



UCEMA

UNIVERSIDAD DEL CEMA

Maestría en Dirección de Empresas

Seminario de Tesis de Maestría

*“Financiamiento por Venture Capital
en Argentina”*

Autor:

Lic. Marina Valeria Di Corrado

Tutores:

Dr. Rodolfo Apreda

Mag. Dominga Amarfil

Buenos Aires, 30 de Agosto de 2013

SI autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir a los fines exclusivamente académicos y didácticos el Seminario de Tesis de Maestría de mi autoría, correspondiente a la carrera cursada en esta institución.

Marina Valeria Di Corrado

DNI 31.638.402

Abstract

El presente trabajo se basa en el análisis de fondos de capital de riesgo o *venture capital*, como un canal de financiación extraordinario. Se define el concepto y algunas de sus características, tales como la vinculación y salida, la estructura, los actores y las cláusulas contractuales entre el *venture capital* y las empresas del portfolio, así como el lugar que ocupa este instrumento en la cadena de capital de riesgo. Asimismo, se analiza la presencia en Argentina, en un contexto actual, detallando las variables que influyen en su desarrollo. Por último, se exponen las fortalezas y debilidades del país en cuestión para atraer este tipo de fondos, así como las condiciones favorables para promover su utilización.

Índice

Introducción.....	5
SECCIÓN 1	6
1.1 Definición de capital de riesgo	6
1.2 Importancia del capital de riesgo	7
1.3 Tipos de capital de riesgo según etapas de crecimiento	8
1.3.1 Capital semilla.....	9
1.3.2 Ángeles inversores.....	9
1.3.3 Fondos de capital de riesgo o <i>venture capital</i>	11
1.3.4 Capital de desarrollo o <i>private equity</i>	12
1.4 Vinculación y salida del <i>venture capital</i>	13
1.5 Estructura del <i>venture capital</i>	15
1.6 Actores en un <i>venture capital</i>	17
1.7 Cláusulas contractuales entre el <i>venture capital</i> y empresas de portfolio	17
1.7.1 <i>Staging</i>	18
1.7.2 Compensación del emprendedor	18
1.7.3 Miembros del Directorio, derecho a voto y otros derechos de control.....	19
1.7.4 Acciones preferidas convertibles en acciones ordinarias	19
1.7.5 <i>Syndication</i>	20
1.7.6 Conocimiento Profesional	20
SECCIÓN 2.....	21
2.1 Antecedentes de <i>venture capital</i> en Argentina	21
2.2 Informe LAVCA 2013.....	22
2.2.1 Contexto	22
2.2.2 Resultados.....	23
2.2.3 Variables bajo análisis	23
SECCIÓN 3.....	29
3.1 Fortalezas y debilidades.....	29
3.2 Condiciones para el desarrollo de <i>venture capitals</i> en Argentina.....	29
3.2.1 Información	30
3.2.2 Actividad emprendedora.....	30

3.2.3	Derechos de propiedad intelectual.....	30
3.2.4	Redes de ángeles inversores	30
3.2.5	Incentivos fiscales.....	31
3.2.6	Agilización del proceso judicial	31
3.2.7	Marco regulatorio	31
	Conclusiones.....	32
	Referencias Bibliográficas.....	33
	ANEXOS	35
	Anexo 1: Cómo los <i>venture capitalists</i> emplean su tiempo.....	35
	Anexo 2: LAVCA 2013 <i>Scorecard</i>	35
	Anexo 3: Puntaje Total de Argentina.....	36
	Anexo 4: <i>Ranking</i> Regional	36
	Anexo 5: Puntuación Total sobre inversiones por <i>Private Equity/Venture Capital</i>	37
	Anexo 6: Actividad Emprendedora Total (<i>Total Entrepreneurial Activity</i>).....	37

Introducción

La presente tesina, aborda el tema fondos de capital de riesgo o *venture capital*, como un canal de financiación extraordinario, con el objetivo general de explicar el rol que tiene este instrumento y la manera en que su utilización beneficia no sólo a las empresas nacientes y sus inversores, sino también al crecimiento económico de la sociedad en general. Particularmente, el tema será enfocado a la Argentina, a través del análisis del contexto actual, con información recolectada durante el año 2013.

En la Sección 1, se define el concepto de capital de riesgo, como una poderosa fuente de expansión para pequeñas y medianas empresas. Asimismo, se explican los distintos tipos de capital de riesgo, según la etapa de crecimiento de la empresa. En este mismo apartado, se describen algunos elementos fundamentales del *venture capital*, como la vinculación y salida, su estructura, los actores involucrados y las cláusulas contractuales entre el *venture capital* y las empresas del portfolio, como una manera de resolver cuestiones de asimetría de información y costos de agencia.

En la Sección 2, se analiza la presencia de *venture capitals* en Argentina, en un contexto actual y en base a datos secundarios, obtenidos del informe anual para el año 2013, realizado por el “*Latin American Private Equity and Venture Capital Association*” (LAVCA). Algunas de las variables analizadas por este organismo son: marco regulatorio e impositivo, mercado de capitales, gobierno corporativo, sistema judicial, percepción de la corrupción, normas contables y la actividad emprendedora, entre otros.

En la Sección 3, se exponen las fortalezas y debilidades existentes en el país para atraer este tipo de fondos, y se enumeran algunas de las condiciones clave para promover su utilización, como: la participación del Estado, contar con información precisa de la actividad emprendedora, la protección de los derechos de propiedad intelectual, entre otros.

Finalmente, se expondrán las conclusiones, destacando la relevancia de este tipo de instrumento y el rol que juegan los *venture capitalists* en la Argentina.

SECCIÓN 1

¿Qué es el capital de riesgo?

En la presente sección, definiremos el concepto de capital de riesgo, así como su importancia como canal de financiamiento. Asimismo, se describirán cuáles son los diferentes tipos que adopta, según las etapas de crecimiento de los negocios.

1.1 Definición de capital de riesgo

Para entender cuál es el rol del capital de riesgo y sus posibles variantes, es importante distinguir dos grandes categorías de financiamiento. Rodolfo Apreda (2006) clasifica los canales de financiación en **ordinarios**, que son aquellos que se encuentran en canales habituales, y **extraordinarios**, que se producen en escenarios no habituales.

En el primer grupo, encontraremos instrumentos como: créditos por parte de proveedores (asumiendo pasivos corrientes), financiación de entidades financieras (a través de créditos generalmente a corto plazo) y la autofinanciación (mediante la reinversión de utilidades). En el segundo grupo, incluiremos al **capital de riesgo**, como una alternativa no convencional, pero al mismo tiempo como una poderosa fuente de expansión para pequeñas y medianas empresas.

Alicia Caballero y Félix Helou (2012) definen al capital de riesgo:

(...) es una forma de financiamiento desarrollada por entidades especializadas, consistente en la aportación de capital (fondos propios) de forma temporal (de 3 a 5 años) y generalmente minoritaria, a empresas no financieras de naturaleza no inmobiliaria y que no coticen en primeros Mercados de Valores. (pág 7)

El capital de riesgo es especialmente adecuado para aquellas empresas que, habiendo tenido relativo éxito en el mercado, requieren de inversiones adicionales que les

permita lograr una expansión. Ya que muchas veces acceder a créditos por entidades financieras, como los bancos, requiere de grandes esfuerzos o resulta imposible, este mecanismo es una de las alternativas que mejor se adapta a las circunstancias de nuevos emprendimientos.

1.2 Importancia del capital de riesgo

El acceso al financiamiento es uno de los temas más relevantes para transformar una gran idea en un proyecto rentable y que agregue valor. Hoy en día, tener una actitud emprendedora no es suficiente. El capital de riesgo, permite que una serie de inversores estén dispuestos a destinar parte de su capital en una iniciativa atractiva e innovadora, que a la vez devenga en un alto retorno. Además de generar este efecto positivo en ambos actores, el impulso que reciben las empresas, se traduce en un impacto económico en el lugar donde se desarrolle la actividad, contribuyendo de esta manera al aumento del PBI.

Según el *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM), que es un organismo internacional que analiza la relación entre la actividad emprendedora y el crecimiento económico, el acceso al capital de riesgo es una de las condiciones determinantes del desarrollo de la actividad emprendedora, junto con la apertura del mercado interno, las políticas y programas de gobierno, el acceso a infraestructura física, comercial, legal, la adecuada transferencia de tecnología, la educación y las normas culturales.

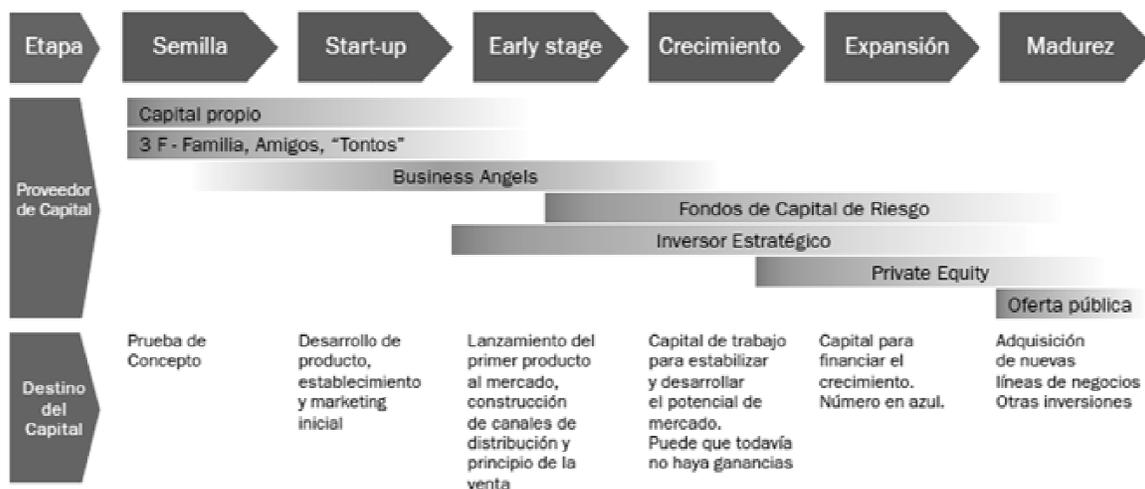
Si bien un *venture capital* puede catalogarse según diferentes criterios, tales como zona geográfica, actividad económica, estructura de operaciones, etc, a los efectos de este trabajo se establecerá a continuación una clasificación, en relación a la etapa de crecimiento por la cual atraviese el proyecto.

1.3 Tipos de capital de riesgo según etapas de crecimiento

Durante la existencia de una compañía existen diferentes etapas, marcadas principalmente por eventos disparadores. Rodolfo Apreda (2006) explica que estas situaciones, generan la necesidad de contar con recursos monetarios extraordinarios, por encima de los que produce el negocio, para así cumplir con los nuevos objetivos de la organización.

Ya que las necesidades por las que atraviesan las empresas no son las mismas en los diferentes períodos de tiempo por los que transitan, se describe a continuación, en base al siguiente esquema, la cadena del capital de riesgo, donde el tipo de financiamiento irá variando, según las distintas etapas de crecimiento.

Gráfico 1: Cadena de Capital de Riesgo



Fuente: Silvia de Torres Carbonell (2012) Fuentes de financiamiento para innovadores en Argentina: venture capital, inversores ángeles, inversores institucionales. Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario, Edición de Agosto, pág 50-57. (Extraíble de <http://www.bcr.com.ar/Secretara%20de%20Cultura/Revista%20Institucional/2012/Agosto/FINANZAS.pdf>)

1.3.1 Capital semilla

El capital semilla se refiere a los aportes iniciales necesarios (en dinero y/o especies) para poner en marcha un emprendimiento, es decir, cubrir los costos de creación, comprar activos, desarrollar prototipos, lanzar el producto o servicio al mercado, etc. Estos aportes provienen tanto de los fundadores, como de familiares y amigos.

Alicia Caballero y Félix Helou (2012) definen a las fuentes de capital semilla como “3F”, por sus siglas en inglés: los aportes provienen de la familia (*family*), los amigos (*friends*) y aquellos “tontos” que apuestan a la idea y al emprendedor (*fools*). Inclusive, muchos de estos colaboradores no sólo aportan sus ahorros, sino que también deciden vender activos o tomar un préstamo personal, para ponerlos a continuación disposición del negocio naciente.

Silvia de Torres Carbonell (2012) establece que casi el 70% del capital semilla de los nuevos emprendimientos es provisto por los propios emprendedores y casi el 25% por inversores informales.

1.3.2 Ángeles inversores

En esta categoría, se encuentran los individuos que, contando con cierta solvencia patrimonial, ofrecen capital de riesgo a emprendedores, quienes sin estos aportes, encuentran en su negocio serias dificultades para prosperar. Ya que no todos los ángeles inversores se comportan de la misma manera, se explican a continuación las diferentes figuras en las que se los puede clasificar.

Rodolfo Aprea (2006) describe tres tipos diferentes de ángeles inversores, que se detallan a continuación.

Se denomina “**ángel informal**” a aquella figura que realiza aportes financieros y colabora ya sea para mantener a flote el negocio o satisfacer necesidades tempranas de financiamiento, una vez agotado el aporte inicial de los fundadores. Se denomina “informal”, ya que el hecho de ser familiar o conocido y tener una relación cercana, buena

fe y el deseo de ayudar, implica no tener la necesidad de reclamar garantías ni exigir el pago de intereses.

Por otro lado, el “**ángel formal**”, tenga o no una relación familiar o de amistad, realiza su aporte, pudiendo exigir tanto garantías, como el pago de intereses, para proteger sus intereses.

Por último, el “**ángel institucional**” es aquel que está representado por organizaciones sin fines de lucro o entidades no gubernamentales, que ofrecen asistencia financiera a empresas nacientes o en etapas tempranas de desarrollo y que generalmente, se encuentran ligadas al desarrollo de economías regionales. A diferencia de las dos figuras anteriores, los ángeles institucionales otorgan financiación a un costo reducido, ofrecen asistencia pudiendo realizarse auditorías y brindan conocimientos tecnológicos y del área de la administración de los negocios. Estos últimos poseen un rol clave en el desarrollo de la actividad emprendedora, tanto en términos de capital financiero como por su contribución en términos de capacidades, experiencia y contactos adquiridos en su vida profesional.

Por su parte, Silvia de Torres Carbonell (2012), explica la existencia de “**redes de ángeles**”, un fenómeno cada vez más corriente, basado en grupos o clubes de ángeles, que si bien se organizan de maneras diferentes, tienen como objetivo optimizar el proceso de búsqueda, selección, validación, inversión y control posterior de nuevos proyectos. Esta modalidad ofrece múltiples beneficios. Por un lado, el emprendedor logra un fácil acceso a los inversores ángeles, que se traduce en un ahorro de tiempo en la búsqueda de capital y obtiene apoyo profesional, redes de contactos y *feedback* sobre sus proyectos, en un marco de respeto y confianza. Por otro lado, los inversores pueden minimizar sus riesgos, a través de co-inversiones, aprender de las experiencias con otros ángeles y compartir costos, como de búsqueda, análisis, abogados, etc. Finalmente, la sociedad se beneficia construyendo puentes entre el talento de los emprendedores y el capital de los inversores, aprovechando el capital social e intelectual del país, a través de la creación de empresas y la generación de una cultura emprendedora.

1.3.3 Fondos de capital de riesgo o *venture capital*

Siguiendo la cadena de capital de riesgo, en esta etapa la empresa pasa a ser exitosa en el mercado. Sin embargo, necesitará de una inyección de capital extra para poder lograr una expansión y satisfacer las nuevas necesidades comerciales, como afrontar gastos de *marketing*, de infraestructura, tecnología, entre otros. En este momento, el emprendimiento deberá entonces afrontar mayores dificultades.

Por un lado, por su escala y juventud, la empresa no cuenta con las condiciones necesarias para recurrir a créditos en los ámbitos financieros tradicionales. Si acudiesen a las entidades bancarias, estas exigirían tasas de interés exorbitantes, por lo que no sería una opción viable. Además, tanto el aporte financiero como el conocimiento profesional de los ángeles inversores resultan generalmente insuficientes. Finalmente, es probable que en esta fase, los emprendimientos no hayan tenido la suficiente cantidad de años con resultados positivos, por lo que la reinversión de utilidades sería imposible.

Por lo tanto, acudir a un fondo de capital de riesgo o *venture capital*, resulta una opción muy atractiva durante esta etapa. Rodolfo Aprea (2006) define este concepto de la siguiente manera.

El venture capital es un fondo de inversiones (“Venture Capital Fund”) manejado por expertos, quienes administran las inversiones de clientes individuales, empresas o inversores institucionales, en procura de buenas rentabilidades. Los fondos se aplican a la asistencia financiera de empresas nacientes o en estadios tempranos de su desarrollo y, por lo tanto, la cartera de empresas tiene perfiles elevados de riesgo. (pág. 328)

Es importante aclarar que no todas las empresas deben necesariamente atravesar por cada uno de los tipos de financiamiento. Por ejemplo, existen situaciones donde, no pudiendo recurrir a los ángeles inversores, un emprendedor recurre a un *venture capital* directamente, en particular lo hacen aquellos modelos de negocios dedicados a la tecnología e innovación.

Por su parte, Silvia de Torres Carbonell (2012) establece que los fondos obtenidos provienen principalmente de inversores institucionales, como fondos de pensiones, compañías de seguros, entidades financieras, fondos de universidades, que deciden invertir pequeños porcentajes de sus carteras de inversión en esta clase de activo, caracterizado por su alto riesgo y también por altos retornos. También explica que si bien se estima que en un portafolio de diez inversiones sólo dos o tres resultan exitosas, las ganancias de una de ellas (con un rendimiento promedio obtenido del orden del 35% a 50% anual) serán suficientes para compensar las pérdidas sufridas por el resto de la cartera de inversión.

1.3.4 Capital de desarrollo o *private equity*

Si bien algunos autores hablan de fondos de capital de riesgo o *venture capital* y de capital de desarrollo o *private equity* de forma indistinta, es importante distinguir que son modalidades de inversión bien diferenciadas. Rodolfo Aprea (2006) define este segundo concepto de la siguiente manera.

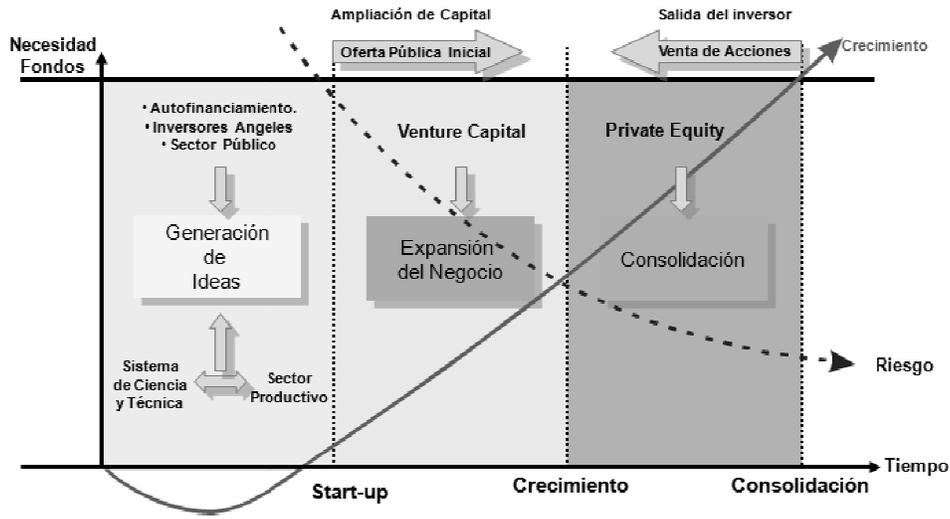
Private Equity se ocupa de empresas pequeñas y medianas que tienen historia y un gran potencial de crecimiento, pero con restricciones a su sustentabilidad a menos que pongan en marcha proyectos de inversión alejados de sus posibilidades financieras. (pág. 333)

La diferencia radica en que la forma de inyección de fondos, se realiza mediante la adquisición de acciones ordinarias, preferidas, preferidas convertibles o bonos convertibles o a través de la compra de la empresa por parte del *private equity*.

Alicia Caballero y Félix Helou (2012) explican que existen diferentes modalidades: el *Management Buy Out (MBO)*, se refiere a la adquisición de una empresa por parte de gerentes o inversores externos; el *Management Buy In (MBI)* se basa en la adquisición de la empresa por parte de los propios gerentes e inversores; y el *Leverage Buy Out (LBO)* está orientado a la adquisición de empresas mediante inyección de deuda, para hacer frente al costo de adquisición.

Héctor Helman, (2007), grafica las diferentes etapas, por las que atraviesa un emprendimiento, relacionando la necesidad de fondos, de acuerdo al tiempo transcurrido.

Gráfico 2: Financiamento de Capital de Riesgo



Fuente: Héctor Helman, (2007). CNV: Rol de los Inversores Institucionales en el Financiamiento y Marco Regulatorio. Venture Capital Forum. (Extraíble de www.cnv.gob.ar/.../CR-CNV-Helman.190907.ppt)

Independientemente de los tipos de capital de riesgo, es importante conocer cuáles son las particularidades para entrar a un *venture capital*, y efectuar la posterior salida. En el apartado siguiente, se presentan las formas en que el tomador de fondos y el inversor se ponen contacto y de qué maneras este último puede desvincularse, haciendo un esfuerzo por recuperar los aportes previamente provistos.

1.4 Vinculación y salida del venture capital

Existen básicamente dos formas de vincularse a un *venture capital*. Rodolfo Aprea (2006) describe ambos métodos.

Por un lado, y al no conseguir la financiación requerida en los ámbitos tradicionales o al aconsejarse recurrir a fondos de inversión especializados, la empresa se acerca al *venture capital*, en busca del apoyo necesario.

Por otro lado, existen ocasiones donde el *venture capital* localiza a la empresa, mediante un eficiente sistema de inteligencia económica orientado a descubrir

emprendimientos de riesgo que podrían convertirse en un éxito, y así propone la asistencia financiera.

El sitio *MyCapital.com*¹ sugiere cuáles deberían ser los pasos a seguir, para aquellas empresas que desean someter sus proyectos a la consideración del *venture capital*, los cuales se describen a continuación.

En primer lugar, se deberá presentar un plan de negocios, el cual a su vez incluirá un resumen ejecutivo. Algunos de los datos que deberán desarrollarse son: una descripción de la oportunidad de negocio y del mercado target, un esquema del equipo gerencial, el análisis de la competencia y las proyecciones financieras, entre otros.

En segundo lugar, si el *venture capital* decide conocer más en profundidad el proyecto de negocio, pautará una reunión donde se conversará sobre los detalles de la oportunidad.

El siguiente paso, se conoce como *due diligence*, en el cual la empresa y el proyecto presentado son sometidos a una exhausta investigación que puede darse en un período de algunas semanas como hasta algunos meses, durante el cual puede solicitarse mayor información o aclaraciones adicionales.

Finalmente, si el paso anterior resultase satisfactorio, el *venture capital* ofrecerá un “*term sheet*”, es decir, un documento que explicita los términos y condiciones del acuerdo de inversión. Este documento puede ser negociado y deberá ser aceptado por las partes intervinientes. Luego de aproximadamente tres o cuatro semanas, los fondos estarán disponibles.

En referencia a la salida, también denominada *exit*, Rodolfo Aprea (2006) indica que existen varios motivos por los que un *venture capital* puede retirar la vinculación que lo une a la empresa. Siguiendo su enfoque, estos se describen a continuación.

¹ Venture Capital 101. MyCapital
(extraíble de http://www.mycapital.com/Venature%20Capital%20101_MyCapital.pdf)

Por un lado, y en el más negativo de los escenarios, puede ocurrir un incumplimiento de las metas contractuales, que puede derivar en cláusulas automáticas de desvinculación.

Podría ocurrir también, el surgimiento de conflicto de intereses, tales que lleven a que la relación entre el *venture capital* y los fundadores termine, de acuerdo a modalidades diseñadas para este fin en el acuerdo.

Otra de las opciones posibles, refiere a la venta de la empresa, donde un grupo empresaria estará dispuesto a incorporarla en su propia cartera de inversiones. De lograr una venta exitosa, tanto los fundadores como el *venture capital* lograrán una importante rentabilidad.

Finalmente, y como el escenario más interesante, la empresa podrá ingresar al mercado de capitales, mediante la Oferta Pública Inicial de Acciones, también llamada “*IPO*” (*Initial Public Offering*). En este caso, la empresa y el *venture capital* recurrirán a un banco de inversión, el que luego de realizar un estudio de factibilidad del proyecto, colocará en el mercado de capitales, un monto nominal de acciones ordinarias, quedando una parte en manos de los fundadores y otra en manos del *venture capital*. Rodolfo Apreda (2006) afirma:

Una IPO supone una “buena empresa” y la promesa de una “gran empresa”. (pág. 338)

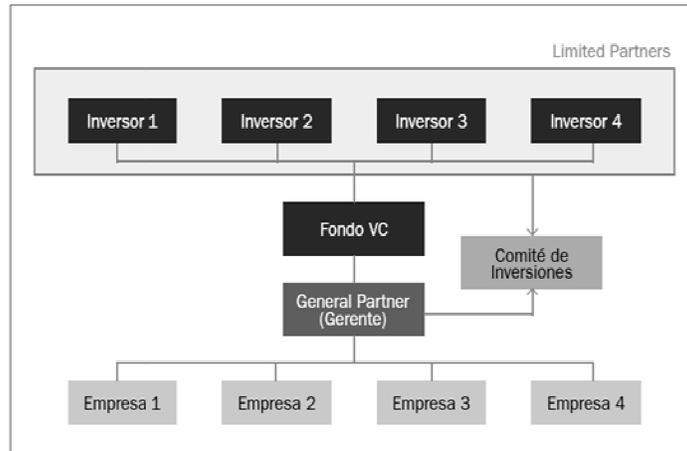
En conclusión, existen múltiples actividades, desarrolladas por los *venture capitalists*. Bob Zyder (1998), analizó qué porcentaje de tiempo ellos dedican a cada una de estas tareas. (Anexo 1)

1.5 Estructura del *venture capital*

Alicia Caballero y Félix Helou (2012) explican que los fondos de capital de riesgo suelen constituirse como “*limited partnerships*”, o Sociedad en Comandita. Tienen una

duración limitada, siendo su plazo de duración de aproximadamente 10 años, al final del cual se liquidarán las utilidades de la forma acordada. En este tipo de sociedad existen dos tipos de socios, que se definen a continuación del siguiente esquema.

Gráfico 3: Estructura de un Fondo de Capital de Riesgo



Fuente: Silvia de Torres Carbonell (2012) Fuentes de financiamiento para innovadores en Argentina: venture capital, inversores ángeles, inversores institucionales. Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario, Edición de Agosto, pág 50-57.

- **Limited partners**

Son socios con una responsabilidad limitada al aporte que efectúan. Son quienes aportan el capital para invertir y fijan las pautas a que deberán someterse los General partners. Reciben, por lo general, un 80% de utilidades. (pág 19)

- **General partners**

Son socios gestores (ejecutivos o gerentes) que aportan conocimiento, experiencia y trabajo profesional; asimismo, responden en forma ilimitada por las obligaciones sociales. Administran los fondos y los invierten en proyectos, según instrucciones de los Limited partners. Monitorean el avance de las inversiones, y resuelven e instrumentan la salida que permita recuperar la inversión y obtener un retorno adecuado. (pág 19)

1.6 Actores en un *venture capital*

Alicia Caballero y Félix Helou (2012) describen los actores intervinientes en un contrato de capital de riesgo, donde se identifican tres figuras claramente diferenciadas.

Por un lado, la **administradora de los fondos**, es el agente responsable de evaluar y seleccionar las alternativas, aportar fondos para determinados proyectos, brindando asesoramiento y llevando un control de los resultados de cada una de las iniciativas. Suele cobrar una comisión fija más una renta variable, en función de la rentabilidad del fondo.

Por otro lado, los **aportantes del fondo**, son las figuras es responsables por poner a disposición de la administradora de los fondos, los recursos aportados. Suelen recibir una renta variable, que se obtiene luego de que las empresas son liquidadas.

Finalmente, son los **emprendedores o socios fundadores de la empresa**, quienes plasman una idea innovadora en un proyecto de inversión y lo llevan a cabo. Suelen relacionarse con la administradora de fondos, no así con los aportantes.

1.7 Cláusulas contractuales entre el *venture capital* y empresas de portfolio

Michael Klausner and Kate Litvak (2001), indican que las inversiones por *venture capital* se realizan bajo condiciones de extrema asimetría de información y costos de agencia entre tres partes: los inversores de capital de riesgo, el *venture capital* y el emprendedor. En respuesta a estas condiciones, se han desarrollado dos tipos de contratos: unos especifican los correspondientes derechos y obligaciones entre el inversor con el *venture capital* y otros, entre el emprendedor y el *venture capital*. El objetivo de ambos tipos de acuerdos, pretende facilitar el acceso al financiamiento y maximizar el valor de las firmas respaldadas por un *venture capital*. En esta tesina, la atención estará centrada en aquellos acuerdos destinados a este segundo par de actores.

1.7.1 Staging

Una de las características que prevalecen en este tipo de inversiones, es la incertidumbre del *venture capital* en relación a los resultados esperados del nuevo proyecto. Inclusive, es probable que el flujo de caja de estos emprendimientos sea negativo por algunos años, y que por lo tanto, el valor de la empresa sea comúnmente bajo. Además, los emprendedores respaldados por *venture capital* no sólo disponen de mayor información con respecto a las operaciones y proyecciones de la firma, sino que también poseen el control de las decisiones de la operación diaria.

Por eso, los *venture capitalists* suelen invertir una relativa pequeña suma de dinero al inicio del proyecto, efectuando aportes adicionales, a medida que la firma cumple con determinadas metas de desempeño. De no cumplirse estas metas, el *venture capital* tiene la opción de discontinuar su asistencia y retirarse. Esta función de monitoreo, permite no sólo proteger los intereses de quien realiza los aportes, sino que también sirve como iniciativa para que el emprendedor se asegure de lograr los objetivos propuestos.

1.7.2 Compensación del emprendedor

Michael Klausner and Kate Litvak (2001) explican que existen dos tipos de potenciales conflictos, entre el emprendedor y el *venture capital*. Por un lado, el primero podría perseguir beneficios propios, en detrimento del inversor. Por otro lado, esta misma figura podría encontrar nuevas oportunidades de negocio fuera de la firma. Siendo una pieza clave en el proyecto, por sus habilidades y conocimientos, sería muy difícil reemplazarlo. Cuando la firma es joven y menos institucionalizada, el costo de reemplazar una figura clave no sólo es mayor, sino que atraer nuevos directivos es mucho más complejo.

Carlos Guerrero, explica en su blog que a partir de estos conflictos, y para que los trabajadores clave del negocio mantengan todas sus energías en el proyecto emprendedor, son compensados a través de *vested options*.

La definición de *vesting*, según la Revista Española de Capital de Riesgo:

Expresión habitualmente utilizada en el ámbito del venture capital, consistente en que los derechos de opción sobre acciones que corresponden a los empleados de una start-up sólo se transforman en acciones de la sociedad de su propiedad una vez cumplidos determinados hitos temporales. La realización de los derechos puede ser de forma lineal (mensual, trimestral, anualmente, etc.) o siguiendo otros esquemas.

Esta es entonces una manera de penalizar a aquellos emprendedores que decidan abandonar el negocio.

1.7.3 Miembros del Directorio, derecho a voto y otros derechos de control

Michael Klausner and Kate Litvak (2001) establecen que los derechos de control de los *venture capitalists* correspondientes a cantidad de miembros del Directorio, derecho a voto y otros, suelen ser de alguna forma desproporcionados, en comparación con los del emprendedor. Esto se debe principalmente, a la existencia de información asimétrica y costo de agencia entre estas dos figuras. Esto significa, que el *venture capital* no sólo posee relativamente poca información como para emitir un juicio de valor sobre una empresa naciente, sino que además, y sobre todo durante la etapa inicial, es altamente más probable que esta fracase. Por lo tanto, estos derechos surgen como una manera de proteger sus intereses.

1.7.4 Acciones preferidas convertibles en acciones ordinarias

Rodolfo Aprea (2006) explica que el *venture capital* entrega aportes monetarios y recibe un instrumento que consiste en dos elementos: una acción preferida, la cual proporciona servicios periódicos, contractuales, de flujos de caja, denominados “dividendos preferidos”; y una opción de convertibilidad en acciones ordinarias, la cual le permitirá al *venture capital* desvincularse de la empresa asistida, a través del *exit*.

1.7.5 Syndication

Michael Klausner and Kate Litvak (2001) establecen que este, es uno de los elementos que intentan resolver la incertidumbre, la asimetría de la información y el costo de agencia, que surge de la relación entre el *venture capital* y los fundadores.

James A. Brander, Raphael Amit and Werner Antweiler (2002) explican que los *venture capitalists* tienen la opción de invertir en proyectos de manera conjunta. A su vez, existen dos razones principales para hacerlo: por un lado, un *venture capital* puede obtener de otro, un juicio de valor o segunda opinión, en relación al valor de determinada compañía; y por otro, la posibilidad de obtener habilidades gerenciales complementarias.

Gompers y Lerner (1999) indican que a medida que una firma crece y aumenta la necesidad de aportes adicionales, el número de *venture capitals* también incrementa. Según el resultado de sus estudios, en una primera etapa, suelen participar en promedio 2.2 *venture capitals*, 3.3 en la segunda etapa y 4.2 en fases siguientes.

1.7.6 Conocimiento Profesional

Uno de los aportes fundamentales de los *venture capitalists* hacia los nuevos emprendimientos es la gerencia profesionalizada. Tal como explica Germán Fracica Naranjo (2009), la administración se profesionaliza, introduciendo sistemas formales de planeamiento estratégico, logrando un proceso de crecimiento.

Rodolfo Apreda (2006) indica que a partir del apoyo a través del *management* la calificación de riesgo de la empresa mejora notablemente, así como las condiciones crediticias de sus proveedores habituales. De esta manera, el negocio obtiene condiciones más favorables para la financiación bancaria de corto plazo.

Además, y como consecuencia directa de estas nuevas condiciones, la empresa podrá trasladar las ventajas obtenidas a sus clientes, ofreciendo mejores condiciones comerciales, como las ventas a plazo, impactando favorablemente en sus resultados y logrando mayor competitividad en el mercado.

SECCIÓN 2

Venture Capital en Argentina

A continuación se describirá la presencia de *venture capitals* en Argentina, desde sus comienzos hasta la actualidad, enunciando las diferentes variables que influyen en la utilización de este método extraordinario de financiación.

2.1 Antecedentes de *venture capital* en Argentina

Los diferentes escenarios económicos que fueron sucediendo a lo largo del tiempo, definen varias etapas en la evolución del capital de riesgo en Argentina. Alicia Caballero y Félix Helou (2012) explican cada una de estas.

El *venture capital* en Argentina, tuvo sus comienzos durante la década de los '90, impulsado principalmente por la apertura hacia la inversión extranjera. Existen otros factores que explican el impulso que tuvo este tipo de financiamiento, como por ejemplo, la privatización de empresas del Estado y del sistema previsional y el aumento de la competencia entre empresas medianas como consecuencia del crecimiento económico, que llevó a la necesidad de mayores aportes financieros. Asimismo, la evolución de empresas orientadas hacia los negocios de la Internet, requirieron de esos recursos de inversión, durante sus fases tempranas de desarrollo.

La crisis entre 1998 y 2002, modificó la estrategia de los inversores de riesgo, quienes emigraron desde las empresas de Internet hacia compañías pequeñas y medianas, que requerían solucionar problemas de financiación. De esta manera, la crisis en las firmas “punto com” definió un nuevo rumbo para los fondos de riesgo.

Luego de 2001/2002, no sólo los fondos de inversión, sino también otros inversores institucionales, decidieron retirarse, decidiendo no volver a destinar fondos en la Argentina por un largo período de tiempo. En este contexto, hacer que las empresas de capital de riesgo que habían invertido en proyectos de Internet se vuelquen hacia otros sectores de

innovación tecnológica, como la biotecnología y los servicios tecnológicos, era todo un desafío.

Hacia finales de 2003, y luego de un largo período de recesión y depresión, la dinámica empresarial negativa comenzó a revertirse. Durante algunos años, la cantidad de empresas formales y la creación de nuevas compañías, dan cuenta de una recuperación en la economía argentina. Con la creación de nuevas pequeñas y medianas empresas, creció la necesidad de acceso al financiamiento. Por ello, a partir de la aparición de proyectos emprendedores, en 2005 la industria del capital de riesgo se recompuso: se crearon nuevos fondos locales, fondos extranjeros tuvieron una participación activa y aparecieron ángeles inversores organizados a nivel institucional.

2.2 Informe LAVCA 2013

2.2.1 Contexto

A continuación, se presentarán los datos obtenidos del informe anual de 2013 (Anexo 2), efectuado por la “*Latin American Private Equity and Venture Capital Association*” (LAVCA). Esta entidad, es una organización sin fines de lucro, dedicada a brindar apoyo al crecimiento de la financiación, a través de *private equity* y *venture capital* en América Latina y el Caribe. Se compone por 150 firmas, de las principales compañías globales en la región y fondos locales de inversión, desde México hasta Argentina. A su vez, LAVCA colabora con una serie de organizaciones dedicadas al emprendimiento y la filantropía empresarial.

Para la preparación del reporte, LAVCA contó también con el apoyo de la “*Economist Intelligence Unit*” (EIU) y se llevaron a cabo entrevistas durante Enero y Febrero de 2013, con instituciones administradoras de activos en la región, con el objetivo principal de obtener información sobre la naturaleza y el impacto de las regulaciones en los países que operan. El puntaje total que se determina para cada país bajo análisis, es el

resultado de una serie de indicadores ponderados, que varían de 0 a 100, donde 100 equivale al escenario más atractivo.

2.2.2 Resultados

Este trabajo estará enfocado a presentar los resultados obtenidos en Argentina, de acuerdo al relevamiento hecho en este país y en comparación con otros países de Latinoamérica.

Lejos de Chile, que obtuvo el primer puesto con 76 puntos, Argentina obtuvo un total de 42 puntos (Anexo 3), quedando en la posición número 10 del *ranking* regional (Anexo 4 y 5), siendo los demás países seleccionados: Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Méjico, Panamá, Perú, Trinidad y Tobago y Uruguay.

Este puntaje, que hace que Argentina quede en uno de los últimos lugares del *ranking*, se debe básicamente a una serie de indicadores negativos, entre los cuales se encuentran la falta de un marco regulatorio favorable para las inversiones a través de *venture capital* y *private equity* y el deterioro del ambiente de negocios en general. A esto debe sumarse la reciente nacionalización de la petrolera Repsol-YPF, las crecientes acciones legales por parte de acreedores internacionales, las restricciones en cuanto a las transacciones de moneda extranjera y la falta de inversores institucionales. Esto dificulta principalmente a la comunidad emprendedora local, que buscará fondos y oportunidades de expansión fuera del país.

2.2.3 Variables bajo análisis

A continuación, se presentan los elementos que fueron evaluados por la asociación LAVCA, para calificar a cada país, y definen su posición en el *ranking* según la puntuación total obtenida.

- Marco regulatorio

La ausencia de un marco regulatorio específico para *private equity* y *venture capital* sigue siendo un obstáculo importante en la Argentina. La Ley de Fondos Comunes de Inversión² sólo contiene disposiciones generales sobre los fondos de varios tipos, algunos de los cuales se puede utilizar para operar los fondos de este tipo. Por esta razón, los vehículos *offshore* han sido en general más común. Aquellos que buscan invertir sólo en empresas argentinas y con un capital de Argentina han llevado a registrar los fondos como sociedades anónimas, como una solución a la falta de un marco jurídico más específico.

- Marco impositivo

Argentina sigue siendo un entorno complejo y de altos impuestos para *venture capital* y *private equity*. La tasa general del impuesto es del 35%, y las entidades argentinas están gravadas por los ingresos en todo el mundo. Otros impuestos que enfrentan los fondos incluyen un impuesto sobre las transacciones financieras (una tasa efectiva del 0,4%), los impuestos sobre los servicios de sociedades de gestión (3% impuesto local sobre el ingreso bruto y el 21% de impuesto al valor agregado sobre los honorarios), y en la ciudad de Buenos Aires impuesto de sellos (1%).

- Protección de los derechos de accionistas minoritarios

Si bien las leyes son moderadamente buenas, su aplicación es débil. Las regulaciones alientan a los fondos de capital a invertir en empresas argentinas constituidas en el extranjero y en algunos casos, se desalienta directamente la toma de posiciones minoritarias.

Una de las regulaciones más relevantes, como la reforma del mercado de capitales de 2001³, sólo es aplicable a las empresas que cotizan en bolsa. Por otro lado, el código de gobierno corporativo 2008 emitido por la Comisión Nacional de Valores es totalmente voluntario. La ley permite acuerdos entre accionistas y cláusulas de arbitraje nacional e internacional, pero su exigibilidad es muy problemática. Finalmente, el impacto de la ley de

² Ley 24.083 (1992) *Fondos Comunes de Inversión en Argentina*.

³ Decreto 677/2001

reforma del mercado de capitales, aprobada por el Congreso el 29 de noviembre 2012, que limita la auto regulación de ese sector y le otorga nuevas facultades a la Comisión Nacional de Valores, sigue siendo poco clara. El punto de mayor preocupación es el que habilita al ente regulador, en defensa de las minorías, a disponer la intervención de veedores con facultad de veto y separación de los órganos de administración de la entidad privada, por hasta 180 días.

- Restricciones a los inversionistas institucionales locales

En diciembre de 2008 re-nacionalización de la Seguridad Social cerró la puerta a la participación de los fondos de pensiones como inversionistas institucionales. Mientras ANSES⁴, el administrador de la seguridad social, pueden destinar hasta el 50% de los excedentes en títulos públicos y acciones de empresas privadas locales, no existe una disposición clara para invertir en fondos de *venture capital* y *private equity*. Las compañías de seguros pueden invertir sólo en instrumentos líquidos que tengan una calificación externa.

- Protección de los derechos de propiedad intelectual

La Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos, siguió incluyendo a la Argentina en su lista de vigilancia prioritaria en 2012. El último informe del USTR⁵ establece que Argentina tomó medidas importantes contra la distribución no autorizada de contenidos pirateados a través de Internet. Sin embargo, también señaló que todavía no ofrece una protección adecuada contra el uso comercial desleal de pruebas no divulgadas y otros datos generados para obtener la aprobación de comercialización de productos farmacéuticos.

- Quiebra, derechos de los acreedores y responsabilidad de los socios

En 2002, la Ley de Concursos y Quiebras⁶, permitió a las empresas a reestructurar las deudas a través de un procedimiento extrajudicial, sin la aprobación unánime de los accionistas antes requerían (y con la aprobación de sólo 2/3 de los acreedores). Sin

4 Administración Nacional de la Seguridad Social

⁵ *United States Trade Representative*

⁶ Ley 24.522 (1995) Ley de Concursos y Quiebras.

embargo, los empleados y las autoridades fiscales tienen prioridad sobre los acreedores. Desde 2011 una enmienda permite a los empleados formar una cooperativa para participar en la reorganización. Este proceso pasó a ser un poco más rápido y menos costoso, y se obtiene un índice de recuperación algo menor para los acreedores, en comparación con el promedio regional.

- Mercado de capitales

Los débiles mercados de capitales de Argentina se deterioraron aún más en 2008, luego de que se nacionalizara el sistema de fondos de pensiones. La incertidumbre en el mercado de capitales interno y la alta inflación impide el desarrollo de un mercado de tipo de interés fijo a largo plazo. Un mayor desarrollo del mercado de capitales se ve obstaculizado por la falta de inversores institucionales locales. La bolsa de valores del país es bastante pequeña y está dominada por los anuncios de las grandes empresas extranjeras.

- Requisitos de inscripción para inversiones extranjeras

El complejo y cambiante sistema de inscripción, se han vuelto aún más oneroso en los últimos años. Traer dinero dentro y fuera del país es un gran obstáculo para los posibles inversores extranjeros y los fondos *offshore* de *venture capital* y *private equity*. La entrada de fondos de cartera extranjeras deben permanecer en el país por un mínimo de 365 días, y el 75% del monto de la inversión debe ser depositado en una cuenta en dólares sin intereses en un banco local por 1 año (30% en el caso de aportes de capital hechos por un fondo como un inversor directo con una participación del 10% o más en una empresa local). Las operaciones en moneda extranjera entre residentes y no residentes deben ser registradas por el banco central, y la repatriación de capital de las inversiones de cartera superiores a 500.000 dólares estadounidenses necesita la autorización del Banco Central. Vigentes al 31 de octubre del 2011, la compra de moneda extranjera está sujeta a la aprobación de la agencia de los ingresos fiscales, con todas las operaciones verificadas por los bancos y casas de cambio. En febrero de 2012 se redujo el límite diario de las transacciones en efectivo, con lo cual operaciones en acciones y fondos de inversión, entre otras, deben hacerse a través de cuentas bancarias autorizadas por el Banco Central.

- Gobierno corporativo

Existen estándares en las reformas de los mercados de capital de 2001, pero sólo para las empresas que cotizan en bolsa, y la aplicación a través del sistema judicial es muy larga. Por otro lado, en la Ciudad de Buenos Aires, la Inspección de Justicia se volvió más estricta con las empresas, con respecto a la divulgación de sus accionistas. Ya que la ley federal exige tener al menos 2 accionistas, es difícil para las sociedades anónimas eludir este requisito. Otras jurisdicciones son más flexibles en este sentido.

- Sistema judicial

Si bien existe el arbitraje comercial, la justicia argentina sigue siendo lenta y el compromiso del gobierno de un poder judicial independiente ha vuelto incierto.

- Percepción de la corrupción

Argentina mantiene un alto grado de percepción de la corrupción⁷, por lo que este elemento sigue siendo un obstáculo para atraer fondos de *venture capital* y *private equity*.

- Normas internacionales de contabilidad

Las normas contables locales generalmente están en consonancia con las normas internacionales. Los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, son utilizados por las pymes en su conjunto, a pesar de las normas internacionales completas son seguidos por los que también hacen negocios en el extranjero y las grandes empresas. Además, las sociedades cotizadas están obligadas a utilizar las Normas Internacionales de Información Financiera a partir de 2012.

- Actividad emprendedora

El costo de inicio y el tiempo para registrar una empresa, es significativamente inferior a la media regional. También existe un alto talento gerencial y una cultura empresarial abierta, en comparación con la región. Por otro lado, la crisis económica de principios de esta década promovió una explosión de la actividad empresarial, así como un

⁷ El “*Transparency International’s 2012 Corruption Perceptions Index*” fue de 102 en 174 puntos.

mayor el apoyo gubernamental para la creación de pequeñas empresas. Sin embargo, la cantidad de trámites burocráticos y los costes laborales siguen siendo una preocupación para las empresas. El *Global Entrepreneurship Monitor*, que es un programa de investigación a nivel global que estudia la relación entre la actividad emprendedora y el desarrollo económico, establece que Argentina es un país donde un alto porcentaje de su población activa está involucrada con la actividad emprendedora (Anexo 6).

SECCIÓN 3

Análisis Crítico del *venture capital* en Argentina

En la presente sección, se establecerá cual es el desempeño de este tipo de instrumento en la República Argentina, a través del establecimiento de fortalezas y debilidades. Además, se expondrán cuáles serían las condiciones favorables, que permitirían lograr el desarrollo de *venture capitals* en el país.

3.1 Fortalezas y debilidades

Luego de analizar los resultados del relevamiento expuesto en la sección anterior, podemos concluir que Argentina posee una de las más fuertes comunidades emprendedoras, particularmente en el área de tecnología de la información. Además y a pesar de los desafíos que presenta este país, los estándares contables también continúan siendo uno de los mejores en la región.

Sin embargo, aún existe incertidumbre a nivel legal, un ambiente macroeconómico inestable, la alta percepción de corrupción y la falta de inversores locales, lo que hace que el país no sea atractivo para este tipo de inversiones.

3.2 Condiciones para el desarrollo de *venture capitals* en Argentina

Cabe preguntarse, entonces, cuáles deberían ser las condiciones necesarias para fomentar el desarrollo de *venture capital* en la Argentina y así promover una cultura inversora en la población, donde exista la confianza del emprendedor hacia el inversor financiero y un ambiente propicio y transparente.

En este sentido, el Estado cumple un rol fundamental a la hora de generar un ambiente favorable a la creación de empresas. La existencia de políticas públicas y un

marco legislativo acorde son determinantes para lograr un cambio de alta efectividad, así como mantener un ambiente estable, donde pueda planificarse a largo plazo.

A continuación, se establecen algunos puntos clave para cumplir este objetivo.

3.2.1 Información

Es importante contar con un relevamiento de los proyectos emprendedores locales, a través de organismos nacionales e internacionales, de los inversores dispuestos a apoyar nuevos negocios, de los riesgos que existen y de los obstáculos que impiden su desarrollo. A partir de estadísticas se puede visualizar cuáles son los elementos en los que se necesita hacer foco y en qué medida. Sin un estudio puntual del mercado, es muy difícil desarrollar las políticas adecuadas para mejorar el ámbito de este tipo de financiamiento.

3.2.2 Actividad emprendedora

Fomentar la actividad emprendedora, mediante la asistencia de instituciones que favorezcan la generación de nuevos proyectos, promoviendo la participación de organizaciones educativas y del ámbito científico, en un espacio común para el intercambio de ideas, herramientas y experiencias, que deriven en crecimiento y empleo.

3.2.3 Derechos de propiedad intelectual

Es fundamental que los derechos de propiedad intelectual sean protegidos de la competencia desleal, mediante la falsificación, la copia y el fraude en general, violando derechos de autor, patentes, marcas, diseños industriales, etc. La seguridad de la propiedad intelectual favorece un entorno próspero, para aquellas industrias creativas e innovadoras, y contribuye al desarrollo de la actividad emprendedora, mejorando el crecimiento económico.

3.2.4 Redes de ángeles inversores

La creación de redes de ángeles inversores refiere a organizaciones que agrupan este tipo de inversores, quienes preferentemente posean conocimientos de diferentes industrias y cuenten con experiencias diversas. La puesta en común y la recopilación de información sobre las distintas carteras de inversión enriquecen las posibilidades de identificar

proyectos y emprendimientos rentables y reducen los potenciales riesgos que puedan presentarse.

3.2.5 Incentivos fiscales

Según la clasificación que realiza la OCDE⁸, existen incentivos del tipo *front-end* (incentivos previos), donde el inversor recibe crédito fiscal en su impuesto a las ganancias gracias a sus inversiones calificadas, y *back-end* (incentivos retroactivos), donde el inversor recibe descuentos en su impuesto a las ganancias de capital por sus inversiones. En el primer caso, el incentivo se aplica a la totalidad de los inversores, mientras que en el segundo caso, se benefician sólo aquellos que resultaran exitosos.

3.2.6 Agilización del proceso judicial

Agilizar el proceso judicial implica contar con una eficiente y rápida administración de la justicia, a través de acciones que permitan acortar los plazos, informatizar, reducir la cantidad de trámites y mejorar los procesos, de manera tal que garantice la ausencia de dilataciones injustificadas.

3.2.7 Marco regulatorio

Sería beneficioso contar con un marco regulatorio específico para *private equity* y *venture capital*, que permita proteger los intereses de inversores, los fondos de capital de riesgo y las empresas de portfolio. Por otro lado, no solamente es necesaria la existencia de reglas claras y transparentes, sino también la exigibilidad de las mismas.

⁸ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (<http://www.oecd.org/>)

Conclusiones

Como conclusión, el acceso al financiamiento es uno de los temas más importantes, a la hora de comenzar un emprendimiento. Aún siendo grandes ideas, muchos de los proyectos que se inician no logran ingresar a la etapa productiva, ante la falta de aportes.

Luego de analizar al *venture capital* como fuente de financiamiento, podemos afirmar que este instrumento juega un papel decisivo en el desarrollo de negocios rentables y, por lo tanto, en el crecimiento de la economía. No sólo a través del aporte monetario, sino también con el apoyo de una gerencia profesionalizada, la empresa logra un mejor posicionamiento frente a los distintos actores del mercado. De esta manera, logra acceder a canales formales de financiación que antes resultaban inalcanzables, obtiene una posición más ventajosa a la hora de negociar políticas de pago con proveedores actuales y a través del aumento de su credibilidad, accede a nuevos proveedores y clientes de mayor envergadura.

Por su parte, los *venture capitalists*, quienes proveen sus aportes a cambio de una participación en el capital del emprendimiento, esperan obtener un alto rendimiento de su inversión, como contrapartida del riesgo que asumen. Es importante destacar que el horizonte de inversión se encuentra entre los 3 a 5 años, a fin del cual si el emprendimiento resultara exitoso estará en condiciones de ser vendido o de abrir su capital a la Bolsa. De cualquier manera, los inversores intentarán recuperar sus aportes, renovando su cartera de inversiones.

En Argentina, si bien actualmente se dispone de recursos humanos de gran talento, iniciativas novedosas y credibilidad internacional en cuanto a la utilización de normas contables vigentes, el *venture capital* aún se encuentra en una etapa embrionaria. Por eso, es necesario desarrollar un ámbito más propicio, que le permita al país atraer a aquellos inversores que estén dispuestos a destinar parte de su capital a proyectos atractivos. Lograr un ambiente macroeconómico más estable, donde exista un marco regulatorio claro, reglas transparentes y fácil acceso a la información, entre otros factores, resultará en un escenario más atractivo para este tipo de inversiones.

Referencias Bibliográficas

Aprada, Rodolfo (2006) *Mercado de Capitales, Administración de Portafolios y Corporate Governance*, La Ley, Buenos Aires.

Brander, James A. y otros (2002). *Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis*. (Extraíble de http://www.management.wharton.upenn.edu/amtresearch/docs/9_07/Venture%20Capital%20Syndication%20Brander%20Amit.pdf)

Caballero, Alicia y Helou, Félix (2012) *Desarrollo del Mercado de Capital de Riesgo y Otras Alternativas de Financiamiento para las Pymes a través del Mercado de Capitales*. Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, 1ra Edición, Buenos Aires.

Fracica Naranjo, Germán (2009). *La financiación empresarial y la industria del capital de riesgo: Estructura y conceptos*. Revista EAN No. 66: Mayo-Agosto de 2009 p. 31-66. (Extraíble de <http://journal.ean.edu.co/index.php/Revista/article/viewFile/268/243>)

Fundación Empresa Global. (Extraíble de [http://www.feg.org.ar/Descargas/Informe%20capital%20de%20riesgo%20Parte%20II%20\(Ferreira\).pdf](http://www.feg.org.ar/Descargas/Informe%20capital%20de%20riesgo%20Parte%20II%20(Ferreira).pdf))

Gompers, P y Lerner, J. (1999), *The Venture Capital Cycle*. MIT Press, Cambridge.

Guerrero, Carlos (2012). *¿Qué es “vesting” en el pacto de socios de una start up?* (Extraíble de <http://www.carlosguerrero.es/2012/05/06/%C2%BFque-es-el-vesting-en-el-pacto-de-socios-de-una-start-up/>)

Klausner, Michael y Litvak, Kate (2001). *What economists have taught us about venture capital contracting*. Stanford Law School. Working Paper 221. (Extraíble de <http://papers.ssrn.com/abstract=280024>)

Ley 24.083 (1992) *Fondos Comunes de Inversión en Argentina*. (Extraíble de <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/482/norma.htm>)

Ley 24.522 (1995) *Ley de Concursos y Quiebras*. (Extraíble de <http://www.infoleg.gov.ar/infolegInternet/anexos/25000-29999/25379/texact.htm>)

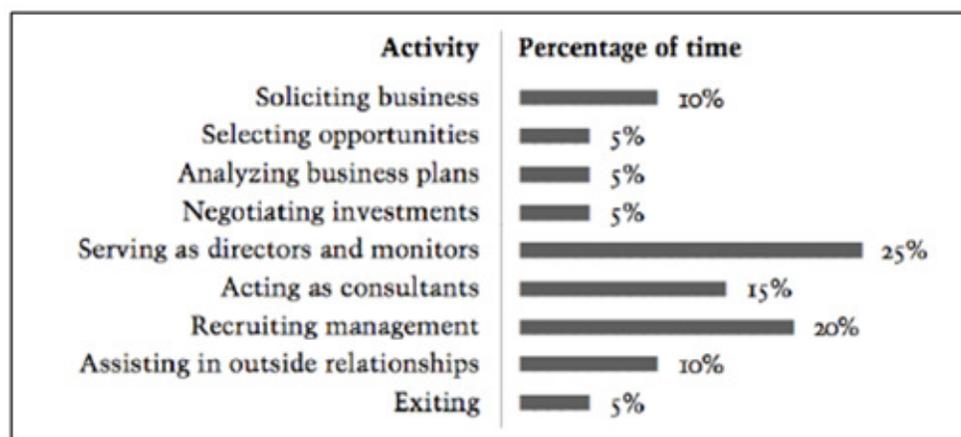
Revista Española de Capital de Riesgo (Extraíble de <http://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=4&id=151#irDetalle>)

Torres Carbonell, Silvia (2012) *Fuentes de financiamiento para innovadores en Argentina: venture capital, inversores ángeles, inversores institucionales*. Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario, Edición de Agosto, pág 50-57. (Extraíble de <http://www.bcr.com.ar/Secretara%20de%20Cultura/Revista%20Institucional/2012/Agosto/FINANZAS.pdf>)

Zyder, Bob (1998). *How Venture Capital Works*. Harvard Business Review.

ANEXOS

Anexo 1: Cómo los *venture capitalists* emplean su tiempo



Fuente: Zyder, Bob (1998). *How Venture Capital Works*. Harvard Business Review.

Anexo 2: LAVCA⁹ 2013 Scorecard

2013 Scorecard	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Costa Rica	Dominican Republic	El Salvador	Mexico	Panama	Peru	Trinidad & Tobago	Uruguay	Israel	Spain	Taiwan	UK
	Overall score	42	72	76	61	56	42	39	67	49	51	57	57	81	76	64
Laws on PE/VC fund formation and operation	1	4	3	3	2	2	0	2	2	2	2	2	4	3	4	4
Tax treatment of PE/VC funds & investments	1	3	3	2	3	1	2	3	2	1	3	3	2	4	3	4
Protection of minority shareholder rights	2	3	3	3	1	2	1	3	2	1	2	2	4	3	1	4
Restrictions on local institutional investors investing in PE/VC	0	3	3	3	1	1	1	3	2	3	2	2	4	3	2	4
Protection of intellectual property rights	2	2	3	2	3	1	2	2	2	2	3	2	2	3	3	4
Bankruptcy procedures/creditors' rights/partner liability	2	3	3	2	2	1	2	2	2	2	2	3	2	3	3	3
Capital markets development and feasibility of exits	2	3	3	2	2	1	2	3	2	2	2	1	3	3	3	4
Registration/reserve requirements on inward investments	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3	3	3
Corporate governance requirements	2	3	3	3	2	3	1	3	2	3	2	2	4	3	2	4
Strength of the judicial system	2	2	3	2	3	1	1	2	2	1	2	3	3	2	2	4
Perceived corruption	1	1	3	1	3	1	1	1	1	1	1	3	3	3	2	3
Quality of local accounting/use of international standards	4	4	4	2	4	3	3	3	2	4	3	3	4	4	3	4
Entrepreneurship	3	3	3	3	2	2	2	3	1	2	2	2	3	2	4	4

Fuente: 2013 LAVCA Industry Data

⁹ Latin American Private Equity and Venture Capital Association

Anexo 3: Puntaje Total de Argentina

	score
Overall score	42
Laws on PE/VC fund formation and operation	1
Tax treatment of PE/VC funds & investments	1
Protection of minority shareholder rights	2
Restrictions on local institutional investors investing in PE/VC	0
Protection of intellectual property rights	2
Bankruptcy procedures/creditors' rights/partner liability	2
Capital markets development and feasibility of exits	2
Registration/reserve requirements on inward investments	1
Corporate governance requirements	2
Strength of the judicial system	2
Perceived corruption	1
Quality of local accounting/use of international standards	4
Entrepreneurship	3

Fuente: 2013 LAVCA Industry Data

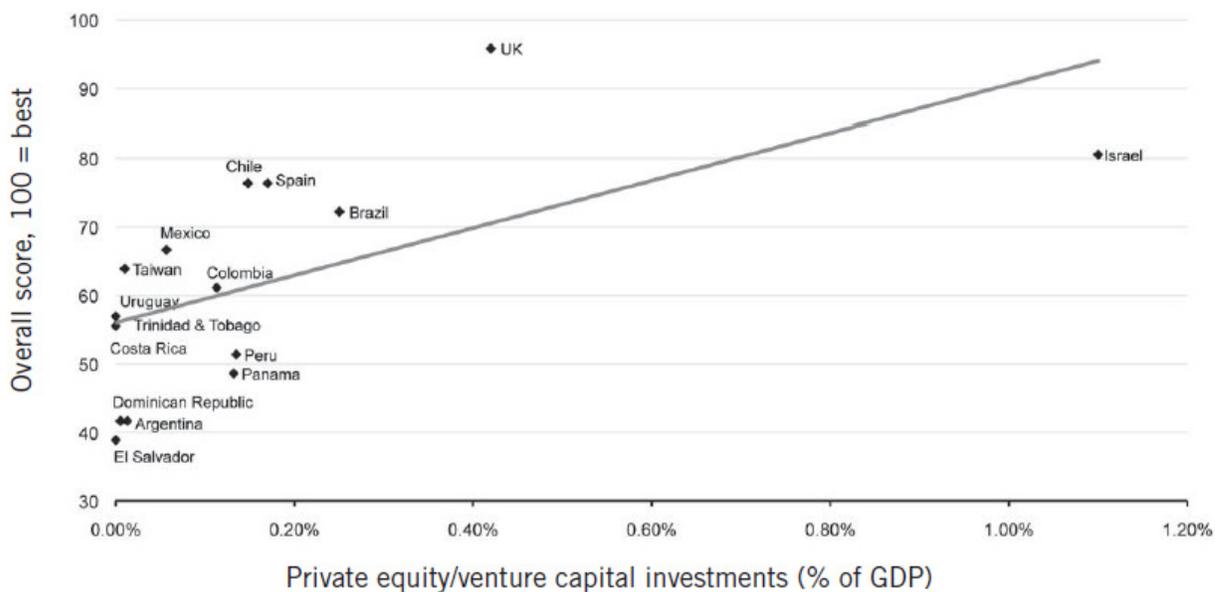
Anexo 4: Ranking Regional

Regional Rank	Country	Score (1-100 where 100 = best)	Change from 2012 (▲▼)	PE/VC % GDP
	UK	96	-	0.42%
	Israel	81	▲ 3	1.10%
1	Chile	76	▲ 1	0.15%
	Spain	76	-	0.17%
2	Brazil	72	-	0.25%
3	Mexico	67	▲ 2	0.06%
	Taiwan	64	▲ 1	0.01%
4	Colombia	61	▲ 1	0.11%
=5	Trinidad & Tobago	57	-	0.00%
=5	Uruguay	57	-	0.00%
7	Costa Rica	56	-	0.00%
8	Peru	51	▲ 2	0.13%
9	Panama	49	-	0.13%
=10	Argentina	42	-	0.01%
=10	Dominican Republic	42	▲ 3	0.01%
12	El Salvador	39	-	0.00%

Overall score is the weighted total of all scorecard indicators, ranging from 0-100 where 100=best / strongest environment

Fuente: 2013 LAVCA Industry Data

Anexo 5: Puntuación Total sobre inversiones por *Private Equity/Venture Capital*



Fuente: 2013 LAVCA Industry Data

Anexo 6: Actividad Emprendedora Total (*Total Entrepreneurial Activity*¹⁰)



Fuente: Global Entrepreneurship Monitor. (extraíble de <http://www.gemconsortium.org/visualizations>)

¹⁰ Total Entrepreneurial Activity (TEA): Porcentaje de población entre 18-64 años que son un emprendedor naciente o dueño de un nuevo negocio.