adicional que significa invertir en emprendimientos, empresas poco afianzadas en el mercado, ideas innovadoras, nichos de mercado, entre otros, el inversor espera lograr altos retornos que justifiquen la inversión. Cualquier tomador de decisiones racional espera una compensación por asumir mayores riesgos (Weston et al., 1998). En EEUU, los socios capitalistas esperan retornos entre 25% y 35% anual sobre la inversión (Zyder, 1998).

Los inversionistas, que pueden ser instituciones o no, invierten tanto en empresas públicas (entendiendo como públicas aquellas que cotizan en bolsa) como privadas, de acuerdo al tipo de proyecto que se decida financiar. Al hacer VC, el socio accionista compra un porcentaje accionario de la empresa a cambio del capital requerido por ésta. Es lo que se conoce como equity financing o financiación con patrimonio (Fundación Endeavor, 2001).

La definición del VC propiamente dicha, es decir venture capital puro, comprende tres tipos de inversión durante la etapa de adolescencia de la empresa: (a) capital semilla o capital inicial (seed); (b) financiación de empresas que recién inician sus actividades (startups: empresas jóvenes); y (c) inversiones para expansión o crecimiento (Jeng et al., 1998).

El capital semilla es el primer tipo de financiamiento que buscan los fundadores de una empresa. Estos fondos se emplean para explorar más a fondo el potencial de la idea, realizar investigaciones de mercado y desarrollo productos. Es la financiación previa a la puesta en marcha del negocio.

Cuando la empresa deja de encontrarse en el estadio de idea y comienza su rueda operativa (producir, distribuir y vender sus productos) se transforma en una startup. Las compañías en esta etapa todavía utilizan más dinero del que generan, una realidad que explica la importancia del financiamiento.

Luego que una empresa pasó su etapa inicial de desarrollo, se convierte en un potencial candidato para inversiones en etapa de expansión o crecimiento. En este estadio la empresa ya estableció su producto en el mercado y necesita capital adicional para fondear el crecimiento de su capacidad de producción y de distribución, así como invertir en investigación y desarrollo (I&D).

Es interesante destacar la presencia de otros agentes en el estadio inicial de un proyecto conocidos como ángeles inversores (angels investors) o simplemente ángeles. Ellos representan el sector informal del mercado de capital de riesgo. Los ángeles son personas de negocios en buena posición que están dispuestos a tener cierta participación en el patrimonio de una empresa a cambio del dinero que prestan. Sin embargo, esto no es suficiente para firmas que necesiten una sustancial cantidad de dinero, ya que los montos invertidos por los ángeles suelen ser inferiores a los 100.000 dólares (Gompers, 1992).

Existen diferentes tipos de ángeles (Vcapital). En EEUU, por ejemplo, se encuentran los ángeles DDF - doctors, dentists, friends and family- (doctores, dentistas y amigos y familia). Usualmente estos ángeles son benignos para el emprendedor en lo que refiere a la flexibilidad que ofrecen con los plazos de crédito y la exigibilidad del capital prestado. Pero por otro lado encontramos una desventaja, el aporte de estas fuentes de financiamiento es pobre si miramos a los consejos, información útil o contactos en el mercado que puedan brindar. La ventaja es que son fáciles de tratar, se preocupan por el emprendedor y lo que está tratando de lograr; y muchas veces no les preocupa demasiado los retornos que pueda generar el proyecto que están financiando.

Otros ángeles aparecen en forma de emprendedores exitosos, abogados, contadores o cualquiera con dinero extra e inclinación por inversiones de alto riesgo. Este tipo de ángeles pueden ser la mejor apuesta del emprendedor porque ellos ya han estado en su lugar y lo han hecho. Los consejos sobre el negocio de estos inversores y los contactos que puedan traer muchas veces pueden llegar a convertirse en la diferencia entre el éxito o el fracaso. El lado menos positivo es que algunos pueden llegar a interesarse demasiado en el negocio e intrometarse; o que los consejos o la información que puedan brindar no sea del todo valiosa. Esto último ocurre cuando su experiencia personal en los negocios se aleja de la naturaleza del proyecto que financian.

Las inversiones que realizan los ángeles suelen ser más intuitivas que analíticas, apuestan más al emprendedor que al producto o la oportunidad de mercado.

### III. Algo de historia...

#### 1. El VC en su país de origen, Estados Unidos

La razón principal para la inclusión del presente punto es tratar de visualizar los estadios por los que pasó la industria de venture capital con el más rápido crecimiento del mundo, éxito que muchos países tratan de copiar (Kortum et al., 1998).

Para dar un recorrido objetivo y condensado de los momentos más importantes que ayudaron a delinear la industria del VC en EEUU, se realizó una compilación de la información presentada por Gompers (1992) y Kortum y Lerner (1998). Estos tres expertos en el tema se complementan muy bien. Kortum y Lerner hacen referencia a los hitos de la industria del VC en EEUU, y Gompers aporta una mirada más crítica, presentando lo que podrían llamarse desventajas o momentos negativos por los que atravesó el VC.

Los comienzos de la industria moderna del venture capital en EEUU se desarrolló a fines del siglo XIX y principios del siglo XX. Diferentes familias adineradas empezaron a buscar diferentes alternativas para invertir en emprendimientos tecnológicos que se vislumbraban con gran potencial de generar altos retornos.

Por ejemplo, en 1874 cuando Scot Alexander Graham Bell necesitaba dinero para completar sus primeros experimentos con el teléfono, recibió la ayuda de Gardiner Green Hubbard - un abogado de Boston - y Thomas Sanders - un comerciante de cueros de Salem. Estas personas son las mismas quienes más tarde financiarían a Bell Telephone Co. en Boston.

De todas maneras, el mercado del capital de riesgo permanecería desorganizado y fragmentado hasta casi mediados del siglo XX. La industria formal del venture capital en EEUU comienza en 1946, con la formación del primer fondo llamado American Research and Development (ARD); fundado por el presidente del MIT (Massachusetts Institute of Technology) -Karl Compton-, el CEO de Massachusetts Investors Trust -Merrill Griswold-, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Boston -Ralph Flanders- y un profesor de Harvard Business School -General George F. Doriot-. Esta compañía se dedicó a financiar las aplicaciones comerciales de tecnologías desarrolladas en la Segunda Guerra Mundial, lo cual la llevó a ser muy exitosa.

Doriot era el corazón y el alma del ARD, y fue justamente llamado "el padre del venture capital". Doriot se enfocó en agregar valor a las compañías, brindándoles información de la industria y experiencia en la conducción de empresas, más allá de facilitarles el dinero que necesitaban.

La primera inversión de ARD fue en 1947 en la Compañía de Ingeniería de High Voltage. Esta firma, fundada por varios profesores de MIT, se creó para desarrollar la tecnología de rayos X para el tratamiento del cáncer. Cuando High Voltage se hizo pública (IPO) en 1955, la inversión original de \$ 200.000, fue valuada en \$ 1.8 millones.

El mayor éxito de ARD fue su inversión en DEC (Digital Equipment Company); inicialmente invirtió \$70.000 por el 77% de la empresa. Luego de 15 años la inversión se valuó en \$ 355 millones.

En 1958, el gobierno estadounidense decidió jugar un rol activo en promocionar el desarrollo de las pequeñas empresas, para lo cual se convirtió en participante y regulador del financiamiento dirigido a este tipo de empresas (SBIC's -Small Business Investment Companies). Se creó la Administración de Pequeñas Empresas -The Small Business Administration. Este organismo difería del ARD en que se limitaba casi solamente a proveer dinero; y lo hacía financiando a las empresas con deuda. Los problemas aparecieron rápidamente, y demostraron que el organismo estatal estaba dirigido a un sector de empresas más estable.

El éxito de ARD indujo a la creación de nuevas firmas de VC en la década de 1970. Muchos eran miembros de ARD, por lo que continuaron la visión de Doriot, los nuevos socios capitalistas eran capitalistas activos.

Don Valentine, discípulo de Doriot y ex gerente de marketing de National Semiconductor financió en 1976 a Steven Jobs y Stephen Wozniak con su startup, Apple Computer. Además, convenció a A.C. Markkula Jr.,

un joven gerente de Intel, para que sea presidente de Apple. Antes de la oferta pública Apple recibió \$ 3.5 millones, fondos provenientes de VC. Esa inversión alcanzó el valor de \$ 271 millones en diciembre de 1980, cuando Apple salió a cotizar en bolsa.

Antes de la década de 1980, la industria del VC se hallaba en un estado incipiente. El flujo de dinero manejado por la industria del VC aumentó drásticamente durante la década de 1980. En 1987, \$ 4.900 millones se destinaron a nuevos fondos.

El incremento en el VC coincidió con dos cambios legislativos importantes. El primero fue en 1978 con el Acta de Ingresos (Revenue Act) que bajó la tasa del impuesto a las ganancias de 49.5% a 28%. El segundo fue en 1979 con la modificación del reglamento del "hombre prudente" (prudent man rule) que permitía explícitamente a los fondos de pensión invertir en venture capital. Antes de 1979, el Acta de Seguro de Retiro para los Empleados (Employee Retirement Income Security Act -ERISA-) de 1974 impedía que los fondos de pensión invirtieran importantes sumas de dinero en activos de alto riesgo.

Ambos cambios fueron favorables a nivel de inversión, pero el impacto a largo plazo que tuvo la modificación del '79 fue substancialmente mayor a la del '78 (Gompers et al., 1999).

Muchos profesionales argumentan que la reducción del impuesto a las ganancias influyó en gran medida el aumento de la inversión en VC. La reducción bien pudo haber tenido un efecto marginal, pero el impacto general fue bastante pequeño. Esto es así ya que el 70% del dinero que fluye en el mercado del VC proviene de fuentes exentas de impuestos, como los fondos de pensión, fundaciones y empresas extranjeras.

En 1978, cuando se invirtieron \$ 424 millones en nuevos fondos de capital de riesgo, los individuos poseían la mayor participación con el 32% y los fondos sólo el 15%. Ocho años más tarde, cuando se invirtieron \$ 4.000 millones, los fondos de pensión habían participado en más del 50% de las contribuciones. Esto puede explicarse por los bajos rendimientos que tenían los bonos y las acciones en los '70, mientras que los socios capitalistas estaban ganando más de 25% por año. Los fondos de pensión se vieron atraídos por los retornos logrados por el VC.

Gompers (1992) señala que se produjo una dicotomía en los horizontes visualizados. Los fondos de pensión tenían una visión cortoplacista del VC. Esto produjo que las inversiones en VC se deterioraran, ya que los gerentes de los fondos de pensión no podían permitirse obtener bajos retornos y generaban presión sobre los socios capitalistas. A lo anterior habría que agregar la aparición de muchos fondos de VC inexpertos, en respuesta a la gran oferta de capitales existente y pocos proyectos que financiar. Como resultado y en mira a obtener altos rendimientos, muchas empresas fueron sobrevaluadas y llevadas a cotizar en bolsa antes de tiempo.

El fracaso de varias inversiones llevó a que se redujeran los retornos de la industria del venture capital. Esto a su vez ocasionó que se corrigieran los excesos de capital. Las empresas de venture capital que tuvieron un mal desempeño fueron desapareciendo, es decir, se produjo una autoselección. Y como consecuencia última, el mercado del venture capital ganó mayor experiencia.

## 2. El desarrollo del VC en Sudamérica

En Sudamérica, el desarrollo de la industria del capital de riesgo se dio en cuatro fases: (a) Privatización, (b) Fondos privados de inversión (Private equity), (c) Auge de las tecnológicas y (d) Reestructuración (Baltin et al., 2001).

En la primer fase (1980-1994) se produce el mayor número de privatizaciones de empresas estatales. En 1983 Argentina vuelve a tener un Estado democrático, lo mismo sucede con Brasil en 1985 y Chile en 1989. Este cambio produjo que los inversores extranjeros dirigieran su mirada a la región. Antes de la década de 1980, en Sudamérica no se conocía el concepto de las inversiones realizadas por los fondos privados de inversión. La razón: la existencia de grandes monopolios y empresas estatales no dejaba mucho espacio para las adquisiciones por parte del sector privado.

Para finales de los 80 y principios de los 90, la situación se revierte cuando los Estados deciden privatizar muchas de las empresas de su propiedad. Las ineficiencias acarreadas por éstas generaron grandes oportunidades para realizar turn-arounds. Los primeros actores en explotar este nuevo mercado fueron los bancos y las compañías de seguro. A éstos les siguieron grupos familiares locales que controlaban grandes conglomerados industriales y buscaban diversificarse. De este modo, hacia finales de la fase uno aparecen los primeros jugadores de private equity puro; en 1992 el Exxel Group en Argentina y en 1993 GP Invetimentos en Brasil.

La segunda fase (1995-1998), se caracteriza por la aparición de los fondos privados de inversión (Private equity). Muchas empresas comienzan a enfrentar la desregulación de su mercado y la competencia, para lo cual necesitan capital para invertir y competir. En esta etapa se produce la profesionalización de los fondos privados de inversión y se sientan las bases para la proliferación del VC en Sudamérica.

Los inversores, con marcada presencia de capitales norteamericanos, encontraron diversos problemas en la región. Las empresas familiares no tenían muy claro el concepto de inversiones con participación en el capital de la empresa y eran reticentes a ceder el control de los negocios. Por otro lado, los sistemas de control e información con los que contaban las empresas generalmente eran insuficientes y los equipos de gerentes no siempre eran los mejores, ya que generalmente se trataba de puestos ocupados por allegados familiares. No sólo resultó difícil la remoción de los gerentes existentes, sino también la búsqueda de buenos gerentes locales nuevos.

Más allá de los problemas operativos de las empresas financiadas, los escenarios macroeconómicos que los inversores preveían que mejoraran, no lo hicieron. A su vez, comenzó a evidenciarse la falta de opciones de salida de la inversión. La crisis de Rusia afectó a Brasil. Como consecuencia se produjo un efecto dominó sobre Argentina y Chile.

Los fondos privados de inversión enfrentaron el hecho de no haberse probado aún cuán rentable era hacer private equity en Sudamérica; no tuvieron mucho éxito pero adquirieron experiencia en la región. Tras esto, los gerentes de los fondos modificaron sus estrategias para organizarse en asociaciones y enfocarse a puntos determinados, ya sea un país, un grupo de países o una industria.

En la tercera fase (1999-5/2000) se produce el auge de las empresas tecnológicas y relacionadas con internet. El número de fondos privados de inversión aumentó, pero el volumen de dinero manejado fue inferior a 1998. Mientras que el monto de las inversiones, que iba de \$50.000 a \$10 millones, era de menor tamaño que las operaciones de private equity realizadas en años anteriores por los fondos privados de inversión.

En esta etapa prolifera el modelo del VC en Sudamérica y aparecen los primeros fondos orientados a este tipo de inversiones. Las salidas de StarMedia y ElSitio al Nasdaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) generaron grandes expectativas para las nuevas empresas de internet. En marzo del 2000 el Banco Santander compra a Patagon.com en \$855 millones, a dos años de la inversión de \$4 millones de Chase Capital por el 30% de participación en la empresa. Invertir en negocios de internet prometía tan altos retornos que muchos de los grandes fondos que hacían private equity se volcaron a financiar estos proyectos más jóvenes. Además veían que estos últimos no presentaban las dificultades que habían encontrado en la segunda fase.

El error cometido por muchos inversores durante esta etapa fue no haber analizado la viabilidad de los proyectos, y haberse volcado a invertir siguiendo una moda más que basarse en el análisis (Baltin et al., 2001).

La cuarta y última fase (6/2000 – 8/2001) se caracteriza por la reestructuración que se produce en la industria del VC. La corrección del Nasdaq en marzo del 2000 tuvo su repercusión en Sudamérica. Para agosto de ese año, los inversores tomaron una posición de mayor precaución y la mayoría congeló las nuevas inversiones.

Las consecuencias de la corrección fueron: (a) el número de inversiones cayó un 50% en la segunda mitad del 2000; (b) la mayoría de los fondos de VC que habían surgido en la etapa anterior desaparecieron rápidamente y aquellos grandes fondos privados de inversión, que direccionaron capitales a inversiones de venture capital, volvieron su mirada a empresas más maduras; y (c) los fondos realizaron un seguimiento más estricto de la evolución de las empresas de su cartera, aumentando su participación en el manejo de éstas.

Sin embargo la corrección del Nasdaq tuvo aspectos positivos en la industria del capital de riesgo: (a) las valuaciones de las empresas se basaron más en el análisis; (b) se alejaron gran parte de los emprendedores oportunistas, el número de planes de negocios recibidos por los fondos se redujo de 150-200 a 40 por mes; (c) aumentó la calidad de los planes de negocios presentados; y (d) la reducción del número de negociaciones permitió un análisis más a fondo de las oportunidades.

## IV. La Importancia del Rol que Desempeña el VC

Los factores que delinear la importancia del VC en la economía de un país son:

(1) fuente de financiamiento para proyectos riesgosos; (2) intermediario entre oferentes y demandantes de capital; (3) financiación con patrimonio; y (4) generador de innovación.

### 1. Fuente de financiamiento para proyectos riesgosos

El venture capital llena un vacío que se produce por la estructura y las reglas del mercado financiero. Una persona que tiene una nueva idea o pretende desarrollar una nueva tecnología y busca financiamiento, no tiene otra entidad a quién dirigirse más que recurrir al VC. Existen limitaciones a las tasas de interés que los bancos pueden cobrar sobre los préstamos, y el nivel de riesgo inherente en los empresas jóvenes justifica

tasas más altas. Por lo tanto, los bancos sólo financiarían nuevos proyectos si existieran activos tangibles contra los cuales securitizar la deuda. En una economía como la actual, basada en la información, pocas empresas jóvenes tienen activos tangibles que permitan realizar la operación (Zyder, 1998).

La falta de activos tangibles también se explica por el inicio de actividades de la empresa. A su vez esto está relacionado con la falta de indicadores de desempeño de la empresa en el pasado, algo a lo que los bancos prestan gran atención al momento de conceder un préstamo.

Jeng y Wells (1998) afirman que el valor de las empresas jóvenes se halla en su potencial de crecimiento a futuro y muy poco en los activos tangibles que poseen en la actualidad. Las perspectivas a futuro de una empresa sin basamento en su desenvolvimiento en el pasado no sirven como garantía para las entidades bancarias, y menos si no se poseen activos tangibles.

## **2. Intermediario entre oferentes y demandantes de capital**

Jeng y Wells (1998) también plantean que las firmas de VC sirven como intermediarios en un mercado donde tomadores y prestadores encuentran costoso reunirse. Los costos a los que se refieren son los que se generan por la selección de la fuente de financiamiento, costos de administración, coordinación de la información y esfuerzos de investigación.

## **3. Financiación con patrimonio**

A pesar de que los bancos cumplen un importante rol como intermediarios financieros, el financiamiento ofrecido por éstos no es el óptimo para el desarrollo de nuevos proyectos. En sus comienzos las empresas jóvenes requieren gran cantidad de fondos para poder solventar su crecimiento, por lo cual el financiamiento basado en la adquisición de deuda generalmente resulta inapropiado. Al contraer deuda la compañía restringe estrictamente su flujo de fondos, ya que debe hacer frente al reembolso del capital más la cancelación de los intereses. Lo que hace atractivo al VC es la soltura que ofrece el tipo de estructura de financiación con patrimonio (Jeng et al., 1998). Además, este tipo de firmas enfrentan varios años de resultados negativos, por lo que les es imposible cancelar los intereses generados por las obligaciones contraídas (Gompers, 1992).

Lo anterior quedó comprobado a finales de la década de 1960, cuando el mercado estadounidense para la oferta pública inicial era muy activo y muchas empresas financiadas por el Estado (SBIC's) se hicieron públicas. La recesión de 1973-1974 afectó duramente a las pequeñas empresas. Estas no podían hacer frente al pago de los intereses, ni la Administración podía cumplir con sus obligaciones. Muchas entraron en convocatoria. En 1988, La Administración de Pequeñas Empresas representaba el 7% del financiamiento de VC, cuando 25 años atrás realizaba el 75% de las inversiones. Compañías como ARD y las firmas financiadas por ésta sobrevivieron varias recesiones porque ambas se basaban en financiamiento con patrimonio (Gompers, 1992).

## **4. Generador de innovación**

Otro factor interesante a nombrar y que tiene características más macro, es la influencia del venture capital en la generación de innovación y por ende, el desarrollo de la economía. Se plantea una relación directamente proporcional entre los fondos manejados por el VC y el número de innovaciones patentadas. Para llegar a este planteo, se estudiaron las 20 industrias más representativas del sector manufacturero de EEUU. Los resultados que arroja la investigación estiman que un dólar de VC puede llegar a ser 10 veces más efectivo que 1 dólar de I&D corporativo. Y se le acredita al venture capital el 15% de las innovaciones industriales en EEUU en el período que abarca de 1983 a 1992 (Kortum et al., 1998).

Por el contrario Bob Zyder (1998) dice: "Contrariamente a la percepción popular, el venture capital sólo juega un rol menor en fondear la innovación básica". Plantea que en 1997, en EEUU los socios capitalistas invirtieron 10.000 millones de dólares, pero sólo el 6% (600 millones de dólares) financió empresas jóvenes. Además, se estima que menos de 1000 millones se destinó a I&D. La mayor parte del capital se empleó para continuar financiando proyectos financiados inicialmente por el gobierno (63.000 millones de dólares) y corporaciones (133.000 millones de dólares).

Zyder (1998) afirma que el VC juega su rol más importante en la siguiente etapa del ciclo de vida de una innovación. Estima que más del 80% del dinero que invierten los socios capitalistas se destina a la construcción de la infraestructura requerida para hacer crecer un negocio, tanto en gastos para la fabricación, marketing y ventas, como para proveer activos fijos y capital de trabajo (un Balance General más fuerte).

La divergencia planteada anteriormente no parece ser de fondo sino de forma. Zyder plantea que el venture capital está financiando innovaciones más que generándolas. De todas formas, el hecho de estar presente en una etapa posterior del proceso de innovación propicia el que se bajen a la realidad y se desarrollen ideas. Esto es así, ya que los empresarios saben que cuentan con alternativas para conseguir financiamien-

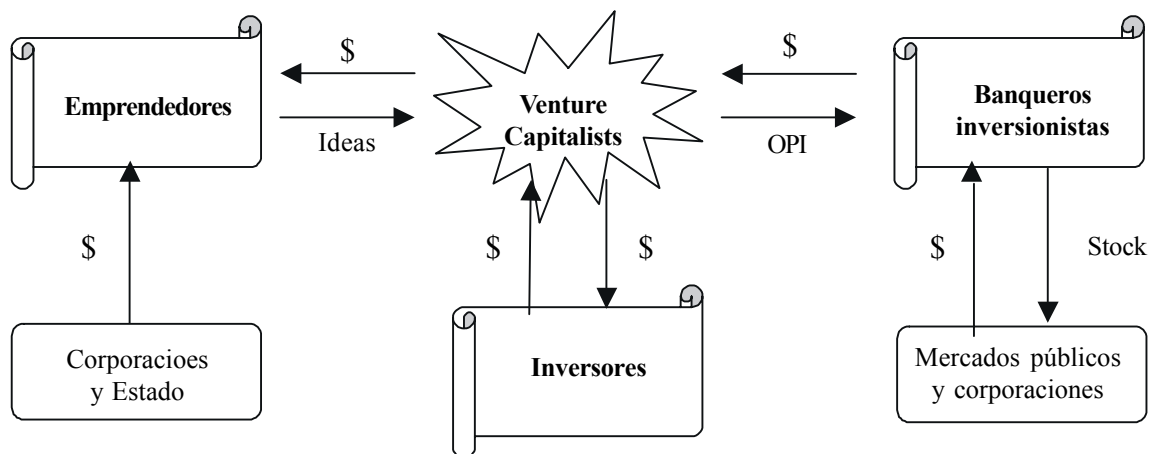
to. Naturalmente, no se está hablando de cualquier tipo de proyecto, como se definió en el punto II, proyectos con gran potencial de crecimiento. La invención y la innovación, según Bob Zyder, son los motores de la economía de EEUU.

Por su parte Gompers (1992) afirma que las pequeñas empresas y el desarrollo de nuevos proyectos se han convertido en potentes fuerzas de desarrollo económico en EEUU. Antes de 1980, las grandes empresas generaban la mayoría de los nuevos empleos en la economía estadounidense. En la década de los '90 se produjo un cambio estructural. Las 500 empresas de la revista Fortune perdieron 4 millones de puestos, y a su vez, empresas con menos de 100 empleados generaban 16 millones de puestos de trabajo adicionales. Esta fue la primera vez en el siglo XX que ocurrió el cambio de grandes a pequeñas empresas; lo que también representó un cambio en la naturaleza del crecimiento de la economía estadounidense. Este cambio drástico realzó la eficiencia de las fuentes de capital destinadas a financiar empresas jóvenes.

La buen desempeño de las empresas financiadas por VC demuestra que el VC ha sido muy exitoso al fondear empresas con tecnologías innovadoras y un tremendo potencial de crecimiento. Compañías como Apple, Compaq, Digital Equipment Corporation, Intel, Microsoft y Sun Microsystems recurrieron todas al VC (Jeng et al., 1998).

## V. Los Participantes y el Negocio

### 1. Los Participantes



Fuente: Zyder, 1998.

Bob Zyder presenta a la industria del venture capital formada por 4 participantes principales:

- los emprendedores que necesitan financiamiento,
- los inversores que buscan altos retornos,
- los banqueros inversionistas que necesitan compañías para vender, y
- los venture capitalists o socios capitalistas que generan su ganancia al crear un mercado para los otros 3 jugadores.

La idea del VC es invertir en el balance general de una compañía y su estructura hasta que alcanza un tamaño y credibilidad suficiente. De esta manera puede ser vendida a una corporación o salir a cotizar en los mercados públicos para generar liquidez. En esencia, el socio capitalista compra una participación en la idea del emprendedor, la hace crecer por un período de tiempo y luego busca la salida con la ayuda de banqueros inversionistas, de un fondo privado de inversión (private equity) o un socio estratégico.

En el gráfico, el autor sólo contempla una estrategia de salida, la oferta pública inicial. Otra alternativa sería la venta a un socio estratégico. Este pasaría a ocupar el lugar de los banqueros inversionistas, y no sería necesario que la empresa saliera al mercado de capitales. También existe la posibilidad que la empresa sea comprada por un fondo privado de inversión que más adelante la lleve a una OPI (Oferta pública inicial).

## 2. El Negocio

Como se dijo en el punto IV.1., el nicho del venture capital existe por la estructura y las reglas del mercado de capitales. De esta manera pasa a ocupar la brecha de fuentes de financiamiento para la innovación, que existe entre F&F (friends and family: amigos y familiares), organismos gubernamentales y fundaciones, y los bancos, que ofrecen tasas más bajas que los fondos de VC, pero es una fuente a la cual los emprendedores no pueden acceder.

Para poder llenar ese vacío se necesita que la industria del venture capital genere:

- (a) suficiente retorno sobre el capital para atraer a los fondos privados de inversión,
- (b) retornos atractivos para sus propios participantes,
- (c) potencial para que los emprendedores generen buenas ideas que permitan obtener altos retornos

Usualmente, los inversores en los fondos de VC son grandes instituciones como fondos de pensión, empresas financieras, compañías de seguros y universidades. Todos estos sólo colocan un pequeño porcentaje de su capital en inversiones riesgosas. Por el riesgo inherente, los inversores esperan obtener retornos de alrededor del 25% y 35% al año a lo largo del período de la inversión. Debido a que estas inversiones sólo representan una pequeña parte de las carteras de los inversores, los socios capitalistas tienen bastante libertad para su desenvolvimiento. Lo que lleva a estas instituciones a invertir en un fondo de VC es el desempeño de la firma, su historia, y la confianza en los socios capitalistas.

Los inversores compensan el riesgo por su participación en el VC a través de la diversificación de su cartera. Lo que ellos miran es el rendimiento sobre la cartera y el riesgo de la cartera como un todo. Al tener diferentes instrumentos no correlacionados en forma positiva perfecta reducen el riesgo (Weston et al., 1998).

Ahora, cómo logran los fondos satisfacer las expectativas de los inversores: esto depende del tipo de inversiones que realiza y la forma en que se estructuran las negociaciones.

### 2.1. La inversión

De acuerdo a la guía del BVCA (British Venture Capital Association) (1998), los socios capitalistas sólo se interesan en empresas con gran potencial de crecimiento, que estén gerenciadas por equipos ambiciosos capaces de implementar su plan de negocios. Lo mismo dice Len Batterson<sup>2</sup> (2001), tuvo éxito para conseguir financiamiento del VC porque su empresa tenía un buen equipo de gerentes y contaba con un producto nuevo que comenzaba a demostrar su éxito en el mercado.

Por el contrario, Zyder (1998) dice que los socios capitalistas (VC) invierten en una buena industria antes que en una buena idea y un buen equipo de gerentes. Sin embargo, plantea que durante el período de adolescencia de la empresa, que es la etapa en que el VC permanece en ella, es bastante difícil tratar de identificar a los eventuales ganadores y perdedores, ya que los indicadores financieros son muy semejantes. Por lo tanto, el desafío del fondo de VC es identificar a un equipo de gerentes competentes que puedan llevar adelante la ejecución de las actividades para abastecer a la demanda.

Confrontando las opiniones anteriores, puede apreciarse que la discordancia es de forma y no de fondo. De todas maneras, Zyder termina otorgándole importantes créditos a la necesidad de contar con un buen equipo de gerentes. Como resumen puede decirse que todos concuerdan en lo crítico que resulta la buena calidad del equipo de gerentes con el que cuente la empresa, como se verá en el punto VI.2.. Por otro lado, es muy probable que en los comienzos del sector se invierta en una industria antes que en una empresa, ya que todos los participantes enfrentan semejantes grados de incertidumbre. Mientras que en sectores desarrollados, es racional que los fondos de VC dirijan su atención a la empresa en sí como elemento de análisis.

Muchas veces la empresa ya cuenta con un buen equipo de gerentes, otras veces se hacen modificaciones, o hasta puede ocurrir que integrantes del fondo pasen a integrar las filas de la empresa. Todo depende del nivel de intervención que tengan los socios capitalistas, que está relacionado con el nivel de participación que posean y los acuerdos establecidos en lo contractual.

### 2.2. La estructura de la negociación

En lo que se refiere a la estructura de las negociaciones, existen diferentes variantes de la estructura básica, pero la lógica de los acuerdos es siempre la misma: darle protección a los inversores en el fondo de VC y lograr una posición favorable para futuras rondas de financiamiento si es que la empresa es exitosa.

En un financiamiento típico de una empresa joven en EEUU, por ejemplo, el fondo de VC invertiría \$3 millones a cambio del 40% de acciones preferentes. De esta manera, los socios capitalistas obtienen cierta protección, que podría ser preferencia al momento de la liquidación. Es decir, tienen preferencia sobre las

2. Len Batterson es un pionero en la industria del VC en EEUU, primero como emprendedor y luego como socio capitalista. Batterson es CEO de Batterson Venture Partners y vcapital -el pool de VC más grande de la web-, y director general de Batterson, Jonson y Wang.



acciones comunes de los fundadores hasta que se les resarzan los \$3 millones. Además de esto, por lo general los acuerdos incluyen derechos de veto o derechos de voto desproporcionales sobre decisiones claves, entre las cuales se podrían incluir la venta de la empresa o el momento en que se hará la oferta pública inicial (Zyder, 1998).

El contrato también suele contener cláusulas que protegen al fondo de VC de una posible dilución del capital, si es que en futuras rondas de financiación entran otros fondos. Estas cláusulas garantizan al socio capitalista conservar el mismo porcentaje de participación accionaria en la empresa financiada. A su vez, el contrato también puede contemplar otro tipo de provisiones que pueden ser empleadas por el fondo si a la empresa le va bien. Por ejemplo, la posibilidad de colocar capital adicional a un precio predeterminado. Lo cual significa que el fondo de VC puede incrementar su paquete accionario a un precio inferior a los valores de mercado.

Otra alternativa empleada para reducir el riesgo de la inversión es la coinversión con otras firmas. Como es usual, habrá un inversor líder (lead investor) y otros seguidores (followers). De esta manera el fondo diversifica su cartera, logrando un mayor número de negociaciones por dólar invertido.

Ahora, si se mira el lado del emprendedor, parecería que las negociaciones no lo benefician demasiado. Sin embargo, se siguen presentando planes de negocios a los fondos de VC para obtener financiación. Esto se debe a que muchas veces los fundadores, sus amigos y familiares, no poseen los fondos necesarios para financiar su proyecto. Sin embargo en otras ocasiones, a pesar de tener el capital necesario, los fundadores no están dispuestos a invertir todo su dinero, ya que si el proyecto fracasa perderían todo. Otros emprendedores reconocen que no tiene todas las habilidades y destrezas que se necesitan para manejar una empresa solos. Como conclusión, el VC puede resolver dos problemas que las empresas jóvenes enfrentan: la falta de capital y de experiencia en el gerenciamiento (Tykvová, 2000).

La mayoría de los emprendedores y los equipos de gerentes que crean una nueva empresa, vienen de corporaciones o universidades en las que reconocen las pocas posibilidades de crecimiento. Esto no resulta extraño si se tiene en cuenta que los empleados se volvieron menos leales a las compañías. Las reestructuraciones y la reingeniería cambiaron el concepto de la seguridad que ofrecía el hecho de trabajar en relación de dependencia. Por otro lado, en EEUU existe una cultura predispuesta a alentar nuevos emprendimientos. No es mal visto que una persona deje una empresa y luego regrese.

Por todo esto es que el VC resulta atractivo para los emprendedores. La preparación académica y la experiencia laboral proveen muchas de las destrezas necesarias, mientras que el VC contribuye financiando el proyecto, tanto como ofreciendo una estructura de recompensas económicas que superan a las que pueden ofrecer las corporaciones o las universidades que impulsan la generación de nuevos emprendimientos.

Los fondos de VC poseen una clara posición de poder por el hecho de ser el único tipo de fuente de capitales disponible, tener buen conocimiento del mercado y una red de relaciones de la industria. Frente a esto, muchos emprendedores se ven frustrados al momento de negociar; quizá porque no comprenden del todo la esencia del VC y la falta de fuentes de financiamiento disponible para el tipo de proyectos que manejan.

### **2.3. No simplemente fuentes de financiamiento**

Los fondos de VC no solamente proveen dinero, sino también: (a) asistencia en el gerenciamiento; (b) intenso monitoreo del desempeño; y (c) reputación (Gilson et al., 1999).

- Asistencia en el gerenciamiento: los socios capitalistas poseen experiencia en el desarrollo de proyectos y conocimiento del mercado por otras inversiones en la misma industria o industrias relacionadas. Cuanto más especializado sea el fondo de VC, en lo que se refiere al tipo de inversiones a las cuales orienta su capital, mayor conocimiento de la industria manejará. A medida que la empresa crece, las necesidades de personal van variando. Es importante la participación del fondo en el reclutamiento de gerentes y técnicos.
- Monitoreo y control: como consecuencia de su participación en el capital de la empresa y en el cuidado de sus intereses, el fondo de VC realiza un continuo monitoreo del desempeño de la empresa financiada. En lo que se refiere al control, como se nombró anteriormente, los socios capitalistas gozan de determinadas atribuciones según lo establecido en el contrato, poder de veto, participación en el directorio, entre otras.
- Reputación: De manera semejante a un banco (underwriter) en la suscripción de una oferta pública inicial, el fondo de VC actúa como un intermediario, afianzando la credibilidad de la empresa frente a terceras partes. Por ejemplo, el hecho de que cierto fondo de VC financie una empresa puede generar una señal de probable éxito y convertirse en un atractivo para buenos gerentes al momento de reclutar personal. Los proveedores se verán más predispuestos a trabajar con la empresa y darles crédito si

cierto fondo monitorea su operatoria. Los clientes tomarán más seriamente la promesa de futuras entregas de producto. Más adelante, en caso de una OPI, la reputación del fondo ayudará a atraer buenos bancos para que suscriban las acciones.

- Economías de escala: los tres puntos anteriores, junto con la provisión de capital, generan una importante economía de escala. La empresa financiada evalúa la calidad de las actividades desarrolladas por el fondo. De manera semejante lo hacen los inversores en el fondo, los potenciales empleados, los proveedores y los clientes. A medida que el fondo adquiere mayor experiencia, logra una mayor especialización en la región o industria en la que opera. Esto permite brindar un mejor servicio a aquellas nuevas empresas que ingresen en la cartera.

## VI. Determinantes del Venture Capital

El desarrollo de este punto se basa mayormente en el trabajo de Leslie A. Jeng y Philippe C. Wells: "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries" y permitirá hacer un análisis del VC en Argentina en el punto VII.

Al igual que Gompers (1992), Jeng y Wells (1998) tampoco toman la tasa de impuestos a las ganancias como un factor que afecta al venture capital, por lo cual no lo tienen en cuenta en sus análisis. Los principales factores se enumeran a continuación:

### 1. Estrategia de salida de la inversión

El principal riesgo afrontado por los inversores y los socios capitalistas (venture capitalists) es el riesgo de no recuperar el dinero invertido. Por lo tanto, contar con un mecanismo de salida viable es extremadamente importante para el desarrollo de la industria del venture capital.

Gilson y Black (1999) plantean que la salida de una inversión responde a tres situaciones en la relación inversor - socio capitalista (Oferta de capital). Primero, los inversores necesitan contar con una forma de evaluar el desempeño del fondo de VC, en vistas a decidir a qué fondos proveen de capitales. Segundo, los inversores necesitan evaluar los riesgos y retornos sobre las inversiones en venture capital en relación a otro tipo de inversiones, y de esta manera decidir si seguir invirtiendo en VC y cuánto invertir. Tercero, los inversores necesitan contar con la posibilidad de retirar los fondos de aquellos fondos con peor desempeño.

En lo que refiere a la relación socio capitalista – emprendedor (Demanda de capital), la existencia de un mecanismo de salida se convierte para este último en un incentivo adicional para comenzar una empresa, ya que ve opciones de financiamiento.

Existen 3 posibles vías de salida para una inversión: (a) Oferta pública inicial, (b) Venta a un socio estratégico y (c) Recompra por parte de los fundadores (Bliss, 1995).

El mecanismo de salida que se establezca en una inversión tiene gran influencia en la forma en que esta se desarrollará. Por ejemplo a fines de la década de 1980 la actividad de ofertas públicas iniciales decayó abruptamente, tanto en Europa como en EEUU. Pero mientras que el mercado estadounidense se recuperó, el europeo se mantuvo en depresión. Como consecuencia, los inversores europeos no podían llevar las empresas a oferta pública. Por lo cual se vieron forzados a continuar con la tenencia de la empresa o a venderlas a compañías más grandes, que a menudo subvaluaban la empresa. Mientras que los inversores estadounidenses, gracias a sus exitosas salidas al mercado de capitales, pudieron obtener substanciosas cantidades de nuevos capitales, la generación de fondos en Europa se mantuvo en reposo (Lerner, 1997).

Los autores se centran en la oferta pública inicial como mecanismo de salida preferido por las siguientes razones:

- Aunque existan otras alternativas para hacer líquida una inversión, está demostrado que la salida al mercado de capitales es la opción más atractiva. De acuerdo a un estudio realizado por la revista Venture Economics en EEUU (1988), \$ 1.00 invertido en una empresa que se hace pública genera un retorno promedio del 195% (o un retorno promedio en efectivo de \$ 1.95 sobre la inversión inicial), esto tomando en cuenta un periodo promedio de tenencia de la acción de 4.2 años. La misma inversión en una adquisición genera un retorno promedio de 40% (o un retorno en efectivo de \$0.40) a lo largo de un periodo de tenencia promedio de 3.7 años (Venture Economics, 1988).
- Jeng y Wells (1998) aseguran que contar con un mecanismo de salida es esencial para el emprendedor por dos razones. Primero, es un incentivo financiero para los gerentes que son recompensados con acciones de la empresa, logrando así esfuerzo y compromiso. Segundo, presenta a los gerentes una opción a una posible toma de control de la empresa, ya que los socios capitalistas dejan de participar en el control al momento en que se hace la oferta pública inicial de acciones. Otra salida como la venta a un

comprador estratégico, acarrea pérdida de control (Jeng et al., 1998).

Dado lo expuesto en el párrafo anterior, la existencia de un mercado de capitales bien desarrollado, que permita llevar a las empresas a la oferta pública inicial, es crítico para el desarrollo de un mercado del VC activo. A través de un análisis de regresiones, Gilson y Black (1999), encuentran que existe una significativa correlación entre el número de ofertas públicas iniciales de empresas financiadas por VC en el año X y las contribuciones de capital hechas en el año X+1. Por su parte, Jeng y Wells (1998) afirman que un incremento en el volumen de OPIs debería tener un efecto positivo tanto en la oferta como en la demanda de capitales del VC. Gompers (1992) también hace referencia al tema y plantea un coeficiente de correlación de 0.7 entre el nivel de actividad de ofertas públicas iniciales (cantidad por año) y el volumen de los fondos destinados al VC (montos por año), en el período de 1969 a 1992 en EEUU.

## 2. Recursos Humanos

Uno de los puntos planteados en la enumeración de Jeng y Wells (1998) es la rigidez del mercado laboral. Por otro lado Bliss (1995) nombra un factor que no es abordado por los anteriores, y que debería ser agregado por su importancia. Este factor es el equipo de gerentes de la empresa financiada. Por lo tanto, parece lógico hablar de recursos humanos a manera de abarcar ambos aspectos.

La rigidez del mercado laboral representa un obstáculo para el crecimiento del venture capital. La empresa que se financia con VC se caracteriza por su flexibilidad para adaptarse a los cambios en el entorno. Su rentabilidad se halla en función de su habilidad táctica y operativa, antes que la estrategia a largo plazo. Los cambios que se dan en la naturaleza de las oportunidades que se presentan en un negocio, llevan a cambios en los problemas que los emprendedores deben enfrentar y las actividades que deben desarrollar. Los fundadores de los nuevos negocios, que afrontan grandes necesidades de capital y gran incertidumbre, dependen básicamente de la adaptación oportunista a eventos inesperados (Bidhé, 1999).

Por todo lo anterior, frente a un mercado laboral rígido, las empresas jóvenes encuentran gran dificultad en la contratación de empleados, ya que las leyes son muy estrictas en cuanto a la duración de los contratos laborales. Por lo cual, el manejo de los costos generados por este recurso se ve limitado. Además, el pago de gran cantidad de beneficios, que se da generalmente en mercados rígidos, hace mucho más costosa la contratación. De esta manera, un mercado laboral con estas características impacta en forma negativa en la demanda de fondos provenientes del VC.

A medida que la empresa crece y se destina el dinero a iniciativas menos inciertas, el oportunismo da paso a intentos sistemáticos por anticiparse a los cambios y la planeación a largo plazo. Los nuevos desafíos encarados dan lugar a que se produzcan cambios en las habilidades y destrezas necesarias para ello. En el comienzo de una empresa, la alta tolerancia a la ambigüedad y la capacidad de adaptación se vuelven cruciales. La subsecuente evolución del negocio depende de la habilidad del emprendedor para plantear e implementar una estrategia a largo plazo (Bidhé, 1999).

Dejando de lado el aspecto legal del mercado laboral para centrarse en los recursos humanos que ofrece, el equipo de gerentes de la empresa financiada es un aspecto que tiene gran peso al momento de evaluar la factibilidad de una transacción por parte del fondo de VC, como ya se adelantó en el punto V.2.1.. La calidad de la gerencia con que cuenta la empresa es un factor clave para el desenvolvimiento de la inversión. Por ende, una mala evaluación del equipo de gerentes puede tener serias consecuencias para la firma de VC y sus inversiones. Teniendo en cuenta las economías de escala de las que habló en el punto V.2.3., el fracaso de un proyecto puede influir en la evaluación que hacen del fondo de VC los inversores que depositan su capital en éste.

La calidad de los recursos humanos está ligada al nivel de capacitación de las personas. Los emprendedores de hoy en día, en EEUU, tienen un alto nivel de instrucción académica (Zyder, 1998). Amar Bidhé (1999) da una idea del nivel de capacitación del que se habla cuando cuenta que en 1979 al terminar su MBA en Harvard Business School, existía un solo curso orientado a nuevos emprendimientos que atrajo menos de 100 estudiantes. Mientras que en 1996, existían 9 cursos con un total de 1400 estudiantes en total. También cuenta que la escuela de negocios de Stanford reportó que más del 90% de los estudiantes que cursaba un MBA eligió al menos un curso sobre entrepreneurship.

## 3. Asimetría de la información

La incertidumbre dada por la falta de información crítica, según Amar Bidhé (1999), se convierte en el principal limitante al financiamiento de muchas empresas jóvenes, ya que se trata de proyectos riesgosos. El riesgo de las inversiones se relaciona con la probabilidad de que se gane una cantidad inferior al rendimiento esperado. Cuanto mayor sea esa probabilidad, más riesgosa será la inversión, menor su valuación y más alto el retorno requerido (Weston et al., 1998). Por lo tanto, si el mercado no tiene buena información de estas empresas, los inversores van a reclamar una prima adicional por el riesgo inherente. Lo anterior se traduce en financiamiento más costoso para las empresas.

Parte del costo producido por la información asimétrica puede ser reducido si el país en donde se halla la empresa tiene estándares contables estrictos. Con una buena regulación contable, los socios capitalistas invierten menos tiempo en la búsqueda de información para evaluar y monitorear sus inversiones. La información asimétrica es menor en aquellos países que poseen un sistema financiero desarrollado y un sistema legal fuerte, elementos característicos de un sistema financiero basado en el Mercado (Geandet, 2001).

El costo de financiación que genera la incertidumbre puede ser reducido solo en parte, ya que la contabilidad muestra el registro de operaciones ex-post; mientras que los proyectos de inversión se evalúan en función de su capacidad de crecimiento y generación de flujos a futuro. Por la naturaleza incierta de este tipo de empresas, resulta dificultoso tratar de vislumbrar la evolución futura del negocio. Esto es así por dos posibles razones. Primero, al ser una empresa que recién comienza, no cuenta con un registro pasado de su operatoria. Por lo que no se puede evaluar su desempeño anterior para tratar de inferir su futuro desenvolvimiento. Segundo, las empresas jóvenes pioneras en el mercado, además de cumplir con el primer planteamiento, no cuentan con el registro de la experiencia de algún otra firma en el mercado.

Resumiendo, dada cierta información sobre la empresa y el mercado, se puede llegar a establecer una tasa de rendimiento esperada de la inversión. Frente a una empresa inestable, como lo son las empresas jóvenes, cuanto menor información se posea, mayor será la incertidumbre. Por lo cual, mayor será riesgo, mayor el retorno requerido y menos viable el proyecto.

#### **4. Fondos de pensión privados**

La disponibilidad de dinero proveniente de los fondos de pensión genera numerosas ventajas para los socios capitalistas. Gilson y Black (1999) afirman que los fondos de pensión en EEUU son la principal fuente de capitales, proveyendo entre el 40% y 50% del total de fondos destinados al VC por año.

Los socios capitalistas en EEUU pueden conseguir rápidamente grandes cantidades de capital destinados a inversión solamente acercándose a algunos fondos de pensión. Esto les permite tener pocos inversionistas y economizar la cantidad de tiempo invertido en mantener informados a estos últimos.

Con lo dicho anteriormente en este punto, se busca resaltar la importancia que tienen los fondos de pensión como fuente de capitales destinados al VC. La oferta de fondos genera un efecto positivo sobre la industria del VC. Tal como se vio en el punto III.1., el incremento en la actividad del VC en EEUU en la década del '80 se produjo como consecuencia de la modificación del ERISA en 1979, que permitió a los fondos de pensión invertir en VC.

#### **5. Variables macroeconómicas**

La situación de la economía de un país también va a tener efectos sobre el venture capital. Las fluctuaciones macroeconómicas tienen gran influencia sobre la actividad de las pequeñas empresas.

Se encontró que las expansiones macroeconómicas llevan a un incremento en el número de empresas jóvenes. De esta manera, un aumento en la actividad de las empresas jóvenes lleva a un aumento en la demanda de fondos destinados al venture capital. Por lo cual se espera una relación positiva entre la expansión macroeconómica y la inversión en VC.

También deben incluirse las variaciones en la capitalización de mercado como un factor que influencia la inversión en VC. Un aumento en la capitalización de mercado genera un ambiente más favorable para los inversionistas en general, por lo cual debería verse acompañado por un aumento en la oferta de fondos destinados a inversiones en VC.

El efecto del entorno económico puede verse reflejado en las valuaciones de empresas. Los procedimientos para estimar los futuros flujos de fondos descontados de una compañía, a una determinada tasa que refleje el riesgo, son los mismos en cualquier lugar. Pero en mercados emergentes, los riesgos son mucho mayores. Las valuaciones son mucho más difíciles en estos ambientes, ya que los compradores y vendedores enfrentan mayores riesgos y obstáculos que en mercados desarrollados. Entre estos se incluyen: altos niveles de inflación, volatilidad macroeconómica, cambios políticos, cambios regulatorios, derechos del inversor poco definidos, corrupción y pocos controles contables, entre otros.

Para realizar una buena valuación es necesario incluir una prima que represente la influencia de los riesgos adicionales. Para ello se deben construir escenarios que reflejen el efecto de las variables macroeconómicas sobre la empresa que se está valuando. Las economías en los países emergentes son mucho más volátiles que en los desarrollados, donde los factores macroeconómicos son más estables; por lo cual se recomienda el desarrollo de varios escenarios (James et al., 2000).

#### **6. Participación del Estado**

Muchos gobiernos han comenzado a reconocer los beneficios del venture capital y han hecho esfuerzos para fondar negocios que recién comienzan. Como se vio en el punto III.1., los programas desarrollados por

el Estado son una palanca para propiciar el desarrollo de nuevos emprendimientos. De todas maneras no debe olvidarse el error cometido por el organismo encargado en EEUU al financiar nuevos proyectos con deuda.

La intervención del Estado en la industria del VC puede variar desde proveer infraestructura legal a invertir directamente en las empresas. Frente a esto, hay una gran desventaja: la participación del Estado puede llegar a ser contraproducente si impide el desarrollo del sector privado del mercado del venture capital. Además, existe cierto escepticismo a cerca de la habilidad del Estado para detectar proyectos saludables de manera apropiada, más cuando se reconoce que la experiencia en el negocio del VC es una cualidad esencial que debe poseer el socio capitalista.

Como conclusión de lo anterior, lo beneficioso de la intervención del Estado quizá sea su contribución directa a los fondos de venture capital más que actuando directamente en la selección y financiamiento de proyectos que buscan capitales. El hecho de convertirse en una fuente de dinero no implica la intervención de éste en las actividades del fondo de VC.

Por otro lado, Jeng y Wells (1998) plantean que el establecimiento de una estructura legal básica y una estructura impositiva parece ser un factor importante para propiciar el desarrollo de la industria del venture capital, ésta es otra función que puede desempeñar el Estado. Por ejemplo, en Portugal, hay exenciones al impuesto a las ganancias y otros impuestos en el año de establecimiento del fondo y los 3 años siguientes; después de este período se permite la deducción del impuestos a las ganancias correspondiente a las ganancias que fueron a reserva y se reinvertieron en proyectos de VC durante los 3 años siguientes.

EEUU y el Reino Unido poseen una buena estructura legal, mientras que Austria se halla en el extremo opuesto y tiene una industria muy lánguida que tampoco muestra signos de crecimiento a futuro.

El gobierno de Portugal, además de ofrecer ciertos beneficios impositivos como los nombrados anteriormente, contribuyó a través de una agencia gubernamental con \$1.3 millones en 1992 al aumento de nuevos flujos (15% del total de inversiones en fondos privados de inversión). Para 1994 el monto llegó a \$80.5 millones (57% de del aumento de flujos). A pesar que en 1995 su intervención decreció a \$13.4 millones, un aumento de los fondos provenientes de bancos de \$59.5 millones a 91.7 millones, cubrió bastante la caída de los fondos.

En Noruega, sucedió algo semejante con la participación del gobierno después de la crisis bancaria a finales de la década de 1980. De 1993 a 1995 los fondos provenientes del gobierno aumentaron de \$16 millones (un tercio del total de fondos invertidos) a \$84.7 millones (50% de las inversiones de los fondos privados de inversión). Además, la acción llevada acabo por el gobierno incrementó la participación en la industria de otros inversores. El monto total de inversiones pasó de \$46.6 millones a \$156.7 millones en el mismo período.

En Irlanda también pudo apreciarse el importante rol desarrollado por el Estado influenciando el crecimiento de fuentes de financiación. Como consecuencia de una recomendación del gobierno hecha a los fondos de pensión para que invirtieran en fondos privados de inversión, los fondos destinados a inversiones pasaron de \$70.5 millones en 1993 a \$232.1 millones en 1994.

De manera similar a la modificación legal en EEUU que permitió a los fondos de pensión invertir en venture capital, en 1985 el gobierno australiano permitió a los bancos invertir en el patrimonio de pymes. Italia también permitió a los fondos de pensión hacer inversiones en pymes. En Finlandia se motivó a bancos y fondos de pensión a invertir en venture capital, con lo cual la participación de estas instituciones en el total de fondos pasó de 20% en 1994 a 79% en 1995.

En Holanda, la intervención del Estado se dio de otra manera. Lanzó un programa en 1981 por el cual pasaba a cubrir el 50% de las pérdidas incurridas por las firmas de VC. Este esquema se redujo para 1990 y en 1995 se discontinuó. A pesar de haberse reducido los programas de apoyo del gobierno al VC, no se redujo el tamaño de la industria de VC holandesa. Por el contrario, las inversiones de fondos privados de inversión como porcentaje del PIB per cápita aumentó de 0.11% a 0.15%. Dada la madurez del mercado de los fondos privados de inversión holandeses, éste fue capaz de mantener su crecimiento a pesar de la disminución gradual del apoyo del Estado.

Richard T. Bliss (1995) en su trabajo "A Venture Capital Model for Transitioning Economies: The Case of Poland", enfoca el venture capital en un caso extremo de una economía desorganizada. El paso de una economía planificada a un sistema de mercado libre confronta a los socios capitalistas y a los emprendedores con un ambiente que no se encuentra en un país desarrollado.

Dos características de la mayoría de las economías en transición son: una significativa influencia gubernamental y un precario sistema legal. Ambos fueron mencionados como factores de riesgo por la mayoría de las empresas de venture capital analizadas en el estudio; pudiendo llegar a ser rompedores de acuerdos (deal-breakers) en ciertos casos.

Todas las firmas veían la participación del Estado en una negociación como una bandera amarilla, aunque algunos llegaban a ser más estrictos que otros. Una firma de VC ni siquiera consideraría negociaciones

que estén atadas a regulación gubernamental o requerimiento de licencias. Otras propuestas no seleccionadas fueron aquellas en las cuales el Estado tuviera cualquier tipo de intervención, ya sea como socio, proveedor o cliente. Sus puntos de vista son que la naturaleza volátil del sistema político genera un nivel de riesgo no aceptable.

En lo referente al sistema legal, la propiedad privada es un concepto nuevo en las economías en transición. Por otro lado, temas relacionados con títulos claros y el uso de activos como garantía, que son relativamente simples de resolver en países desarrollados, pueden llegar a crear riesgos inaceptables en las economías en transición. Por ejemplo, una firma de VC descartó cualquier tipo de negociación en la industria de la construcción porque Polonia no contaba con un sistema para rastrear contratos e hipotecas. Otro habló de emprendedores comprometiendo un mismo activo a varios acreedores (Bliss, 1995).

## VII. El Venture Capital en Argentina

### 1. Características de la industria local del VC

La realidad argentina de la industria del venture capital difiere a la de EEUU. Esta diferencia está dada básicamente por el grado de desarrollo de la industria del venture capital en su país de origen. Allí el VC se encuentra en el estado puro que plantea la definición citada en el punto I. En Argentina, por ser una industria en desarrollo, no se da una diferenciación y especialización tan profunda de los fondos que se dedican a hacer VC.

Esta organización embrionaria puede visualizarse mejor al remitirse al punto III.2.. Con el auge de las empresas de internet entre los años 1998 y 1999, se produjo la migración de algunos fondos privados de inversión dedicados al private equity a financiar proyectos encuadrados dentro de lo que es el venture capital. Asimismo la aparición de numerosas asociaciones y emprendedores oportunistas se sumaron a lo que prometía ser un negocio perfecto: fondear un proyecto orientado a internet, lograr grandes valuaciones y hacer una OPI en mercados del exterior como el Nasdaq. Ambas situaciones se normalizaron para mediados del 2000.

Los sectores de la economía a los cuales se están dirigiendo los fondos de VC en Argentina son: telecomunicaciones (Movilogic), medios (Cuatro Cabezas), tecnología (Core Security Technologies), comercio minorista (Office Net), logística (Netlogistic) y turismo. En lo referente a tecnología, empresas de desarrollo de software y empresas de internet. Por su parte, fondos que en un comienzo dirigieron su mirada sólo al sector tecnología e internet, hoy se plantean un abanico de diferentes alternativas como el comercio minorista y la logística.

Más allá de eso, los entrevistados plantearon la posibilidad de analizar proyectos provenientes de otros sectores diferentes a los planteados anteriormente (sectores preferidos). Pero los más profesionales se limitan a financiar aquellos casos en los cuales sus aportes no financieros, como su experiencia en el mercado y su red de contactos pueden aplicarse.

De acuerdo a los fondos relevados, puede apreciarse que el tipo de empresas financiadas por éstos no son ideas o planes de negocios. Se buscan empresas en desarrollo, con modelos de negocios probados y en funcionamiento, que busquen financiamiento para crecer. Lo anterior concuerda con el tercer tipo de inversión de lo que comprende el VC, enumerada en el punto I. Este estadio se relaciona con la primera y segunda ronda de financiación. Con respecto a los montos financiados, van de 1 a 5 millones de dólares (dato obtenido en vigencia de la ley de convertibilidad), dependiendo del tamaño del fondo y la empresa a financiar. Igualmente pueden encontrarse fondos más pequeños dirigidos a la etapa inicial del ciclo de vida de la empresa, pero el tipo de financiamiento que ofrecen se asemeja más al de los ángeles inversores.

En lo referente a los retornos esperados, éstos dependen de cada caso en particular, pero en promedio se busca entre un 40% y 50% anuales. La focalización de los fondos a un estado de desarrollo más avanzado de las empresas en que invierten se debe principalmente a la situación macroeconómica del país. En estadios más adolescentes, el riesgo que implica invertir en esa empresa en Argentina, hace que muchas veces se hable de retornos imposibles de obtener.

En cuanto a la participación en el capital de la empresa financiada, se prefiere tener participación minoritaria. Por otro lado, si hablamos de aportes no financieros, los fondos plantean el desempeño de un rol activo en los aspectos estratégicos de las empresas, sin intervenir en lo operativo de la empresa, es decir, en el día a día. Es muy importante la red de contactos que ofrecen y cómo esta se alimenta con los nuevos acuerdos que se realizan. Al momento de cerrar una operación se aseguran un lugar en el directorio de la empresa.

Los fondos de VC argentinos permanecen en la inversión de 3 a 5 años, algunos llegando a 6 o 7 años. Estos últimos plantean que 3 a 5 años es lo ideal, pero en la práctica muchas veces los períodos se prolongan por la dificultad que plantea la salida de una inversión en Argentina. Más adelante en el punto VI.1. se va a abordar este tema.

Coexistente al mercado de venture capital poco desarrollado, encontramos un mercado de capitales argentino poco atractivo. Las razones para ello:

- mercado débil: de 186 compañías cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires en 1988, se pasó a 128 empresas en 1998, una disminución de 31% en 10 años (Pereiro, 2001). Si se analizan los volúmenes negociados mensualmente, se pasó de \$11.673.981.221 en enero de 1997 a \$1.708.215.404 en febrero de 2002 (Bolsar, 2002).
- falta de liquidez para empresas chicas,
- baja sofisticación, no permite hacer públicas empresas o modelos de negocio no convencionales (Millicovsky, 2001),
- alta cantidad de requisitos para poder entrar a cotizar,
- falta de protección a inversores minoritarios,
- importante presencia del sector público como demandante de capitales, a través de bonos que ofrecen altas tasas de interés, beneficios y exenciones impositivas, liquidez y garantía del Estado (Adamo, 2001 y Agardy, 2001).

La imagen planteada por los entrevistados es la de una bolsa que no está preparada para recibir empresas pequeñas, del tipo que caracterizan el negocio objetivo del VC. Los dos obstáculos más recalcados fueron la falta de liquidez y la falta de protección a los inversores minoritarios. Es muy probable que este último punto, por asociación, lleve a pensar en la falta de un marco legal definido. Pero en realidad el problema no reside en el marco legal, sino en la aplicación de este.

El peso de esta desventaja está dado por la realidad de las inversiones de VC en el país. Como fue planteado en párrafos anteriores, los fondos muestran preferencias por una participación minoritaria en las empresas de su cartera.

Ante esta serie de aspectos que juegan en contra de lo atractivo del mercado de capitales como posible vía de salida de una inversión, los entrevistados fueron instados a presentar alternativas que permitan revertir la situación. Los factores presentados fueron:

- estabilidad política y económica,
- mayor ahorro privado, la economía argentina tiene un bajo nivel de monetización y no existen excedentes para el mercado de capitales (Adamo, 2001),
- mayor protección a accionistas minoritarios,
- participación de las AFJP,
- mayor información de las empresas que cotizan y transparencia en las operaciones,
- lograr que coticen activos buenos, empresas que generen valor, es decir, que tengan un buen equipo de gerentes, que sean profesionales y que crezcan.

Baltin y Bell (2001) dicen que el obstáculo más importante al desarrollo de la industria del VC es la gran falta de liquidez del mercado de capitales, y por lo tanto la falta de OPIs como estrategia de salida disponible. Ante esta situación sugieren la formación de un mercado de capitales regional, que el MERVAL se una al Mercado Novo.

La Bolsa de Valores de Sao Paulo (BOVESPA) creó un nuevo mercado de capitales preparado para recibir empresas más jóvenes, llamado Novo Mercado. Este mercado promete ser más líquido que el BOVESPA, por su marco regulatorio que protege a accionistas minoritarios, porque ejerce más controles y ofrece mayor transparencia, información tanto de las empresas como de las transacciones. Se pretende que el Novo Mercado se convierta en la futura bolsa de valores de Brasil.

Los fondos de VC argentinos ven esta alternativa como un deseo más que un hecho posible. Con respecto al tema, Carlos Wagener (2001) dice: "Hace falta madurez en los empresarios, en los sistemas de control y en los inversores. En EEUU funciona porque tienen la madurez mental para ello, muchos controles y penalización para aquellos que cometen errores".

## 2. Determinantes del Venture Capital en Argentina

En esta sección se exponen los determinantes del VC en el caso argentino. Conceptualmente, puede dividirse en dos partes: del punto 1 al 6 se contrastan los aspectos que afectan al VC en general presentados en el punto VI, mientras que los puntos 7 y 8 plantean dos factores importantes, comprendidos en la hipótesis, que permiten comprender los motivos por los cuales se hace VC en Argentina.

## 2.1. Estrategia de salida de la inversión

De acuerdo a la bibliografía revisada, la estrategia de salida de la inversión es uno de los determinantes más importantes. Como se vio en el punto VI.1., las 3 posibles vías de salida de una inversión son: (a) Oferta pública inicial, (b) Venta a un socio estratégico y (c) recompra por parte de los fundadores (Bliss, 1995). En Argentina, de estas tres opciones, la estrategia de salida empleada o que planifican emplear los fondos con mayor frecuencia es la venta a un socio estratégico (opción b). A veces, éste último puede tratarse de un socio financiero. Esto se produce en el caso que la empresa sea vendida a un fondo privado de inversión de private equity.

Cuando un fondo de VC planea salir a través de la venta a un socio estratégico, parte del análisis de factibilidad de la inversión se basa en identificar una lista de potenciales compradores. De lo atractivo de la lista depende la decisión de llevar adelante o no la inversión. Por lo tanto, se podría plantear que si el número de probables socios estratégicos no es satisfactorio para el fondo de VC no se llega a un acuerdo. Aquí es cuando se hace más notoria la necesidad de un mercado de capitales activo.

Sebastian Bardengo (2001) explica que existen dos tipos de jugadores estratégicos. Aquellos que ya cuentan con operaciones en Argentina y en la región, van a comprar solamente participación de mercado. En el caso de los jugadores estratégicos que no se hallen en la región, estarán dispuestos a pagar la estructura y el equipo de gerentes, además de la participación de mercado. Esto último hace suponer que pagarán mejores múltiplos<sup>3</sup>.

En EEUU la realización de una oferta pública inicial (opción a) goza de una popularidad con la que no están familiarizados los fondos argentinos. Esto también puede verificarse a través de la bibliografía sobre el tema. Por ejemplo, en el punto V.1. se sugiere una modificación al cuadro de la industria del VC planteado por Zyder, que parece sólo tener en cuenta el mercado de capitales como salida de la inversión. Por su parte, Josh Lerner (1997) cuando aborda la salida de las inversiones, se remite únicamente al proceso de llevar a una empresa a cotizar en la bolsa.

Una salida al mercado de capitales argentino es muy poco probable, hasta en algunos casos, una alternativa totalmente descartada por los fondos. Las razones, plateadas en el punto VII.1., son principalmente la iliquidez, la falta de transparencia y la falta de protección a los accionistas minoritarios.

Por supuesto, la salida al mercado de capitales no sólo implica la salida a la bolsa local. También existe la posibilidad de cotizar en mercados del exterior. Juan Marrone (2001) dice: "A la posibilidad de cotizar en bolsas del exterior le asignamos bajas probabilidades de ocurrencia, aunque es más probable que salir a cotizar en la bolsa local". Las empresas latinoamericanas tienen liquidez limitada aunque salgan al mercado de capitales de EEUU, según Marcelo Camberos (2001).

Realizar una oferta pública inicial suena simple, pero en la realidad no es tan así. La razón: el hecho de salir al mercado de capitales no significa salir de la inversión. Marcelo Camberos (2001) explica que esta situación tiene que ver con el manejo de información interna y el precio de las acciones. Hacer una OPI implica establecer una estrategia muy bien formada para salir al mercado de capitales, el registro de las acciones, la toma de decisiones a nivel de directorio para salir y el momento en el cual el inversor podrá ofrecer sus acciones en el mercado. Al formar parte del directorio de la empresa, el fondo de VC tiene limitaciones en cuanto al momento en que puede vender las acciones de su propiedad. Esto está dado por el poder que le otorga el manejo de información interna que no posee el mercado.

Más allá del valor con que salgan las acciones al momento de la OPI, lo que más le interesa al fondo es el precio al cual van a cotizar al momento en que éste pueda liberar sus acciones. Por lo tanto, los socios capitalistas muchas veces prefieren una venta a un estratégico que quizá pague menos, por una valuación de la empresa inferior a la de mercado al momento de una OPI, que vender las acciones en un momento posterior a la salida y arriesgarse a obtener un valor quizá inferior al pagado por el estratégico. Esto se acentúa aún más frente a un entorno inestable (Camberos, 2001).

Esto último se relaciona con el tipo de estrategia de salida en la que se esperan lograr mayores retornos. De acuerdo al punto VI.1., salir de una inversión a través de una OPI permite obtener mayores retornos. Los entrevistados fueron cuestionados a cerca de esto y las respuestas fueron variadas. La mayoría respondió "depende", luego OPI con muy poca diferencia, y por último, venta a socio estratégico. Los argumentos planteados fueron interesantes:

3. Método empleado para valorar empresas. Un múltiplo relaciona precios de mercado con medidas de resultado financiero de empresas comparables a la que se pretende valorar. Uno de los más empleados es el PER (price/earnings ratio – precio de la acción/ganancias por acción o valor del patrimonio neto/ingreso neto). Luego de obtener el múltiplo promedio de estas firmas, se lo multiplica por la misma medida de resultado financiero de la empresa a valorar (ingreso neto o ganancias por acción) y se obtiene su valuación (valor del patrimonio neto o precio de la acción) (Benninga et al., 1997).



- Hacer una OPI no significa salir de la inversión -explicado en el párrafo anterior-. En referencia a ello Federico Weil (2001) dice: “Es posible que una salida a bolsa resulte en un mayor precio de venta frente a la venta a un comprador estratégico. Sin embargo ese sobreprecio muchas veces no se puede realizar, ya que cuando se liberan las acciones de los dueños para la venta («lock up») el precio se encuentra por debajo de lo que hubiera pagado un estratégico”.
- Según Martín Castrillo (2001), los socios estratégicos pueden estar dispuestos a pagar más ya que pueden lograr algunas sinergias al adquirir la operación, que los financieros en general no pueden obtener.
- Los socios estratégicos pagan más porque en ese valor se incluye una prima por el control de la empresa. De todas maneras esto varía de caso en caso, dependiendo del mercado, la empresa y demás condiciones. En EEUU es más común una salida a bolsa porque existe un mercado líquido y receptivo, donde los compradores son miles de fondos que sólo quieren acciones que vayan a aumentar su valor, independientemente del negocio en el cual se encuentran. Conseguir un estratégico es mucho más difícil, ya que se debe encontrar una empresa con el dinero suficiente y una estrategia que le permita obtener mayores beneficios a través de la adquisición, que incursionando en el negocio por sí misma. En América latina, es difícil que un inversor financiero diga que quiere salir por medio de la bolsa, salvo que invierta en las 100 empresas más grandes de la región (el mercado nacional es pequeño). Si la OPI ocurriera, sería más por circunstancias, como el caso de El Sitio, pero no es algo que pueda tomarse como un supuesto (Sosnik, 2001).

La tercera vía de salida posible es la venta de la empresa a los fundadores (opción c). Esta estrategia no es contemplada por los fondos de VC, salvo casos particulares en los cuales, por las características del fondo, se prioriza la venta a los propietarios iniciales. De todos modos, por lo general los acuerdos contemplan la opción de compra o first refusal a favor de los fundadores.

Este tipo de salida plantea una ambigüedad. Los fundadores buscaron financiamiento para crecer. El hecho de crecer implica que la valuación de la empresa sea mayor, y como consecuencia, las acciones que representen el capital de esa empresa lograrán precios unitarios más altos. Por ese lado, si la empresa crece los emprendedores habrán logrado su objetivo. Por otro lado, el aumento de precio de las acciones no coincide con el objetivo de la compra de la empresa por parte de sus fundadores. Cuanto más aumente su valuación, más difícil será comprarla. De esta manera, se produciría un conflicto de intereses.

En los fondos que propician esta estrategia (igualmente consideran la venta a socio estratégico o la OPI como alternativas secundarias), como es el caso de Inverpymes, los índices de rentabilidad quedan algo relegados por la consecución de los objetivos institucionales que persiguen (retornos esperados de alrededor del 20%). Entre ellos encontramos el promover el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas e impulsar al venture capital como herramienta de financiación. Esto también da un indicio del manejo de tasas de crecimiento inferiores y la mayor factibilidad de que se produzca la recompra del paquete accionario. Además la estructura del fondo y, por ende, la estructuración de los acuerdos está preparada para facilitar el que este tipo de salida se lleve a cabo (Wegman, 2001).

Los socios capitalistas puramente financieros tienen objetivos de rentabilidad más altos, lo cual implica que si se obtienen esos retornos, el crecimiento de la empresa dificultaría que la recompra por los fundadores sea factible. Juan Marrone (2001) opina: “La venta a los fundadores de la empresa, como estrategia de salida de una inversión, es poco probable. Principalmente porque a los fundadores se les haría muy difícil comprar la participación del fondo si la empresa es el éxito que esperamos que sea”. Por otro lado, no sería fácil encontrar créditos para operaciones de ese volumen. A lo cual Sebastian Bardengo (2001) agrega: “en el contexto actual, y en los años por venir, el apalancamiento de la empresa para la recompra de las acciones por parte de su fundador, o un MBO son muy poco probables. Sin embargo, este es un mecanismo muy usado en EEUU y otros mercados estables como salida de las inversiones”.

Un dato interesante obtenido en las entrevistas y que se aleja del general de los fondos es el caso de PCP, cuyo objetivo principal es invertir en la empresa para acompañar al proyecto a lo largo de su desarrollo. El fondo alcanza sus objetivos financieros a través del cobro de los dividendos de la empresa. Las condiciones de la inversión contemplan de 2 a 3 años de maduración de la empresa, comenzando a generar utilidades al 3er. año, para lograr retornos no inferiores al 25% después de impuestos.

Según Carlos Adamo (2001), la estrategia empleada por PCP es la más segura, la estrategia real para el mercado argentino; armar una empresa pensando en otro tipo de salida es altamente incierto. El tipo de negocios objetivo del fondo son negocios (empresas o simplemente planes de negocios) en el campo de los servicios o el comercio, en segmentos de mercado atomizados, tanto del lado de la oferta como el de la demanda, y que se puedan consolidar. En mercados muy consolidados, las condiciones de negociación y la posibilidad de generar valor son mucho más difíciles.

## 2.2. Recursos Humanos

De acuerdo a los fondos relevados, en Argentina existe un buen nivel de formación de las personas, es decir buenos recursos humanos en general. Tampoco hay que dejarse llevar por la percepción del común de la gente, existen buenos gerentes pero hay que buscarlos. Si se hace una comparación entre los países latinoamericanos, Argentina está entre los más calificados.

Quizá la mayor deficiencia se halle en las pymes, donde se pueden encontrar muy buenos gerentes a nivel operativo, pero sufren de una fuerte carencia a nivel estratégico. Las pymes argentinas se caracterizan por una fuerte tradición familiar y la falta de profesionalización. Como consecuencia de lo anterior puede apreciarse una poca apertura de las empresas al desarrollo y a nuevas herramientas administrativas. De esta manera, el desarrollo de la industria del VC se ve afectado en forma negativa. Sin embargo, Hellman y Puri (2001) plantean que las firmas que obtienen financiación del VC son más propensas a profesionalizarse o más rápidas en hacerlo que otras firmas que no acceden a él. Como resultado, el problema planteado por la falta de profesionalización hace mucho más valioso y necesario el empleo del VC.

Manuel Prieto Gomez (2001) opina que el problema de base es la falta de una estructura o ecosistema para la actividad emprendedora en la Argentina. Para minimizar el riesgo de los emprendimientos, aumentar la cantidad de acuerdos y mejorar la calidad de los mismos, debe lograrse una clara coordinación entre los sectores privado, universitario y estatal. De esta manera, las universidades incentivarían el desarrollo de ideas brindando un ambiente propicio para ello, el Estado avalaría este concepto y daría espacio para que el sector privado interactúe con las universidades en busca de proyectos. Como consecuencia de esto se facilitaría el desarrollo de un mercado de capitales más activo y también, de una industria del VC más activa.

Otro de los puntos relevados en el trabajo fue la creatividad de los argentinos. Como se planteó en el punto IV.4., la generación de ideas está muy relacionada con el VC. Pero antes de seguir avanzando en el tema, parece útil separar el término creatividad en generación de ideas pura e implementación de éstas.

Es interesante analizar dos posibles posturas frente a la creatividad, en lo que refiere a la generación de ideas: creatividad forzada y creatividad en libertad. La agilidad desarrollada frente al entorno cambiante en Argentina como medio de supervivencia genera creatividad forzada y oportunista. Según Marcelo Pestarino (2001), en el país no existe un ambiente de libertad y respeto por los derechos de propiedad que promuevan la creatividad. De esta manera, los factores externos propician respuestas rápidas que van en detrimento del desarrollo de buenas ideas, cuya aplicabilidad y resultados se ubiquen en un horizonte de largo plazo. Si a lo anterior se le suma la falta de fuentes de financiamiento, como consecuencia tenemos la fuga de ideas hacia otros mercados con un entorno más propicio para los emprendedores.

La creatividad forzada no es para descartar, pero en la lucha reactivo-proactivo, este último sale ganando. En un entorno donde se busque el desarrollo y el crecimiento, la creatividad en libertad es más productiva que aquella desarrollada para subsistir, basada en el oportunismo.

Según los entrevistados, los argentinos tienen un buen nivel medio de creatividad. Pero la gran deficiencia que padecen es el momento de la implementación. Traducir las ideas en un plan de negocios no es el fuerte de los emprendedores. Esto parece tener relación con la falta de instrucción académica que inculque una cultura emprendedora y, por ende, brinde las herramientas necesarias para su desarrollo. Por lo tanto, las personas o empresas argentinas que tengan buena capacidad de implementación cuentan con una ventaja comparativa, opina Carlos Adamo (2001). De esta manera el acceso al financiamiento se ve beneficiado, ya que captarían la atención de los fondos de VC.

## 2.3. Asimetría de la información

Tal como se expuso en el punto VII.1., el problema de la falta de información y transparencia de las empresas, lleva a mercados de capitales menos activos. Frente a esta situación nos encontramos con un círculo vicioso. La falta de información va en perjuicio del funcionamiento de la bolsa, pero por otro lado, los costos en que debería incurrirse para producir la información necesaria, no se justifican por lo poco atractivo del mercado de capitales (Baltin et al., 2001).

La falta de información de las empresas no es solamente una carencia que se produce dentro del marco del mercado de capitales. Julián Mellicovsky (2001) opina que otra de las barreras al venture capital en Argentina es la evasión impositiva, que en muchos casos termina haciendo descartar inversiones interesantes. La necesidad de llevar a cabo exhaustivas auditorías tiene que ver con la falta de madurez de la que se habló en el punto VII.1.

## 2.4. Fondos de pensión privados

En Argentina, los fondos de pensión no tienen el grado de participación que tienen en EEUU. La situación local es similar a ese país antes de la modificación del ERISA. A esta prohibición legal de invertir en activos riesgosos, hay que sumar la tentadora alternativa que ofrecían los bonos del Estado antes de la cesación de

pagos, como se enumeró en el punto VII.1..

La falta de fuentes de capital, tomando a los fondos de pensión como uno de los más importantes participantes potenciales, es una de las barreras más notorias que encuentra el VC, según los entrevistados.

Sin embargo, algunos fondos de VC acusaron suplir esa falta fondeándose en el exterior. De todos modos, esta alternativa no merece el efecto que generaría el direccionamiento de capitales de los fondos de pensión a la industria del VC. Relacionando lo anterior con la generación de proyectos, incentivaría a que muchas personas, que frente a la actual falta de financiamiento eligen trabajar en relación de dependencia, optaran por desarrollar sus emprendimientos. Otra situación que podría verse modificada es la que se planteó en el punto VII.2.2., aquellas ideas que buscan apoyo financiero en el exterior podrían considerar recibir inyecciones de capital local.

El hecho de que haya dinero disponible, potencia la explotación de las oportunidades de negocio existentes. Sin embargo, Carlos Wagener (2001) aclara que las AFJP van a invertir si las compañías son buenas y si existen mecanismos de control y sanción. Ahora no hay suficientes empresas buenas y los mecanismos de sanción no son lo suficientemente fuertes.

El anterior planteamiento denota que no se trata simplemente de un factor. No basta sólo con direccionar capitales de los fondos de pensión, sino que debe darse un marco adecuado para la inversión. Como se vio en el punto VII.1., el mercado de capitales argentino posee ciertas limitaciones que lo hacen poco atractivo.

## 2.5. Variables macroeconómicas

El peor aliciente que enfrenta la industria del VC en Argentina es la situación macroeconómica desfavorable, acompañada por la inestabilidad política. Sin embargo este factor no empaña totalmente el accionar de los fondos de VC. Al final de la enumeración se verá por qué.

## 2.6. Participación del Estado

Sería deseable que el Estado participe en el fomento y el apoyo al VC antes que involucrarse en las actividades propias de la industria del VC. La forma de llevar a cabo esto es:

- promocionando el concepto del venture capital;
- fomentando una cultura emprendedora (Punto VII.2.2.);
- incentivando a los fondos de pensión a invertir en VC, con limitaciones;
- facilitando la profesionalización de las pymes;
- apoyando la actividad emprendedora a través de líneas de crédito;
- creando incentivos fiscales;
- invirtiendo en fondos de VC, donde su función se remite solamente a ser una fuente de capitales, como es el caso de Inverpymes.

Marcelo Pestarino (2001) considera la participación del Estado como poco deseada y opina que existe poca credibilidad en los programas del Estado. Carlos Wagener (2001) coincide con Pestarino (2001) en que las actividades que el Estado emprende son poco confiables y a veces no las desarrolla en forma eficiente.

Al confrontar esta opinión frente a otros entrevistados, plantearon que el Estado no necesariamente tiene que hacer VC, sino que puede participar de diferentes maneras, como las señaladas anteriormente.

Según Eduardo Wegman (2001), muchas veces la falta de credibilidad en los programas del Estado se generaliza a lo que son herramientas en el mercado para las pymes y les juega en contra.

Los seis puntos anteriores tienen influencia en todas las industrias del VC en general. El grado en que éstos las afecten dependerá de la realidad de cada país. En Argentina, el efecto que tienen estos factores contrarresta el desarrollo de la actividad del VC, especialmente la falta de un mercado de capitales activo y la situación macroeconómica desfavorable.

Sin embargo existen dos aspectos determinantes que motivan a hacer VC en Argentina. Como se plantea en la hipótesis, éstos dos factores son: el potencial de desarrollo de los mercados y la necesidad de fuentes de financiamiento.

## 2.7. Potencial de desarrollo de los mercados

En la actualidad, invertir en Argentina no es sencillo. Un entorno inestable, un mercado de capitales poco activo y un mercado chico, entre otros factores, hacen que los inversores vean cada vez menos atractivo realizar operaciones en el país. Esta situación lleva a los fondos de VC a alejarse de la coyuntura y pensar en el mediano y largo plazo.

Argentina, y en una mirada más regional, los países sudamericanos, tienen economías en desarrollo. Desde principio de los 90, con el inicio de las privatizaciones, hasta la actualidad, se realizaron grandes reformas estructurales y se produjo una mayor apertura de la economía nacional.

En una economía alejada de la frontera de posibilidades de producción, lo que sobra es dimensión para crecer, esto implica oportunidades de negocios. Como economía emergente, más allá de tener mucho lugar para crecer en las áreas tecnológicas, existe mucho para hacer en los sectores básicos. El nivel de desarrollo de los sectores más estables de la economía permite emprendimientos en un entorno con menor incertidumbre. A lo anterior habría que sumar aquellas industrias maduras que ya alcanzaron su frontera de posibilidades de producción, donde el empleo de nuevos modelos de negocios permitirían obtener mayores retornos.

Un sector económico más estable se relaciona con un riesgo inherente del negocio menor. El direccionamiento de los fondos de VC a sectores menos variables como el comercio minorista, la logística y el turismo, como se vio en el punto VII.1, busca contrarrestar el riesgo aportado por el negocio. Si se divide el riesgo total en el riesgo inherente del negocio y el riesgo del mercado (Weston et al., 1998), como resultado, el fondo enfrenta un riesgo total disminuido en la proporción que disminuya el riesgo del negocio.

## **2.8. Necesidad de fuentes de financiamiento**

El vacío producido por la estructura y las reglas del mercado financiero, al que se hizo referencia en el punto IV.1., en Argentina se ve más acentuado por la falta de líneas de créditos para las empresas. Como consecuencia de ello, invertir en una empresa pequeña, con menos crecimiento que los proyectos manejados en el VC puro, puede permitir obtener buenos retornos. Esto también explica el cambio en la mirada de los fondos de VC al que se hizo mención en el punto anterior.

Haciendo referencia al punto VII.1., donde se detallan las características de la industria argentina de VC, puede apreciarse que el negocio objetivo de los fondos son empresas en desarrollo, con modelos de negocios probados y en funcionamiento, que busquen financiamiento para crecer. En esta definición queda expuesta la necesidad de financiamiento como un factor determinante para la industria local del VC.

Más allá de la situación económica, y del poco atractivo del mercado de capitales, la falta de fuentes de financiamiento hacen a lo esencial de la industria del VC. Haciendo de esta manera al VC en sí un negocio atractivo y con potencial de crecimiento.

## VIII. Conclusión

El desarrollo del VC en el país se dio en un período de tiempo mucho más abreviado que en EEUU, pero sirvió para autoseleccionar a los participantes de la industria y para que éstos adquirieran mayor experiencia. Esta nueva alternativa de financiación juega un importante rol en la economía de un país, cubriendo el vacío en las fuentes de financiamiento disponible para empresas en desarrollo. En Argentina, ese vacío se acentúa por la falta de financiación del sistema financiero para este tipo de empresas.

De las entrevistas realizadas y los cuestionarios completados se pudo extraer que en Argentina:

- La estrategia de salida de una inversión mayormente empleada por los fondos de VC es la venta a socio estratégico por su factibilidad.
- Los sectores de la economía a los que se está dirigiendo el VC son: telecomunicaciones, medios, tecnología, comercio minorista, logística y turismo, empresas de desarrollo de software y empresas de internet.
- El negocio objetivo en general son empresas en desarrollo, con modelos de negocios probados y en funcionamiento, que busquen financiamiento para crecer.
- Los montos financiados van de 1 a 5 millones de dólares (dato obtenido en vigencia de la ley de convertibilidad).
- Los retornos medios esperados sobre la inversión rondan entre el 40% y 50% al año.
- Los fondos buscan participación minoritaria en las empresas de su cartera.
- En cuanto a aportes no financieros, los fondos cooperan en el planeamiento estratégico de las empresas, sin intervenir en el día a día. Forman parte del directorio y ofrecen una importante red de contactos.
- El tiempo medio de permanencia en la inversión es de 3 a 5 años, pudiendo prolongarse un par de años más.

Las principales barreras que enfrenta el VC en el país son: (a) la inestabilidad macroeconómica y política; y (b) la falta de un mercado de capitales activo y sus implicancias, ya que el mercado de capitales argentino es poco transparente, no ofrece protección a accionistas minoritarios y está concebido para empresas maduras, haciendo que la cotización de las empresas chicas pierda liquidez. En una visión global y a largo plazo, la falta de una estructura para la actividad emprendedora lograda por la coordinación del sector privado, estatal y universitario, se convierte en un freno, no sólo al desarrollo del mercado de capitales y la industria del venture capital, sino también al crecimiento de la economía nacional en su conjunto.

Un país en desarrollo tiene muchas carencias, pero también horizonte para crecer en abundancia. Argentina, al igual que otros países latinoamericanos, tiene mucho por hacer, no sólo en los sectores tecnológicos, sino también en las industrias más tradicionales.

En resumen, más allá de las barreras que enfrenta el venture capital en Argentina, el potencial de desarrollo de los mercados y la necesidad de fuentes de financiamiento, se convierten en dos factores determinantes para el desarrollo de la actividad del VC en el país. Estos dos elementos, apoyados por un buen nivel medio de formación de recursos humanos y de creatividad, hacen del VC en sí una industria local en desarrollo.

## IX. Referencias Bibliográficas

- Adamo, Carlos A. (2001). Comunicación personal.
- Agardy, Federico (2001). Comunicación personal.
- Baltin, Matthias y Bell, Philipp (2001). *Venture Capital in South America: Unlocking the Potencial for Venture Creation in an Emerging Market*. Otto Beisheim Graduate School of Management.
- Bardengo, Sebastian (2001). Comunicación personal.
- Batterson, Len (2001). *The Venture Capital Process*.
- En: <http://www.vcapital.com/Site++Content/CEO+Letter/Archive/CEO+Letter+040301.htm>. (10/03/02).
- Benninga, Simon y Sarig, Oded (1997). *Corporate Finance: A Valuation Approach*. The McGraw-Hill Companies.
- Bidh , Amar (1999). *The Origen and Evolution of New Businesses*. The Oxford University Press.
- Bliss, Richard T. (1995). *A Venture Capital Model For Transitioning Economies: The Case of Poland*. Babson College.
- Bolsar (2002). En: <http://www.bolsar.com/Research/Indicadores/Volumenes.asp>. (03/04/02).
- British Venture Capital Association –BVCA–(1998). *A Guide to Venture Capital*.
- Camberos, Marcelo (2001) Comunicación personal.
- Castrillo, Martín (2001). Comunicación personal.
- Fundación Endeavor (2001). *Guía de fondos 2001*. Formato mini CD.
- Fundación Invertir Argentina (2001). Informe “*Fondos de Inversión Privada (Private Equity Funds) establecidos en la Argentina*”. 4ta. Edición, mayo 2001.
- Geandet, Ariel H. (2001). *Políticas Financieras en Argentina y Brasil, el camino a la integración*. Universidad de Belgrano.
- Gilson, Ronald y Black, Bernard (1999). *Does Venture capital Require an Active Stock Market*. Columbia Law School- The Center for Law and Economic Studies.
- Gomez, Manuel Prieto (2001). Comunicación personal.
- Gompers, Paul A. (1992) *The Rise and Fall of Venture Capital*. Graduate School of Business - University of Chicago. Business and Economic History, Vol.23, No.2, pp. 1-26.
- Gompers, Paul A. y Lerner, Josh (1999). *What Drives Venture Capital Fundraising?*. National Bureau of Economic Research.
- Hellmann Thomas y Puri, Manju (2001). *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*. Graduate School of Business - Stanford University.
- James, Mimi y Koller, Timothy M. (2000). *Valuation in Emerging Markets*. The McKinsey Quaterly, 2000, N 4.
- Jeng, Leslie A. y Wells, Philippe C. (1998). *The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*. Harvard Business School.
- Kortum, Samuel y Lerner, Josh (1998). *Does Venture Capital Spur Innovation?*. National Bureau of Economic Research.
- Lerner, Josh (1997). *Venture Capital and Private Equity: A Course Overview*. Harvard Business School y National Bureau of Economic Research.

- Marrone, Juan Manuel (2001) Comunicación personal.
- Mellicovsky, Julián (2001). Comunicación personal.
- Pereiro, Luis (2001). *Tango and cash: entrepreneurial finance and venture capital in Argentina*. Universidad Torcuato Di Tella.
- Pestarino, Marcelo (2001). Comunicación personal.
- Sosnik, Esteban (2001). Comunicación personal.
- Tykvová, Tereza (2000). *Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation*. Dept. International Finance and Financial Management – Center for European Economic Research.
- Vcapital (2002). *Capital Sources: Angel Investing*. En: [http://www.vcapital.com/Home++Site/Primary\\_Navigation/CAPITAL+SOURCES/Angel+Investing/Angel++Investing.htm](http://www.vcapital.com/Home++Site/Primary_Navigation/CAPITAL+SOURCES/Angel+Investing/Angel++Investing.htm). (10/03/02).
- Venture Economics (1988). *Exiting Venture Capital Investments*. Needham: Venture Economics. Citado por: Gompers, Paul A. y Lerner, Josh (1999). What Drives Venture Capital Fundraising?. National Bureau of Economic Research.
- Wagener, Carlos (2001). Comunicación personal.
- Wegman, Eduardo (2001). Comunicación personal.
- Weil, Federico (2001). Comunicación personal.
- Weston, Fred J. y Brigham, Eugene F. (1998). *Fundamentos de Administración Financiera*. Mc Graw Hill. pp. 190-201
- Zyder, Bob (1998). *How Venture Capital Works*. Harvard Business Review.