

**Universidad del CEMA**

**Maestría en Aspectos Legales de las Finanzas**

**Trabajo de Investigación Final**

**Venture Capital desde el lado de la relación de agencia del VC con las  
empresas de portafolio. Aplicación para el caso argentino.**

**Estefanía Merbilhàa**

## INDICE

1. INTRODUCCIÓN
  
2. FUNDAMENTACIÓN
  - 2.1 EL VENTURE CAPITAL. CONCEPTO
  - 2.2 ETAPAS DE FINANCIACIÓN
  - 2.3 LOS ORIGENES DEL VENTURE CAPITAL
  
3. PRINCIPALES PROBLEMAS DE AGENCIA. MODO DE MITIGARLOS
  - 3.1 PROBLEMAS EX - ANTE
    - 3.1.1 SELECCIÓN ADVERSA
  - 3.2 PROBLEMAS EX - POST
    - 3.2.1 RIESGO MORAL
    - 3.2.2 WINDOW DRESSING
    - 3.2.3 HOLD-UP
  
4. EL CONTRATO DE VENTURE CAPITAL. CLAUSULAS MÁS UTILIZADAS. COSTOS DE AGENCIA
  
5. SALIDA DEL VENTURE CAPITAL
  
6. EL VENTURE CAPITAL EN ARGENTINA
  
7. CONCLUSIÓN

## **8. BIBLIOGRAFÍA**

## 1. INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo trataré en profundidad los problemas que surgen como consecuencia de la relación de agencia del Venture Capital (en adelante “VC”) con las empresas de su portafolio. Para poder encarar el tema creo conveniente explicar sucintamente el concepto del Contrato de Agencia. Como sabemos, este es un contrato *sui generis*, innominado conforme a la clasificación de Vélez Sarfield en nuestro Código Civil (art. 1143), hoy también denominado atípico, pero socialmente conocido e individualizado como “Contrato de Agencia”. La mejor definición que he encontrado de este contrato es la del art. 1742 del Código Civil Italiano que establece lo siguiente: “Por el contrato de agencia una parte asume de manera estable el encargo de promover, por cuenta de la otra, mediante retribución, la conclusión de contratos en una zona determinada”. Para Jensen (1976) una relación de agencia es un contrato en el cual una o más personas (principal/es) encargan a otra persona (agente) la realización de algún servicio en su nombre implicando esto una delegación de autoridades para dicho agente.

Como detallaré a lo largo del trabajo la mencionada relación de agencia se ve afectada principalmente por un alto grado de información asimétrica en un ambiente de total incertidumbre. Por lo general esta información asimétrica surge porque el VC y el entrepreneur poseen diferente información. Esta diferencia en la información está también dada porque el entrepreneur se ocupa del día a día del proyecto o empresa y por lo tanto tiene acceso a un mayor grado de información. O quizás, aún compartiendo la misma información están en desacuerdo en varios temas respecto de la misma.

La mencionada asimetría deja a los entrepreneurs en una posición en la cual pueden llegar a perseguir en mayor grado sus propios intereses y no los de su principal y asimismo pueden hacer muy dificultoso y costoso para el VC evaluar la performance de sus acciones.

Por tal razón en el contexto de los contratos financieros, en el cual al inversor se lo considera el principal y al entrepreneur el agente, surgen varios problemas de agencia los cuales son principalmente una consecuencia de la separación entre las finanzas y la administración, entre la tenencia y el control (Joonas Säynevirta 2003) pero también son una consecuencia de la delegación de derechos de propiedad (Steffan Duffner 2003).

Los problemas de agencia a los que me dedicaré en profundidad en este trabajo son los llamados: riesgo moral, selección adversa, el “hold-up” y el llamado “window dressing”, entre otros. Los mencionados problemas son atacados por el VC de diversas formas: estableciendo distintas etapas para la inyección de capital, exigiendo información periódica, colocando miembros en el directorio de la empresa del portafolio, mediante la sindicación de VC’s, ligando la retribución del entrepreneur a los resultados del proyecto, etc.

Intentaré también explicar claramente las formas de apalear los problemas de agencia que surgen por la financiación a través del VC.

Para finalizar me ocuparé de analizar la aplicación de lo desarrollado en el contexto argentino en el cual la industria del VC es relativamente nueva.

## **2. FUNDAMENTACIÓN**

### **2.1 EL VENTURE CAPITAL: CONCEPTO**

La inversión en capital de empresas privadas en formación es generalmente conocida como Venture Capital o capital riesgo. Como Venture Capital a secas, se conoce al inversor individual y como “Fondo de Venture Capital” a las sociedades que invierten en los mencionados proyectos o empresas. A lo largo de este trabajo me

referiré a Venture Capital en forma general sin individualizar si se trata de un fondo o de un inversor individual.

Los VC surgen principalmente para otorgar financiamiento a empresas que se encuentran en una etapa crítica de crecimiento en la cual les es imposible acceder al financiamiento a través de préstamos bancarios con altas tasas de interés ya que la empresa no es todavía un cliente solvente en el mediano plazo para los bancos (Rodolfo Aprea 2004).

El financiamiento externo que pueden llegar a recibir las empresas en su etapa inicial esta limitado por el alto riesgo de los proyectos, esto último está determinado por la falta de información crítica y por lo novedoso de los proyectos que intentan llevar a cabo. Esto se debe a que cuanto más riesgoso sea el proyecto, la inversión también se convierte en más riesgosa implicando esto una menor rentabilidad esperada para el inversor. Esta falta de información sobre la posibilidad de éxito del proyecto crea una gran discrepancia entre el valor realizado y el valor esperado o proyectado inicialmente por dicho inversor.

Los proyectos financiados a través del VC son en general innovadores, razón por la cual poseen un alto nivel de riesgo lo cual lleva al inversor a esperar retornos lo suficientemente elevados para justificar una inversión tan riesgosa. Usualmente los VC actúan de manera sindicada pudiendo así diversificar el riesgo que generan este tipo de inversiones y pudiendo intervenir de esa forma en más de un proyecto aumentando así la posibilidad de obtener un éxito. Invierten así en diferentes tipos de industrias y de distintos países para así poder reducir el riesgo sistemático del portafolio. Otros VC con frecuencia se especializan en determinadas industrias en las cuales adquieren ese alto grado de expertise necesitado por los entrepreneurs. En ambos casos tienen la mediana certeza de que de diez inversiones que realicen: dos fracasarán, dos triunfarán y seis serán éxitos marginales.

Cabe también señalar que dichas empresas jóvenes no solo necesitan capital sino también “managerial advice” es por esa razón que recurren al financiamiento de los VC.

El sector bancario generalmente no desea tomar riesgos tan extremos como los generados por este tipo de proyectos y no otorgan el “managerial advise” necesitado por este tipo de nuevas empresas.

Utilizando su red de contactos y la sinergia existente dentro de un mismo portafolio de empresas el VC puede ayudar a las empresas a encontrar empleados o gerentes altamente capacitados, proveedores, clientes y asimismo otros potenciales inversores. El VC ofrece toda su experiencia colaborando así al establecimiento organizacional, financiero y estratégico de la nueva empresa (Tereza Tykvová 2000).

El entrepreneur solo posee recursos limitados pero sin embargo su capital humano es esencial para el éxito del proyecto. Es por tal razón que la relación entre el VC y los entrepreneurs resulta altamente positiva en el sentido de que ambos se benefician del proyecto y el uno sin el otro no podrían sobrevivir o llevarlo exitosamente adelante, en simples palabras: “uno tiene la idea y el otro el dinero inteligente (o “smart money”) necesario para cumplirla”. El hecho de compartir el riesgo es también beneficioso para ambos en especial en los casos en el que los inversores del VC y los entrepreneurs poseen distinta aversión al riesgo.

## **2.2 ETAPAS DE FINANCIACIÓN**

La definición de VC comprende tres tipos de inversión durante la etapa de adolescencia de la empresa que se financia a través del VC ya que la empresa necesitará de varias infusiones de capital.

Las etapas son: (a) capital semilla o capital inicial (“Seed Investment” o “Seed Capital”); (b) financiación de empresas que recién inician sus actividades (“Startup Investment”); y (c) inversiones para expansión o crecimiento.

El “Seed Investment” es una pequeña cantidad de dinero que se entrega a un inventor o entrepreneur para determinar si ese proyecto o invención merece ser tenido

en consideración para una inversión posterior. Si la idea del inventor posee tecnología el dinero se utilizará principalmente para construir el primer prototipo.

Por su parte el “Startup Investment” generalmente apunta a empresas con menos de un año de existencia que utilizarán ese capital para la producción y testeo del producto a vender y del mercado al cual ese producto ingresará. También se utilizará como capital de trabajo inicial, para contratar empleados, alquilar oficinas, comprar equipos e infraestructura, entre otras cosas.

Las inversiones para expansión o crecimiento involucran a empresas que ya han ingresado al mercado y que podrán obtener una mayor estimación de cual será la penetración a dicho mercado. La empresa podrá aún no generar ganancia o si las genera éstas serán muy reducidas razón por la cual necesitan esta financiación externa del VC (William Sahlmann 1990). Esta etapa se da cuando las ventas y la producción crecen y necesitan expandirse, ampliar una planta, comprar un inmueble, capital de trabajo, etc.

### **2.3 LOS ORIGENES DEL VENTURE CAPITAL**

Las jóvenes empresas en crecimiento así como los VC siempre han sido esenciales para el desarrollo de la economía y la cultura de los países. La sociedad del siglo XVI fue principalmente formada por grandes expediciones realizadas por los portugueses y los españoles (Polo, Díaz, Colón, Vespucio, Da Gamma y Magallanes fueron los nombres más conocidos entre los descubridores). Obtener financiación para estas riesgosas expediciones siempre ha sido un gran problema para los visionarios. Tal es así que la industria del VC tuvo sus orígenes más remotos en las financiaciones otorgadas por la Reina Isabel de España a la riesgosa campaña del navegante Cristóbal Colón o por la financiación otorgada por Cristóbal De Haro (un mercader Holandés) a la primer expedición alrededor del mundo de Fernando de Magallanes (1519-1522) (Steffan Duffner 2003).

Es importante destacar que los problemas de agencia también se remontaban a esas épocas ya que al riesgo de esas expediciones se le debía sumar el hecho de que el navegante se pudiera comportar en una manera no deseada. Esto es, De Haro nunca pudo haber sabido si Magallanes realmente quería dar la vuelta al globo o si simplemente quería tener el prestigio que daba ser el capitán de una expedición de tres buques. Asimismo, De Haro jamás pudo saber si su dinero fue efectivamente usado en dicha expedición o si a su regreso Magallanes repartiría las ganancias en forma proporcionada. Es decir que solo Magallanes sabía esas cosas y que en la actualidad solo los entrepreneurs saben ciertas cosas sobre el negocio y que los VC desconocen enteramente.

Luego con el transcurso del tiempo, la industria del VC fue surgiendo poco a poco con familias estadounidenses adineradas que comenzaron a financiar proyectos tecnológicos que demostraban gran posibilidad de rendimiento. El ejemplo más claro se dio cuando un abogado de Boston y un comerciante de cueros de Salem financiaron en el año 1874 a Alexander Graham Bell con sus experimentos que luego derivarían en la invención del teléfono.

En la era moderna el VC comenzó a organizarse poco a poco con la formación de la American Research and Development (ARD) establecida en la ciudad de Boston en el año 1946 por Karl Compton (Presidente del Massachusetts Institute of Technology), Merrill Griswold (CEO del Massachusetts Investors Trust), Ralph Flanders (Presidente del Banco de la Reserva Federal de Boston) y George F. Doriot (profesor del Harvard Business School). La ARD fue principalmente creada para realizar inversiones de alto riesgo en empresas emergentes basadas en tecnología desarrollada para la Segunda Guerra Mundial.

Luego del lanzamiento del Satelite Sputnik por los soviéticos en el año 1957 el gobierno estadounidense decidió tomar un rol más activo en el financiamiento de pequeñas empresas y en 1958 dictó la Small Business Investment Act (Gompers y Lerner 2001). Este programa creció a pasos agigantados otorgándose entre los años 1960 y 1962 aproximadamente 585 licencias. La industria comenzó así a crecer

rápidamente pero las expectativas poco razonables, el financiamiento a las empresas con deuda (a diferencia del financiamiento otorgado por las ARD), la orientación cortoplazista de la inversión, la excesiva regulación gubernamental, la poca experiencia en este campo y la falta de entendimiento de las disciplinas del VC casi destruyó a esta nueva industria. Afortunadamente los gerentes de varias “Small Business Investment Companies” (“SBCI”) aprendieron de esos errores y hoy en día las SBCI permanecen como una pequeña aunque importante fuente de financiamiento en los Estados Unidos pero no tanto de proyectos riesgosos sino de empresas más estables.

El final de los años sesenta y los comienzos de los setenta dieron lugar a la creación de nuevos grupos de inversión estructurados en la mayoría de los casos como Limited Partnerships. La industria creció casi 450 millones de Dólares anualmente entre 1969 y 1973 y la creación de estas nuevas firmas estaba dada por la característica de que en casi todos los casos estas eran miembros de la ARD.

El rápido incremento de los VC tuvo lugar por tres variables de la época: (i) el revenue Act de 1978 que disminuyó la tasa del impuesto a las ganancias del 49.5% al 28% tornando altamente atractivas a la financiación a largo plazo de los negocios de VC; (ii) la modificación del “Prudent Man Rule” que permitió a los fondos de pensión invertir en VC que antes les era prohibido por el Employee Retirement Income Security Act (ERISA); y (iii) el auge de las ofertas públicas iniciales en el mercado de capitales.

La industria del VC en EEUU fue el disparador de varias exitosas empresas como ser Apple Computer, Microsoft, Intel, Federal Express, Lotus Development, Compaq Computer, Teledyne entre otras. Las mencionadas empresas han recibido financiaciones en sus estadios iniciales y luego se convirtieron en empresas cotizantes en el mercado de capitales.

La industria del VC también tuvo varios renombrados fracasos como ser: Ovation Technologies, Osborne Computers, Ztel y Gavilan, perdiendo los

inversionistas en casi todos los casos la totalidad de su inversión (William Sahlman 1990).

### **3. PRINCIPALES PROBLEMAS DE AGENCIA. MODO DE MITIGARLOS**

Los problemas de agencia que surgen en el financiamiento por VC se pueden dar antes de la financiación propiamente dicha (a los que denominaremos problemas Ex-ante) o posteriormente al otorgamiento de la mencionada financiación (problemas Ex-post).

#### **3.1 PROBLEMAS EX - ANTE**

##### **3.1.1 SELECCIÓN ADVERSA**

Los VC desconocen varias cosas: la verdadera calidad de los proyectos, las capacidades de los entrepreneurs y los posibles mercados para el producto a financiar generándose lo que se denomina como “Conocimiento Oculto”. La selección de proyectos por parte de los VC es un proceso extremadamente complejo. Los VC no pueden distinguir entre un buen y un mal proyecto.

El caso clásico de una situación de conocimiento oculto, originalmente estudiado por el economista estadounidense Georges Akerlof, se da en los mercados en los que se comercian bienes de distinta calidad y en los cuales dicha calidad resulta difícilmente determinable para el comprador (Germán Coloma 2001). El ejemplo más usado para explicar el llamado “Market of Lemons” de Akerlof es el mercado de automóviles usados en el cual el vendedor posee más conocimiento que el comprador con respecto a las características del auto a vender. El efecto de esta asimetría de la información es que mientras los oferentes conocen ampliamente el bien y su consiguiente valor verdadero, los compradores evalúan ese valor solo de manera probabilística comerciándose como consecuencia una cantidad ineficiente de dichos autos. A este fenómeno de ineficiencia se lo denomina “Selección Adversa”.

La principal manera de solucionar este problema es a través del proceso denominado de señalización o “Signaling” por medio del cual los entrepreneurs que son los que poseen buenos proyectos logran dar una señal a los VC de ese hecho. Al dar esa señal le permiten inferir al VC, que tiene menos información sobre el proyecto, de la existencia de una característica determinada en este caso la característica de que el proyecto en cuestión es altamente viable. La mencionada señal la pueden dar a través de la inclusión de ciertas cláusulas en el contrato de VC como ser la financiación por etapas, la opción de venta ante el fracaso del proyecto, entre otras. De más está decir que las señales que dé el entrepreneur deben ser creíbles para que surtan efecto. Una buena manera de dar una señal creíble por parte del entrepreneur es cuando él personalmente invierte en el proyecto o creando un prototipo para mostrar a los potenciales VC lo cual puede ser muy costoso para dicho entrepreneur. Las mencionadas señales dan al VC la certeza de la credibilidad y posibilidad de éxito del proyecto.

Cabe señalar que el problema de selección adversa también puede darse ex-post aunque es en las primeras etapas en donde es más notable e importante.

## **3.2 PROBLEMAS EX – POST**

### **3.2.1 RIESGO MORAL**

El riesgo moral o “Moral Hazzard” es uno de los principales problemas de agencia y describe dos tipos de situaciones en las cuales el entrepreneur: (a) utiliza información que no es observable por el VC (“información oculta” o “hidden information”), o (b) realiza acciones o actos que el VC no puede observar (“acciones ocultas o “hidden actions”) para beneficiarse a costa del VC.

El VC puede observar el éxito o fracaso de la empresa pero no el comportamiento del entrepreneur. Sin embargo hay ciertas señales, como ser las

ganancias de la empresa, que le permiten al VC deducir que el esfuerzo del entrepreneur es el adecuado. Este tipo de señales pueden ser pactadas por ambas partes contractualmente.

Asimismo, el comportamiento oportunístico del entrepreneur lo puede llevar a maximizar su beneficio personal por sobre el de la empresa no pudiendo así tomar decisiones eficientes.

La principal forma de solucionar este problema de conocimiento oculto es a través de la transferencia del riesgo de su accionar al propio agente. Esto se logra haciendo que la retribución del entrepreneur esté ligada a las metas a adquirir a través de su propio esfuerzo. De esta forma, al ligar la retribución del entrepreneur al desenvolvimiento de la empresa, se evita que él utilice el capital entregado por el VC innecesariamente ya que en cierta manera su compensación depende de la correcta alocaación del dinero prestado. En este escenario, los entrepreneurs reciben salarios muy bajos más acciones ordinarias o *stock options* las cuales se abonan solamente si la empresa es vendida. Asimismo, si los entrepreneurs dejan la empresa pierden todas o casi todas sus acciones o opciones mientras que el VC se reserva el derecho de comprar las acciones a un precio predeterminado en el contrato de VC.

Otra forma de poder mitigar el problema del riesgo moral se da cuando los VC no invierten todo el capital en una sola etapa. Por el contrario, el capital se va inyectando en diferentes etapas sujetas al cumplimiento de ciertas metas de desempeño previamente establecidas al entrepreneur.

Ante el incumplimiento de dichas metas el VC tiene la posibilidad de: (i) retirarse del proyecto liquidando la empresa, (ii) aumentar el control que posee en la misma, o (iii) reemplazar al management por personal jerárquico más capacitado. La financiación por etapas es altamente recomendable especialmente para proyectos muy riesgosos de los cuales se desconoce su aceptación por parte del mercado. Esta estrategia limita la cantidad de dinero disponible reduciendo así el mal uso del mismo por parte del entrepreneur. El capital entonces se otorga solo cuando se necesita y nunca

antes evitando así su mal uso por parte del entrepreneur al cual se le solicita la inclusión de cláusulas de no-competencia para prevenir así su partida antes de la realización del proyecto.

Cabe mencionar que los entrepreneurs normalmente aceptan todo tipo de cláusulas o condiciones ya que se consideran capacitados de alcanzar las metas o targets del VC. La infusión de capital en etapas otorga al VC un mayor control sobre los entrepreneurs y reduce enormemente las posibilidades de que se tomen malas decisiones ya que con este método se puede salir a tiempo del negocio e inclusive llamar la atención del management si va por el mal camino.

Otra buena solución al problema en cuestión que ayuda también a alinear los intereses de ambas partes es dejando al entrepreneur con la mayoría de las acciones de la sociedad y permaneciendo el VC solo con una participación minoritaria. De esta manera el entrepreneur se ve también perjudicado si no se esfuerza lo suficiente o si malgasta la inversión realizada por el VC y la posibilidad de un comportamiento oportunístico de su parte se vuelve menos atractiva. Cabe señalar que en la realidad esta solución no se puede dar en varios casos ya que por lo general el entrepreneur no tiene gran cantidad de capital para obtener la mayoría siendo esa la principal razón por la cual acude al VC en busca del mismo.

Otra posibilidad para solucionar los problemas de agencia surgidos del Moral Hazard es la de entregar al VC acciones preferidas convertibles. Las acciones preferidas son aquellas que reconocen o conceden ventajas patrimoniales por sobre las acciones ordinarias. Estas ventajas pueden consistir en, por ejemplo, una participación adicional en las ganancias, en preferencias sobre la cuota de liquidación, o en el derecho a un dividendo preferido, sea éste en base a un porcentaje respecto del total de las ganancias o consistente en un monto fijo por sobre el valor nominal de los títulos. Estas clases de acciones confieren a su tenedor una particular situación frente a la Sociedad, ya que si bien son accionistas, las preferencias patrimoniales que ostentan los colocan también en cierta medida como acreedores de la Sociedad. Este tipo de acciones otorgan al VC la posibilidad de asegurarse que el entrepreneur no se está pagando un

salario muy alto disfrazado como dividendo ya que en este supuesto el VC cobraría primero. Asimismo, si las cosas no andan del todo bien y hay que cancelar el proyecto y liquidar la compañía, el VC obtiene el monto de su inversión antes de que el entrepreneur obtenga monto alguno. Además de las acciones preferidas, el VC siempre posee derecho de voto en ciertas materias de relevante importancia como ser reformas de estatuto (aumento de capital, cambio de objeto etc.), escisiones, fusiones, inversiones importantes y cualquier otro tipo de reorganización societaria de gran envergadura.

Las acciones preferidas pueden ser también convertibles en acciones ordinarias otorgando así la posibilidad al VC de convertirlas en caso de que el valor de mercado de la compañía suba. Es decir que si la firma resulta ser exitosa la tenencia de acciones otorga prestigio al VC abriéndole quizás así las puertas para nuevos negocios en virtud de la buena publicidad surgida del éxito del proyecto.

La última y quizás una de las más utilizadas formas para mitigar los problemas del Moral Hazard está dada por una intervención muy activa del VC en la compañía financiada. Esto se suele dar a través de su participación en el directorio o en el management. Por lo general la intervención del VC en asuntos del directorio es una labor no remunerada e inclusive se puede dar que el VC posea un “observer seat”, es decir que no posea un miembro en el directorio en sí mismo sino que simplemente esté autorizado a participar en las reuniones como simple observador. De estas dos formas el VC se asegura que las cosas funcionen bien ya que está enterado de todo evitando o disminuyendo así la asimetría en la información.

Más allá de que el VC no intervenga ni el directorio ni el management éste puede realizar visitas e inspecciones a las compañías en las invierte o más allá de que no acuda en persona puede comunicarse vía telefónica, por e-mail o por videoconferencia con los ejecutivos de las mismas. El monitoreo por parte del VC es notablemente importante y puede incluir la preparación por parte del entrepreneur o del management de reportes mensuales, bimestrales o trimestrales que le permitan tener una idea más clara del día a día de la compañía. Asimismo la confección de balances con las mismas

características permiten tener un control de los montos invertidos y de las características de los gastos efectuados.

### **3.2.2 WINDOW DRESSING**

La financiación por etapas mencionada anteriormente como solución para el problema de “Moral Hazzard” puede sin embargo derivar en el denominado problema del “Window Dressing” que surge como consecuencia de que todo el dinero del proyecto está dado por el VC, por tal razón, el entrepreneur siempre va querer proseguir con dicho proyecto pase lo que pase ocultando las malas noticias del VC. Entonces previo a la etapa en la cual el VC estudia la posibilidad de financiar la próxima etapa el entrepreneur manipula señales de corto plazo para reducir la posibilidad de que el proyecto sea descartado y la empresa posteriormente liquidada.

Una de las maneras de solucionar el problema del “Window Dressing” es la deuda convertible en acciones entonces si el entrepreneur sabe que cada buena señal (pero mala en realidad) que él informe hará que el VC adquiera más control y que sus ganancias propias vayan disminuyendo paulatinamente. Esto evitará entonces que manipule las señales y tienda a decir la verdad.

Otra manera de mitigar este problema es incluyendo cláusulas que otorguen beneficios económicos a los entrepreneurs que informen a los VC cuando el proyecto vaya mal evitando de esa manera que el VC siga invirtiendo en un proyecto que ya ha dejado de ser viable.

### **3.2.3 HOLD - UP**

El problema de hold-up es un tipo de comportamiento oportunístico por medio del cual el entrepreneur utiliza en su favor vacíos, lagunas o gaps en contratos incompletos en los cuales todos los estadios del futuro no están bien definidos o especificados. Luego de que ciertas inyecciones de capital ya han sido realizadas por el

VC y cuando existen costos irrecuperables en los cuales éste ha incurrido, el entrepreneur revela sus reales intenciones (*hidden intentions*) logrando así el cumplimiento de sus cometidos forzando al VC a renegociar el contrato en su desmedro.

Por lo general los contratos de VC suelen ser incompletos en el sentido de que siempre pueden surgir nuevos desarrollos que puedan ser necesitados para el negocio o invención y entonces se producen este tipo de gaps que deben ser renegociados. El problema se da cuando el entrepreneur tenía previo conocimiento de estos nuevos e indispensables desarrollos y no se los había transmitido ex-ante al VC. En éste escenario y con los costos irrecuperables del lado del VC el entrepreneur está en una posición dominante para renegociar lo que él desee ya que esta bien en claro que quien más tiene para perder en estos estadios del proyecto es el VC.

Este problema es realmente muy difícil de solucionar ya que al momento de la firma del contrato de VC no todo puede ser predeterminado o presupuesto y siempre habrá lugar para renegociar ciertos aspectos no previstos ex-ante por las partes.

#### **4. EL CONTRATO DE VENTURE CAPITAL. CLAUSULAS MÁS UTILIZADAS. COSTOS DE AGENCIA**

En virtud de los problemas expuestos es de vital importancia que el VC y el entrepreneur celebren un contrato que inflencie sus comportamientos y reduzca los costos de agencia derivados de la relación.

Los costos de agencia son costos de transacción vinculados con la relación misma de agencia como con los problemas que se derivan de dicha relación. Estos costos incluyen todo tipo de costos de selección y evaluación de los potenciales agentes o entrepreneurs, de negociación de los contratos, de monitoreo de los agentes y cualquier otros costo residual que pueda darse como consecuencia de la mencionada relación.

Dentro de las cláusulas más importantes que deberá contener el contrato están las de plan de salida del inversor, la cuota de liquidación, los dividendos (ver ítem sobre Riesgo moral - Acciones preferidas), el derecho de preferencia o de suscripción preferente ante una nueva emisión por aumento de capital, el de “first refusal”, el “tag-along” y el “drag-along”.

El derecho de first refusal es el derecho que se le otorga a un accionista, ante una venta de un co-accionista de sus acciones, la posibilidad de tener el derecho prioritario para comprarlas primero en las mismas condiciones de venta establecidas para terceros y con preferencia a ellos es decir, el derecho a empatar la oferta que un tercero le hace a su co-accionista.

Por su parte el derecho de tag-along se utiliza cuando el accionista o grupo mayoritario o de control que está negociando la venta de su tenencia debe tener en cuenta a la minoría para que así estos puedan también beneficiarse del buen precio de venta obtenido o negociado por los mayoritarios. El drag-along es su contracara ya que se utiliza cuando la mayoría (por lo general los VC) pacta con los entrepreneurs que poseen la minoría que ante una eventual venta de las acciones del VC a un tercero el entrepreneur deberá vender también su tenencia en similares condiciones.

Los derechos de first-refusal y de tag-along, se conceden, aunque el entrepreneur debe reservarse para sí algunas ventajas. Por ejemplo: Que el derecho de empatar la oferta que le hace un tercero no le quite liquidez a las acciones y le restrinja la opción a que otros le compren la compañía. Para evitarlo, es recomendable que los entrepreneurs se reserven un porcentaje que pueden vender libremente. Si no, un tercero nunca se esforzaría por evaluar la empresa porque siempre podría quedársela otro. Por otra parte, para el entrepreneur es importante poder empatar la oferta para evitar que ingrese un socio no deseado que controle acciones preferenciales. Asimismo, si los entrepreneurs no compran la parte que está en venta, y no pueden impedirla, pueden obligar a que haya una “conversión automática de acciones”. Es decir que las acciones preferidas del

nuevo inversor se convierten en ordinarias. Por eso, deben reservarse el derecho de vetar al inversor para poder quitarle así los derechos preferenciales.

Por todo lo expuesto, previo a la firma del contrato mencionado el entrepreneur y su proyecto son intensamente estudiados. El VC lleva cabo un exhaustivo proceso de investigación analizando la factibilidad de la información y del proyecto en cuestión evaluando particularmente a la persona del entrepreneur así como la originalidad de su idea. A esta etapa de “due dilligence” se la suele denominar también “screening”.

## **5. SALIDA DEL VENTURE CAPITAL**

La principal habilidad de los VC es la de guía de los entrepreneurs en sus etapas iniciales de crecimiento razón por la cual dejarán a las empresas de su portafolio cuando estas últimas sean maduras y ya estén en condiciones de poder financiarse por otros medios como ser bancos y/o mercado de capitales.

Existen seis diferentes maneras de terminar y/o finalizar una inversión de VC: (1) venta de las acciones de la compañía en una Oferta Publica; (2) venta de las acciones a otra compañía; (3) recompra de las acciones por la propia compañía; (4) venta de las acciones a otro inversor; (5) reorganización societaria; y por último (6) liquidación de la compañía.

La Oferta Pública Inicial (OPI) es la forma de salida más común y es el principal fin de todo VC ya que es la salida más frecuente en los mercados de capitales más desarrollados. Generalmente los VC poseen aun participación accionaria en las empresas del portafolio que presentan su OPI (Gompers y Lerner 2001) otorgándoles a los nuevos inversores una garantía de confianza hacia dichas empresas ya que se sobrentiende que las mismas han sido correctamente monitoreadas y se encuentran bien encaminadas hacia un posible éxito. Asimismo, al retener dicha participación,

manifiestan también su credibilidad en que dicho negocio es rentable y promisorio logrando así una buena publicidad para los potenciales compradores.

Para Mitchel Berlin llegar a la etapa de la OPI es el principal fin de casi todos los VC ya que les permite hacer público su éxito en dicha empresa financiada y lograr una buena reputación y a su vez apuntar ahora sus esfuerzos a nuevos negocios riesgosos ya que con la buena reputación adquirida les será más fácil atraer nuevos inversores para dichos negocios.

## **6. EL VENTURE CAPITAL EN ARGENTINA**

En nuestro país la industria del VC difiere de la de su país de origen (EEUU) ya que es mucho más reciente y por lo tanto mucho menos desarrollada. Al ser una industria en vías de desarrollo no se da una diferenciación entre los fondos de private equity y los fondos que solo realizan inversiones de VC como sucede en EEUU. Asimismo, la financiación en la Argentina se da por lo general en los estadios de expansión y crecimiento y no como “Seed Investment” o “Startup Investment” (Ver punto 2.2) como sucede en EEUU.

En Argentina la industria del VC se profesionalizó recién en los años noventa con la estabilidad y apertura económica, con la llegada de capitales extranjeros de fondos institucionales, con el auge de las empresas tecnológicas y con el boom de los negocios de Internet. Se puede decir que existieron dos etapas, la primera antes del boom de Internet, donde los inversores eran familias o inversores individuales con alto poder adquisitivo, y la segunda, con la llegada de las empresas de tecnología y de Internet, donde aparecen actores más sofisticados como los fondos de private equity y bancos internacionales, cuyos inversores en su gran mayoría son fondos institucionales.

En cuanto a los problemas de agencia existentes en nuestro país estos no difieren de los expresados a lo largo de este trabajo.

El principal problema del VC en Argentina es la salida de la inversión por parte del inversor financiero. En países con mercados de capitales altamente desarrollados, conforme lo explicado en el punto 5, la principal vía de salida del VC se puede llevar a cabo exitosamente a través de una OPI, mientras que en la Argentina la probabilidad de emitir una OPI para una empresa relativamente nueva es casi nula.

Considerando los proyectos financiados a través de un VC en la Argentina se puede inferir que la única forma de salida que se da en nuestro país es la venta privada a un tercero, ya sea éste un operador internacional o un nuevo inversor financiero.

De más está decir que varios de los problemas de información asimétrica surgen en la venta a un tercero, ya que dependiendo de la existencia previa de cláusulas como un tag along o drag along, pueden surgir conflictos de interés. Por otro lado, si el entrepreneur no quiere vender, ya que la oferta no es lo suficientemente atractiva y no se firmo un drag along por la totalidad de la tenencia accionaria, no es fácil conseguir un nuevo inversor.

Pese a que la industria del VC en argentina no es de las más desarrolladas conforme mencioné anteriormente ejemplos de negocios exitosos surgidos mediante este tipo particular de financiación son:

- i) Primera etapa: Eki discount, Office net, 5 a Sec, Delicity, Netlogistic, Pharmacity, Sparkling y Cuatrocabezas, entre otros.
- ii) Segunda Etapa: Patagon, Diveo, Iplan, Millicom, Mercado Libre, De Remate, Laborum, El Sitio, Superjugadores, etc.

## **7. CONCLUSIÓN**

Conforme he explicado a lo largo de este trabajo los problemas de agencia que se pueden suscitar entre el VC y las empresas de su portafolio son varios pero casi todos

apuntan a lo mismo, a la naturaleza de la relación de agencia en sí misma. Como destaque al principio al ser el contrato de agencia un contrato innominado que posee varias características de distintos contratos es de esa naturaleza de por sí compleja que surgen la mayoría de los problemas. Pese a que casi todos ellos pueden ser en cierta manera solucionados o sino por lo menos aminorados en sus consecuencias de más está decir que no existe negocio riesgoso alguno que por las características de estas inversiones no deje un gap abierto al futuro que no pueda hacer surgir el día de mañana un problema de agencia.

De la astucia y expertise de las partes que negociarán y debatirán las cláusulas y estrategias del acuerdo de accionistas, está la de poder adelantarse a los hechos que puedan generar inconvenientes en el futuro.

El inversor por su parte deberá pactar las cláusulas con el fin de asegurarse cierta protección dentro de la nueva compañía. Los entrepreneurs deberán dejar de lado la urgencia en la que seguro quieren llevar adelante su emprendimiento para evitar así conceder demasiadas ventajas al inversor ya que en la práctica esto se da en la mayoría de los casos. La urgencia por cerrar el negocio acarrea problemas que luego entorpecerán el manejo del negocio, dando lugar a situaciones de conflicto de intereses entre el entrepreneur y el inversor.

Como conclusión creo conveniente señalar que ambas partes deberán evaluar a la otra exhaustivamente antes de cerrar el negocio. El VC deberá realizar un proceso de due diligence lo suficientemente detallado y el entrepreneur deberá elegir bien a su inversor. Más allá de conocer todos los problemas que se pueden dar por la relación de agencia que surge del contrato de VC las partes deberán tener bien en claro con quién se están vinculando ya que la mayoría de los problemas mencionados a lo largo de la tesina son problemas que se podrían considerar de la naturaleza misma de la relación de agencia y no de la falta o no de una cláusula específica.

Para que la industria del VC crezca, la Argentina debería hacer hincapié en i) desarrollar los mercados de capitales, y ii) establecer un marco de seguridad jurídica

moderno y respetado que permita a los inversores desarrollar distintos instrumentos financieros y acuerdos de accionistas donde se establezcan pautas claras para mitigar los posibles conflictos de intereses o problemas de agencia.

## 8. BIBLIOGRAFÍA

- Apreda, Rodolfo (2004), “Diseños de Financiación y Gobierno Corporativo”, Departamento de Finanzas, Universidad del Cema.
- Apreda, Rodolfo (2004), “Relaciones, Problemas y Costos de Agencia”, Departamento de Finanzas, Universidad del Cema.
- Barry, Christopher B, Muscarella, Chris J., Peavy III, John W. and Vetsuypens Michael R. (1990), “The role of venture capital in the creation of public companies”, Journal of Financial Economics 27-Pages 447-471, North Holland.
- Berlin, Mitchell (1998), “That Thing Venture Capitalists Do”, Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Coloma, Germán (2001), *Análisis Económico del Derecho*, Ciudad Argentina, Buenos Aires, Argentina.
- Duffner, Stefan (2003), “Principal-Agent problems in Venture Capital Finance”, Working Paper 11/03, University of Basel.
- Gompers, Paul and Lerner, Josh (2001), “The Venture Capital Revolution”, Journal of Economic Perspectives- Volume 15, Number 2-Pages 145-168.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.” Journal of Financial Economics 3, pp. 305-60.

- Kaplan, Steven and Stromberg, Per (2000), “Financial Contracting Theory meets the real world: An empirical analysis of Venture Capital Contracts”, Working Paper 7660, Cambridge, MA, NBER.
- Mosset Iturraspe, Jorge (1988), *Contratos*, Ediar, Buenos Aires, Argentina.
- Sahlman, William A. (1990), “The structure and governance of venture-capital organizations”, *Journal of Financial Economics* 27-Pages 473-521, North Holland.
- Saynevirta, Joonas (2003), “Agency Problems In Venture Capital investments and Effects of Economic Fluctuations”, Helsinki University of Technology, Institute of Strategy and International Business.
- Triantis, George G. (2001), “Financial Contract Design in the World of venture Capital”, John M. Olin Law & Economics Working paper No. 115, University of Chicago.
- Tykvová, Tereza (2000), “What do Economists Tell Us about Venture Capital Contracts?”, ZEW.