

# Trabajo Final de Graduación

## Maestría en Finanzas UTDT

*Año Académico 2017*

*Alumno: Betsabé Sol Lopez*

*Mentor: Julio Fermo*

*El Capital de Riesgo en la Argentina*

## Índice

<b>1. Abstract.....</b>	<b>3</b>
<b>2. Introducción.....</b>	<b>5</b>
<b>3. Venture Capital y su historia.....</b>	<b>7</b>
3.1 <i>¿Qué es el Venture Capital?</i> .....	7
3.2 <i>Etapas de desarrollo</i> .....	8
3.3 <i>Estructura Legal</i> .....	10
3.4 <i>Determinantes</i> .....	13
3.5 <i>Evolución de la Industria</i> .....	17
3.5.1 <i>Estados Unidos</i> .....	20
3.5.2 <i>Unión Europea</i> .....	28
3.5.2.1 <i>Reino Unido</i> .....	35
3.5.2.2 <i>España</i> .....	37
3.5.3 <i>Israel</i> .....	40
3.5.4 <i>América Latina</i> .....	44
<b>4. El Capital de Riesgo en Argentina.....</b>	<b>51</b>
4.1 <i>El desarrollo del Capital de Riesgo en Argentina</i> .....	52
4.2 <i>Políticas Públicas para el desarrollo</i> .....	56
4.2.1 <i>Marco Legal y Sistema Impositivo</i> .....	56
4.2.2 <i>Regulaciones sobre inversión</i> .....	62
4.2.3 <i>Programas de Financiamiento e Incentivo</i> .....	63
4.2.4 <i>Fuentes Alternativas de financiamiento</i> .....	69
4.2.5 <i>Estrategias de Salida</i> .....	70
4.3 <i>Recomendaciones de política</i> .....	74
<b>5. Entrevistas.....</b>	<b>77</b>
5.1 <i>Entrevista con Sebastián Aldasoro(ARCAP)</i> .....	77
5.2 <i>Entrevista con Mark Ramondt</i> .....	78
<b>6. Tesis de Inversión.....</b>	<b>80</b>
6.1 <i>¿Qué es un Term Sheet?...</i> .....	80
6.2 <i>Identificación de la operación y las partes</i> .....	84
6.3 <i>Propósito y descripción de la inversión</i> .....	84
6.4 <i>Simulación</i> .....	87
<b>7. Resultados y consideraciones.....</b>	<b>98</b>
<b>8. Bibliografía.....</b>	<b>100</b>
<b>9. Anexos.....</b>	<b>102</b>

## 1. Abstract:

Este trabajo se preguntará cuáles son o podrían ser las políticas públicas implementadas en la Argentina que empujen el crecimiento del Capital de Riesgo para promover el desarrollo del país.

La restricción al acceso del capital es una barrera estructural que impide el nacimiento y desarrollo de nuevas empresas. Las empresas son las encargadas de generar valor dentro de una nación y es por ello que requieren de la existencia de fuentes de financiamiento que apuesten a ellas, invirtiendo, compartiendo riesgos y beneficios para promoverlas.

Este tipo de organizaciones nuevas o en crecimiento se caracterizan por ser financiadas a través de Capital de Riesgo. La importancia del Capital de Riesgo radica en su capacidad para apoyar el desarrollo de estas empresas innovadoras de modo que sean capaces de alcanzar su potencial generando empleo.

Se espera encontrar durante el transcurso de la investigación, por lo tanto, fallas en el marco legal de la Argentina relacionadas a la insuficiencia de recursos legítimos que permiten el crecimiento potencial de este tipo de vehículos y también, una clara falta de estabilidad política, económica y social que no incentiva el aterrizaje de los capitales de los inversores.

Para ello, la metodología a utilizar será la siguiente: en primer lugar, trataremos de brindar una descripción de lo que es considerado teóricamente como Capital de Riesgo.

En segundo lugar, se hará un recorrido histórico del nacimiento y desarrollo de éste a nivel mundial haciendo énfasis en casos exitosos alrededor del mundo.

En una tercera instancia, analizaremos la situación actual en la Argentina en relación a lo planteado, cuáles son los problemas legales y estructurales para su implementación y, cuáles han sido las políticas puestas en práctica haciendo hincapié en la nueva Ley de Emprendedores recientemente aprobada.

Luego, se formularán recomendaciones para intensificar el uso de esta herramienta en la región buscando la manera de mitigar esas barreras estructurales que siempre han conspirado contra el acceso al capital de las pequeñas y medianas empresas con la ayuda del análisis de experiencias exitosas alrededor del mundo y especialmente en Latinoamérica.

Por último, el trabajo utilizará todas estas herramientas para elaborar un Term Sheet de un Fondo de Venture Capital que decide salir en la búsqueda de inversores. Este Term Sheet resumirá las condiciones y términos de la inversión, especificando las cláusulas de entrada de los inversores, posibles mecanismos de salida, su porcentaje de participación, el tipo de inversión que realizará y de qué forma se hará efectiva. En

síntesis, bajo este acuerdo se aceptan mutuamente<sup>1</sup> los términos principales de la transacción que serán luego plasmados en los documentos correspondientes.

A su vez se incluirán los riesgos y oportunidades que el fondo puede encontrar en el país y pueden afectar directa o indirectamente su inversión.

---

<sup>1</sup> Tanto los inversores, como el fondo y los emprendedores.

## 2. Introducción:

Hablar de Venture Capital es hablar del estadio más arriesgado y a la vez más innovador y potencialmente más remunerador del capital de riesgo. Es decir, es hablar de la inversión en capital o casi-capital en empresas en fase incipiente de desarrollo con un proyecto innovador de carácter tecnológico y de proyección global.<sup>2</sup>

Como la historia cuenta, el concepto de Capital de Riesgo surge formalmente en Estados Unidos alrededor del año 1946 impulsando fuertemente la economía con la formación del primer fondo llamado American Research and Development (ARDC)<sup>3</sup>. Este fondo buscaba agregarle valor a las compañías, brindándoles capacitación acerca de la industria y el manejo gerencial de una empresa. Estos primeros pasos del Venture Capital se vieron fuertemente impactados hacia la década del 80 con la incorporación de dos cambios legislativos muy importantes: el Acta de Ingresos (Reducción del Impuesto a las Ganancias) y el permiso de los fondos de pensión a invertir una proporción en Capital de Riesgo

En Sudamérica y especialmente en la Argentina, el desarrollo de esta industria fue tardío y paulatino. Comenzó en la década del 90 coincidiendo con un proceso de liberalización económica, desregulaciones y una menor intervención del Estado, tomando especial impulso entre 1998 y 1999 con el auge de los negocios en internet.

Como señala el The Global Entrepreneurship Monitor (GEM)<sup>4</sup>, el crecimiento económico nacional es una función de dos grupos paralelos de actividades interrelacionadas. Por un lado, aquellas asociadas con las firmas grandes ya establecidas y por el otro, aquellas directamente relacionadas con el proceso emprendedor.

La falta de financiamiento y desarrollo de este último tipo de compañías explica en parte la diferencia en la prosperidad económica de los países alrededor del mundo. Dicho esto, podemos afirmar que existe un amplio consenso sobre la necesidad de encontrar soluciones a estas barreras estructurales que impiden el acceso al capital a las “nuevas empresas” y que por lo tanto, frenan el crecimiento de la nación.

El Venture Capital es y ha sido una herramienta muy importante para subsanar estas fallas y financiar proyectos en fases iniciales. Grandes empresas han logrado ser referentes en el mundo gracias a ello.

Desarrollaremos entonces la evolución de esta industria a lo largo del tiempo, sus características, sus determinantes y los mecanismos que la impulsan. Por consiguiente, veremos que también es necesario sentar las bases de un entorno

---

<sup>2</sup> Ferran, Lemus (2016). “El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico”, Documento de Trabajo N° 23, Observatorio de Divulgación Financiera, Septiembre 2016.

<sup>3</sup> La Corporación de Investigación y Desarrollo de América (ARDC) fue una empresa de capital riesgo y capital privado fundada en 1946 por Georges Doriot, ex decano de Harvard Business School y "padre del capitalismo de riesgo", con Ralph Flanders y Karl Compton (Ex presidente del MIT).

<sup>4</sup> El Global Entrepreneurship Monitor (GEM) es un estudio global realizado por un consorcio de universidades. Iniciado en 1999, tiene como objetivo analizar el nivel de emprendimiento que se produce en una amplia canasta de países. Mide el espíritu empresarial a través de encuestas y entrevistas a expertos de campo, realizadas por los equipos de cada país. Este informe ha logrado un papel importante en la investigación científica sobre Emprendimiento, ya que es una fuente amplia y diacrónica de datos.

innovador logrando apoyo social al espíritu emprendedor y generador de proyectos. Todo ello, apoyado por un sector público lo suficientemente sensible al fomento de estas actividades.

Nos preguntaremos, por lo tanto, cuáles son esas políticas capaces de formar los pilares necesarios para el desarrollo de estos instrumentos y procuraremos formular sugerencias para intensificar su uso.

### 3. Venture Capital y su historia

#### 3.1 ¿Qué es el Venture Capital?

Gracias al sustancial crecimiento en los retornos y las posibilidades que brindan este tipo de inversiones, el Private Equity ha logrado ganarse un lugar renombrado en la cartera de grandes capitalistas. Básicamente la estructura de financiamiento se basa en la compra de stocks privados o deuda convertible en Equity de compañías de las que se espera se vuelvan públicas en algún momento del tiempo.

El Private Equity engloba más de una estrategia. Éstas se pueden clasificar en base al perfil de riesgo del inversor, los requerimientos de liquidez y los retornos esperados. En primer lugar, tenemos el Venture Capital (VC) que se encarga de financiar compañías en etapas nacientes. En segundo lugar, Leverage Buyouts (LBO), donde compañías públicas recompran todo su stock existente para volverse privadas. En tercer lugar, Mezzanine Financing; se explica mediante una combinación entre deuda privada y financiación a través de equity y por último, distress debt, que se enfoca en la compra de compañías en proceso de default.<sup>5</sup>

Enfocándonos en la primera estrategia, podemos definir entonces el Venture Capital como aquel capaz de satisfacer el financiamiento de aquellas pequeñas empresas en pleno nacimiento -Start Ups<sup>6</sup>- que no cuentan con el respaldo suficiente para hacer frente a los requerimientos de las fuentes tradicionales de financiamiento (Préstamos bancarios o institucionales, mercados públicos). En lo promisorio de estos proyectos encontramos el riesgo inherente que existe al invertir en este tipo de compañías y por lo tanto, la expectativa de parte del socio capitalista de obtener altos rendimientos.

Por lo expuesto anteriormente, el Venture Capital es entonces adecuado para las primeras etapas de la empresa y es el mecanismo que más se adapta a sus necesidades: no se requieren garantías reales ni tampoco un sólido pasado como compañía rentable y a su vez el empresario mantiene el control mientras recibe el apoyo y asistencia técnica de inversores con mayor experiencia.

En el ámbito formal, se organizan bajo la forma de Fondos de Capital de Riesgo que se caracterizan por estar conformados por profesionales con gran experiencia que se encargan de administrar los fondos aportados por otras entidades financieras o particulares.

En el ámbito informal, las inversiones de Capital de Riesgo se conocen bajo el nombre de Ángeles Inversores comúnmente compuesto por inversores individuales con una buena posición económica que están dispuestos a depositar su capital en empresas de estadio inicial. Las desventajas que se presentan es que este tipo de inversores en

---

<sup>5</sup> CAIA (2012). “Level II: Advanced Core Topics in Alternative Investments” 2nd Edition. Amherst, MA USA.

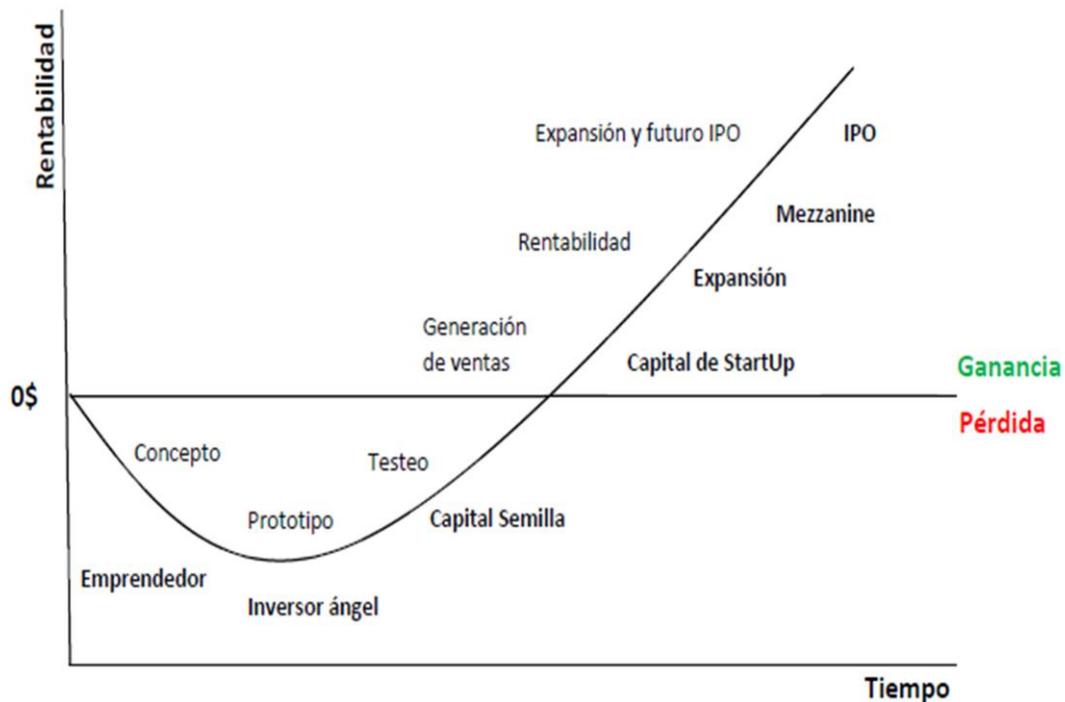
<sup>6</sup> Se utilizan en el mundo empresarial aplicados a empresas que buscan arrancar, emprender o montar un nuevo negocio, y aluden a ideas de negocios que están empezando o están en construcción, y generalmente se trata de empresas emergentes apoyadas en la tecnología. Son ideas que innovan el mercado y buscan facilitar los procesos complicados, enfocadas a diferentes temas y usos. Generalmente son empresas asociadas a la innovación, al desarrollo de tecnologías, al diseño web o al desarrollo web, y son empresas de capital-riesgo.

general no son capaces de prestar sustanciales montos de dinero, y por otro lado no cuentan con los consejos, información o contactos que pueden brindarle las instituciones que componen el ámbito formal.

### 3.2 Etapas de desarrollo

Es posible diferenciar 5 niveles de financiamiento dentro del Capital de Riesgo que dependen del grado de desarrollo de la compañía : 1) Inversores Ángeles 2) Capital semilla o Seed Capital 3) Capital de Start Up o First Stage Capital 4) Capital de desarrollo temprano o Second Stage Capital y 5) Capital de Riesgo ampliado.<sup>7</sup>

Gráfico 1: Ciclo de vida de una Start Up



Fuente: CAIA (2012). "Level II: Advanced Core Topics in Alternative Investments"- Traducido

<sup>7</sup> CAIA (2012). "Level II: Advanced Core Topics in Alternative Investments" 2nd Edition. Amherst, MA USA.

1) Inversores Ángeles:

Las fuentes que proveen financiamiento en esta primera etapa son las “3F”, por sus siglas en inglés: Familia (family), Amigos (friends) y Tontos (fools).

Dentro de este grupo también encontramos personas con un alto poder adquisitivo interesadas en buscar opciones rentables y dispuestas a entregar parte de su superávit para suplir las necesidades de capital en la ejecución de un nuevo proyecto.

En esta fase el emprendedor se encuentra sólo junto con su idea, no hay un plan de negocios formal, tampoco un equipo de gerenciamiento ni ningún análisis de mercado. La inversión va destinada justamente a desarrollar este prototipo y a moldear el posible plan de negocios.

Los Inversores Ángeles forman parte del mercado informal, y es por ello que las inversiones suelen no contar con un acuerdo de suscripción o contrato.

2) Capital Semilla o Seed Capital:

En esta etapa las fuentes que proveen financiamiento son pequeñas firmas de Venture Capital o en el caso de que existan, subsidios estatales.

El emprendedor en esta fase cuenta con un plan de negocios formal y un análisis de mercado que busca sustentar la rentabilidad de la idea. El financiamiento va destinado a completar el desarrollo del producto o servicio y a su testeo.

Como el proyecto aún no es capaz de generar rendimientos positivos, estos fondos justifican sus inversiones a través de un Due Dilligence del equipo directivo<sup>8</sup> y del análisis de la competencia y del mercado.

3) Capital de Start Up o First Stage:

En esta etapa el capital es aportado con el fin de que se inicien las actividades productivas y comerciales de la nueva compañía. De esta forma los planes de negocios son revisados y puestos en marcha de forma tal de que se generen las primeras ganancias y se verifique la viabilidad del producto o servicio. Adicionalmente en esta parte del proceso se identifican los posibles planes de marketing y canales de distribución.

Es importante destacar que en esta instancia existirán miembros del fondo dentro de la organización cuya función es asesorar en aspectos administrativos, logísticos y de gestión.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Managment de la compañía

<sup>9</sup> Son también conocidas como “incubadoras”. Están diseñadas para acelerar el crecimiento y asegurar el éxito de proyectos emprendedores brindando una amplia gama de recursos y servicios empresariales entre los que se pueden incluir: capitalización, coaching, acceso a redes de contacto y otros servicios básicos.

#### 4) Capital de Desarrollo Temprano o Second Stage:

En este punto, la compañía ha incrementado sus ventas, ha puesto en marcha planes de marketing y busca atraer el capital humano que aporte los conocimientos necesarios para promover el crecimiento a largo plazo.

Es característico de las Start Ups que al dedicar esfuerzos al incremento de ventas y desarrollo del producto se encuentran con la contrapartida de una situación crítica del Cash Flow. El uso del capital, en esta fase se destina a mitigar estos problemas y superar el desfasaje inter temporal de recolección de dinero. Con el paso del tiempo, la empresa generará así suficiente efectivo para auto sustentarse.

#### 5) Capital de Riesgo Ampliado:

También llamado Capital de Desarrollo se utiliza para suplir diferentes necesidades y quebrar los puntos de inflexión: ampliación de plantas productivas, exploración de nuevos mercados o evitar que la compañía se quede sin dinero.

En este punto, el equipo directivo es sólido, el proceso productivo está establecido y se trabaja fundamentalmente en mejorar los requerimientos de Cash Flow. La finalidad es lograr un balance limpio y convertir las cuentas a cobrar en dinero efectivo. Probablemente la compañía ya sea capaz de financiarse a través de métodos tradicionales.<sup>10</sup>

### 3.3 Estructura Legal

Quienes aportan capital a los fondos suelen ser inversores privados o institucionales<sup>11</sup>. Sus decisiones de inversión están basadas fundamentalmente en dos cuestiones: por un lado, analizan la política de inversión del fondo teniendo en cuenta los sectores en los que tienen tendencia a invertir y por otro revisan la trayectoria y evolución del fondo en esas industrias.

En el momento en el que la decisión de inversión es tomada, ya no tienen implicaciones en la gestión del fondo. De esta manera su participación se limita al capital aportado y de ahí su nombre: “Limited Partners”.

La gestión del fondo es responsabilidad del “General Partner”. Son socios gestores (ejecutivos o gerentes) que aportan conocimiento, experiencia y trabajo profesional; ellos responden en forma limitada por las obligaciones sociales. Administran los fondos y los invierten en proyectos, según instrucciones de los Limited

---

<sup>10</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

<sup>11</sup> Son organizaciones no bancarias que manejan grandes sumas de dinero provenientes de ahorro o flujo constante de dinero, como fondos de pensión, compañías de seguro de vida, que necesitan invertir esos fondos para dar un rendimiento a largo plazo. No existe una clara definición de este tipo de inversores, pero en general incluyen grandes empresas (capital corporativo), fondos de pensión, compañías de seguro, bancos, inversiones manejadas por “family offices”.

Partners. Además, monitorean el avance de las inversiones y resuelven e instrumentan la salida, que permita recuperar la inversión y obtener un retorno adecuado.<sup>12</sup>

Es común que se le exija al General Partner invertir un monto de alrededor del 1% del total comprometido por los Limited Partner con el fin de alinear los intereses de ambas partes.

La compensación al General Partner es otro instrumento que es utilizado para alinear intereses. En este sentido, sus tareas se reenumeran a través de dos esquemas:

- Management Fees: no dependen de la performance de la inversión. Son fijos
- Carried Interest: sí dependen de la performance de la inversión. Es la porción de los ingresos netos del fondo atribuible al General Partner. Se compone de la siguiente forma:
  - Hurdle rate: es la mínima tasa interna de retorno que un inversor debe recibir antes de que se active el carry a favor del General Partner.
  - Catch up: es un mecanismo que permite que el General Partner comience a recibir el carry en una proporción predeterminada hasta alcanzar el porcentaje acordado con los Inversores.
  - Escrows & Claw Backs: este esquema supone que una porción del carry queda depositada en “escrow”<sup>13</sup> para atender eventuales pagos anticipados.

Otra cuestión a la hora de confeccionar el “Limited Partnership Agreement”<sup>14</sup> es el establecimiento por parte del Limited Partner de cláusulas de protección. A medida que la industria del Capital de Riesgo fue creciendo, éstos fueron implementando distintas restricciones a los General Partner para proteger sus inversiones.

Estas cláusulas pueden ser divididas en tres grupos: 1) Restricciones a la gestión de las inversiones del fondo 2) Restricciones a las actividades del General Partner 3) Restricciones al tipo de inversión.<sup>15</sup>

#### 1) Restricciones a la gestión de las inversiones del fondo:

Lo que se trata de lograr con la implementación de esta restricción es que el General Partner no invierta todo el dinero del fondo en un único proyecto. Se estipula un máximo porcentaje sobre el total del capital del fondo que puede dedicarse a una única inversión. Es normal que parte de los proyectos en los que invierta el fondo no sean rentables como se esperaba al comienzo debido al riesgo innato que llevan. La idea de imponer esta cláusula es lograr mitigar este riesgo a través de la correcta diversificación.

---

<sup>12</sup> UCA (2011). “Desarrollo del mercado de capital de riesgo (o capital emprendedor) y otras alternativas de financiamiento para las Pymes a través del mercado de capitales”, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Católica Argentina para la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Buenos Aires, Argentina.

<sup>13</sup> Cuenta en depósito de garantía.

<sup>14</sup> Contrato de sociedades limitadas. Nombre bajo el cual se estructura el acuerdo entre el General Partner y el Limited Partner.

<sup>15</sup> CAIA (2012). “Level II: Advanced Core Topics in Alternative Investments” 2nd Edition. Amherst, MA USA.

2) Restricciones a las actividades del General Partner:

Se regulan las inversiones privadas del General Partner a través de la imposición de límites en las inversiones en compañías que sean parte del fondo de Venture Capital. Se trata de evitar que a la hora de administrar y gestionar el fondo, estas organizaciones reciban mayor atención que otras por el hecho de que el administrador las tiene en su cartera personal.

Dentro de este grupo también hay disposiciones referidas a la cantidad de tiempo mínima que debe ser dedicada a la conducción del fondo.

3) Restricciones al tipo de inversión:

Se restringen las inversiones a aquellas donde el General Partner tenga mayor experiencia.

El General Partner tendrá entonces diversas actividades a lo largo de la vida del fondo. En los primeros años, su función primordial será la identificación de emprendimientos que cumplan no sólo con los limitantes que nombramos aquí sino también que cuenten con equipos de emprendedores capaces de cumplir la promesa de crecimiento y éxito de una empresa joven. Tanto la correcta identificación de estos equipos de emprendedores como sus competencias serán los encargados de llevar a la empresa a su próximo nivel y radicar el éxito del fondo.

Luego de haber identificado las potenciales empresas donde invertir, el Gerente del fondo presenta las propuestas a un “Comité de Inversiones” conformado por expertos en diversas industrias. Los proyectos aprobados recibirán parte del capital del fondo previo a una correcta estructuración de contratos y formalidades. Generalmente la forma a través de la cual se implementa la inversión es en acciones preferidas, por los siguientes motivos:

- Las acciones preferidas podrán ser convertidas en acciones comunes en cualquier momento a opción del tenedor a un precio específico.
- Las acciones preferidas otorgan derechos especiales de voto.
- Las acciones preferidas, usualmente, conllevan el pago de un dividendo fijo a ciertos intervalos de tiempo. Estos dividendos pueden o no ser acumulables.
- Es el de prioridad en el pago de dividendos y de liquidación de la compañía. Antes de que se pueda declarar un dividendo en las acciones comunes, hay que satisfacer cualquier obligación de dividendos de las acciones preferenciales.

En mercados emergentes la práctica de utilizar acciones preferidas está menos extendida que en mercados desarrollados. De todas formas, en algunos casos, los fondos de inversión optan por participar a través de este tipo de acciones, que les permiten recuperar parcialmente los fondos invertidos en la empresa

Es también parte de las tareas del manager alocar la totalidad de los fondos comprometidos por los Limited Partners. En este sentido debe identificar suficientes potenciales propuestas de modo tal que, aun cuando algunas de estas sean rechazadas, se logre la completa alocaación del capital. Es importante resaltar que cuanto más

temprano se tomen estas decisiones, más tiempo se podrá dedicar a la estrategia de crecimiento

En la última parte de la vida del fondo, el socio gerente será también el encargado de asegurar la salida<sup>16</sup> de la inversión. Existen diversas formas de implementarlo, por ejemplo, la venta a algún comprador estratégico, es decir, una empresa que pueda completar su cartera de productos o servicios con esta empresa o que pueda aspirar a nuevos mercados en los que aún no esté presente gracias a su adquisición. También es posible que los socios fundadores recompren su parte o realicen una apertura de la compañía a la bolsa a través de una emisión primaria de acciones.

Estas estrategias de salida se verán en detalle en secciones futuras del trabajo y se tendrán en cuenta factores estructurales de cada región, además de las deficiencias en su implementación.

### 3.4 Determinantes

Seguiremos en esta sección a Leslie A. Jeng y Philippe C. Wells en *The determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries* (1998) para enumerar los factores que afectan este instrumento. Además trabajaremos con el análisis de Ferreira, Mariana en *Políticas públicas para el desarrollo del capital de riesgo en Argentina* (2008) y el trabajo de Pereyra, Ariel *Hacer Venture Capital en la Argentina: Una visión a largo plazo* (2002).

- Estrategia de salida de la inversión:

Brindar al inversor un mecanismo de salida se convierte en un factor fundamental para el desarrollo de la industria de Venture Capital. Si estos no son capaces de capitalizar sus inversiones no tendrán dinero para dedicar a nuevas oportunidades. Para el emprendedor, es también un incentivo a desarrollar nuevas empresas, ya que cuenta con opciones de financiación.

Como antes enumeramos, existen 3 vías de salida para una inversión: a) Oferta Pública Inicial. b) Venta a un socio estratégico. c) Recompra por parte de los fundadores.

Es de público conocimiento que la primera opción es la predilecta de los inversores aunque existan otras alternativas para hacer líquida una inversión. En base a un estudio realizado en 1998 por la revista *Venture Economics*, \$ 1,00 invertido en una compañía que se hace pública genera retornos del 195%, en cambio, la misma inversión en una adquisición genera un retorno promedio del 40%.

Los autores, en este caso, consideran que es la mejor alternativa como estrategia de salida ya que da un incentivo financiero para los gerentes que son recompensados con acciones de la empresa y a su vez les presenta la opción de una posible toma de

---

<sup>16</sup> Comúnmente llamadas “Exit Strategies”

control de la compañía, ya que los socios capitalistas dejan de participar en el control al momento en que se hace la oferta pública inicial de acciones.

Se desprende de aquí entonces la necesidad de un mercado financiero efectivamente integrado que permita brindar las estrategias de salida lo suficientemente rentables para crear un incentivo en los inversores a prestar su capital.

- Rigidez del mercado laboral y capital humano

Tanto las rigideces del mercado laboral como la calidad del capital humano son factores fundamentales para el crecimiento del Venture Capital.

Las empresas que utilizan el Capital de Riesgo para financiarse se caracterizan por su flexibilidad para adaptarse a los cambios en el entorno. El éxito del negocio se halla en función de sus habilidades tácticas y operativas, más que en una estrategia a largo plazo. Los fundadores de nuevos negocios, que afrontan grandes necesidades de capital y gran incertidumbre, dependen de la adaptación oportunista a eventos inesperados.<sup>17</sup>

Por lo anteriormente expuesto se entiende que cuanto más estricta sea la ley más difícil y costoso se torna para una nueva compañía contratar trabajadores, ya sea por la duración de los contratos laborales, por la documentación necesaria para concretar el trámite o por la cantidad de beneficios que están obligados a otorgar a los empleados. En el comienzo de una empresa, la alta tolerancia a la ambigüedad y la capacidad de adaptación se vuelven cruciales. Un mercado laboral con alta rigidez laboral impacta de manera negativa en la demanda de fondos provenientes de Venture Capital.

Por otro lado, la calidad de los recursos humanos es un factor determinante a la hora de evaluar la demanda de Venture Capital. El nivel de capacitación del equipo de gerentes de la empresa financiada es un aspecto que tiene un gran peso al momento de evaluar la factibilidad de una transacción por parte de un fondo. Como antes dijimos, una tarea fundamental del General Manager es identificar aquellos capaces de cumplir con la promesa de crecimiento y éxito de estas nuevas empresas.

Se espera conseguir un equipo de gerentes con destrezas en marketing, tecnología, finanzas y operaciones. Es muy probable que los socios capitalistas revisen los antecedentes académicos y laborales y en el caso de que sea necesario soliciten recomendaciones. En general, un gran equipo de gerentes con un buen plan de negocios será mejor visto que un buen equipo de gerentes con un excelente plan de negocios. Esto se debe al hecho de que el mejor plan de negocios del mundo puede fallar por haber sido mal ejecutado. La importancia fundamental radica en las habilidades del management para ponerlos en práctica. Y el valor agregado que el socio capitalista pueda aportar reside en su capacidad de identificar las debilidades que tiene ese equipo y aplacarlas.

En los modelos exitosos de capital de riesgo siempre han convivido una persona innovativa o un científico, con alguien que supiera estructurar las cosas desde el punto

---

<sup>17</sup> Pereyra, Ariel (2002). "Hacer Venture Capital en la Argentina: Una visión a largo plazo", Departamento de Investigación, Universidad de Belgrano. Buenos Aires, Argentina.

de vista comercial, junto con el fondo de capital de riesgo que aporta capacidades de management.<sup>18</sup>

- Asimetría de la información

La incertidumbre que surge por la falta de información de compañías nacientes se traduce en un impedimento al acceso de financiamiento. Cuanto mayor sea el riesgo inherente por ello, mayor será el rendimiento que se le pedirá a la inversión y por ende, mayor el costo de acceder al capital.

Es posible reducir este costo si desde el Estado Nacional se desprenden políticas que promuevan la existencia de altos estándares de contabilidad. Con una buena regulación contable, los socios capitalistas dedican menos tiempo en la búsqueda para evaluar y monitorear sus inversiones.

Hay que tener en cuenta que por la naturaleza incierta de este tipo de empresas resulta dificultoso vislumbrar la evolución futura del negocio, es por ello que cuanto mayor sea la capacidad de proveer información correcta y transparente al mercado menor será el retorno requerido por los inversionistas y la posibilidad de hacer viable el proyecto.

- Inversores Institucionales

Permitir la entrada de grandes inversores como por ejemplo los fondos de jubilaciones, son factores fundamentales que afectan el desarrollo de este tipo de instrumentos.

En relación a los fondos de jubilación, como veremos más adelante, en Estados Unidos, son la principal fuente de capital para el Venture Capital proveyendo entre el 40% y el 50% del total de los fondos destinados.<sup>19</sup>

Los aportes de carácter institucional les permiten a los socios capitalistas obtener grandes cantidades de dinero interactuando con menos personas. De esta forma se reducen la cantidad de inversores y por lo tanto se economiza la cantidad de tiempo invertido en mantener a todos informados.

Este tipo de aportes se caracteriza por estar fuertemente regulados o por requerir estándares bastante rígidos a las compañías que demandan su inversión. De todas formas, esta desventaja no opaca el hecho de que son un factor determinante para el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo.

- Variables Macroeconómicas

---

<sup>18</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

<sup>19</sup> Jeng, Leslie A. & Wells, Philippe C. (1998). “The determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries”, Harvard Business School.

El estado en el que se encuentre la economía también es un factor determinante para el desarrollo del Venture Capital. Se tiende a pensar que las expansiones macroeconómicas tienden a fomentar la creación de nuevas empresas, lo que a su vez genera un aumento en la demanda de Capital de Riesgo. De esta forma se explica la relación positiva que existe entre el crecimiento económico y el desarrollo de fondos de Venture Capital.

Las valuaciones de las empresas también se ven afectadas por la estabilidad del país donde se encuentre radicada la compañía. Las valuaciones en naciones emergentes presentan muchos más riesgos que en mercados desarrollados. Se tienen en cuenta los altos niveles de inflación, la volatilidad económica, los cambios políticos, sociales y regulatorios, la falta de información pública, los niveles de corrupción y la falta de justicia.

Todos estos escenarios deben ser incluidos en la prima de riesgo para confeccionar el flujo de fondos de la valuación. Cuantos más riesgos adicionales sean incorporados, más débil resultará el resultado y por lo tanto más difícil será atraer inversores capaces de hacer frente a ellos.

Es necesario brindar al inversor un horizonte de planificación estable y certidumbre de las señales de los mercados en el largo plazo. Es importante también asegurar los derechos de propiedad. Ambas premisas se conjugan con el fin de promover el sano desarrollo de los negocios y la inversión reproductiva en compañías nacientes.

- Participación del Estado

La participación del Estado en el desarrollo de la industria del Capital de Riesgo se ha vuelto crucial. Las naciones en estos últimos años han comenzado a reconocer la importancia del desarrollo de estos mercados. Existen opiniones contrapuestas en base a si su intervención debe ser directa y completa o si sólo deben limitarse a proveer un escenario estable con reglas claras para los inversores.

La intervención del Estado puede entonces variar desde proveer infraestructura legal o incentivos hasta invertir directamente en las empresas. El problema, en este sentido, radica en que la participación del Estado puede llegar a ser contraproducente si no permite el desarrollo del sector privado del mercado de Venture Capital. Adicionalmente, se duda de la capacidad que pueda tener para elegir proyectos rentables y saludables de manera apropiada.

Podemos concluir que la participación del Estado puede ser más redituable y positiva a través de la contribución directa a los fondos de Venture Capital más que interviniendo dentro del proceso de selección o actuando como asesor de estos. Por otro lado, una función necesaria y fundamental que debe proveer el Estado es el establecimiento de una estructura legal básica y una estructura impositiva para propiciar el desarrollo de la industria.

En general, las recomendaciones se orientan a políticas y condiciones relativas al marco regulatorio, esto es establecimiento de normas que determinen el tipo de inversor que puede participar en las inversiones de riesgo, el desarrollo de un mercado activo y el

diseño de políticas fiscales. Adicionalmente, su intervención también está fuertemente ligada al desarrollo de estrategias de salida rentables para los inversores.

La existencia de un marco legal específico es crucial para mitigar la informalidad, la falta de transparencia y las fallas de información. A su vez, también es necesario promover políticas para disminuir la alta cantidad de trámites burocráticos que afectan la creación, radicación y desarrollo de nuevas empresas. Veremos más adelante la manera en que la Ley de Emprendedores recientemente implementada en la Argentina apunta directamente a resolver estos problemas.

El Estado también puede ayudar a disminuir las presiones fiscales y las fuertes cargas que deben afrontar las nuevas empresas a la hora de contratar empleados en blanco. Puede también otorgar incentivos fiscales a través de desgravaciones o exenciones a aquellos individuos o entidades que elijan enlistarse en este tipo de inversiones.

En síntesis, la intervención del Estado es uno de los determinantes más importantes para esta industria. Su importancia radica básicamente en la implementación y en el diseño de políticas que permitan llevar adelante mejoras en la productividad y el crecimiento de esta industria. Sus tareas deben abarcar ramas que van desde la creación de un marco legal propicio, un marco regulatorio inclusivo y un contexto macroeconómico que muestre bajos niveles de desempleo, superávit fiscal y externo hasta el apoyo a la innovación y al desarrollo de capital humano.

### **3.5 Evolución de la Industria**

En esta sección se expondrá el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo alrededor del mundo, fundamentalmente en aquellos países que actualmente muestran éxito en esa iniciativa y utilizan al Estado como fuente de estímulo. El beneficio de este análisis radica en la identificación de similitudes y diferencias con el caso argentino para utilizarlas a la hora de realizar propuestas de políticas.

El proceso formal de creación de lo que conocemos como Private Equity nace hacia el 1800 en el Reino Unido. A comienzos de ese siglo, las sociedades comenzaron a mutar desde la agricultura a la industria. En este sentido, el concepto de riqueza también se modificó, y ya no se encontraba en la cantidad de tierras que una persona poseía, sino en la cantidad de bienes y servicios de los que ella podía gozar.

En referencia específicamente a la industria del Capital de Riesgo, nace hacia la década de 1940 en los Estados Unidos, donde las principales fuentes de recursos fueron inicialmente las familias adineradas en busca de inversiones con potenciales rendimientos.

El pico de crecimiento de la industria no ocurre hasta alrededor de los años setenta, donde el desarrollo de las instituciones financieras y la desregulación de los fondos de pensión dieron el paso requerido para que la industria comenzara a tener suficiente peso en los mercados. Esto a su vez fue acompañado por la expansión significativa de la demanda de capital causada por la revolución tecnológica de la época.

Según un estudio relevado por Ernest & Young<sup>20</sup>, para fines del 2015 los Estados Unidos dominaban la actividad de Venture Capital a nivel global tanto en valores como en cantidad de operaciones. Respecto del 2104 la industria creció un 24%

Este crecimiento respecto del año anterior se vio influenciado por un drástico cambio en las preferencias por los sectores a invertir. Las siguientes áreas se vieron favorecidas: Biofarmacéuticas (↑55%), Viajes y ocio (↑43%), Software (↑11%) y Servicios de Soporte (↑9%), mientras que compensaron este aumento los sectores de: Químicas (↓34%), Electrónica y computación (↓31%), Dispositivos Médicos (↓8%) y Energías Renovables (↓6%).

En segundo lugar encontramos a China dentro del Ranking de dominación de Venture Capital. Dos de cada tres de los mejores acuerdos fueron ejecutados en este país durante el 2015. De la misma forma que en Estados Unidos, hubo un cambio sustancial en las preferencias por los sectores a invertir. Mientras que las siguientes áreas incrementaron su participación como Instituciones Financieras y Servicios (↑485%), Viajes y Ocio (↑409%), Servicios de Soporte (↑242%), Servicios de Información al consumidor (↑186%), hubo otros que compensaron estas subidas: Semiconductores (↓81%), Servicios Médicos (↓41%) y Software (↓15%).

Según este análisis las perspectivas para los años futuros sobre lo que ocurrirá en relación a la industria de Capital de Riesgo son las siguientes:

- Corrección constante de precios
- Foco en la ejecución de proyectos
- Aumento del interés etapas tempranas, inversiones de menor costo.
- Más inversiones transfronterizas
- Experimentación con modelos
- Sectorización creciente
- China crecerá significativamente comparada contra US y Europa
- India continuará prometiendo pero no cumpliendo

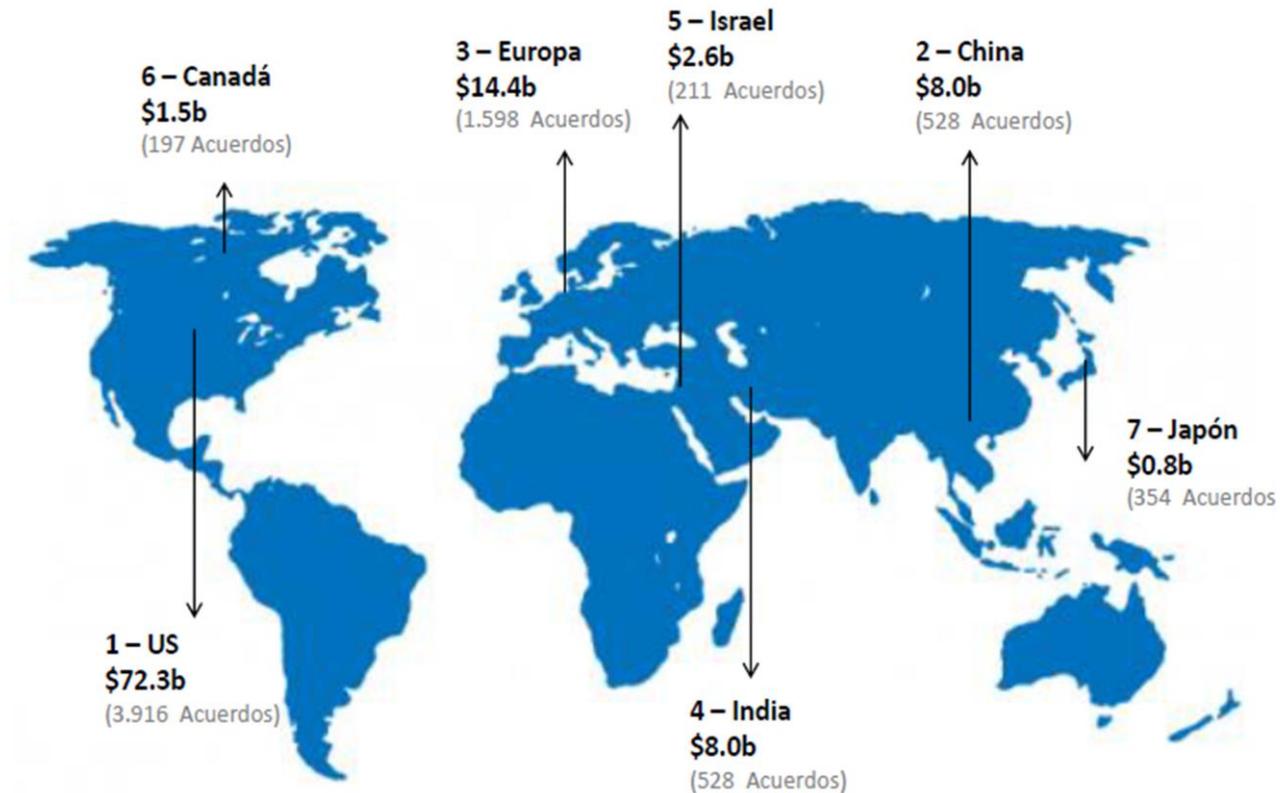
El siguiente gráfico nos muestra la distribución mundial de la actividad de Venture Capital tanto en billones de dólares como en cantidad de acuerdos<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Ernest & Young (2015). “Back to reality. EY Global Venture Capital trends 2015”, Worldwide Strategic Growth Markets Network, USA.

<sup>21</sup> Para el año 2015

Gráfico 2: Distribución mundial de la actividad de Venture Capital



Fuente: Ernest & Young (2015). "Back to reality. EY Global Venture Capital trends 2015"

Por otro lado, un factor fundamental en el que el desarrollo del Venture Capital ha influido a nivel mundial es la creación de empleo. La OECD<sup>22</sup> relevó información que demuestra que las pequeñas firmas juegan un rol central en la creación de nuevos puestos de trabajo, mejorando el crecimiento y fomentando la innovación.

Un estudio realizado por esta entidad sobre 18 países durante casi 14 años muestra que pequeñas y medianas empresas emplean en promedio alrededor del 65% de los trabajadores.

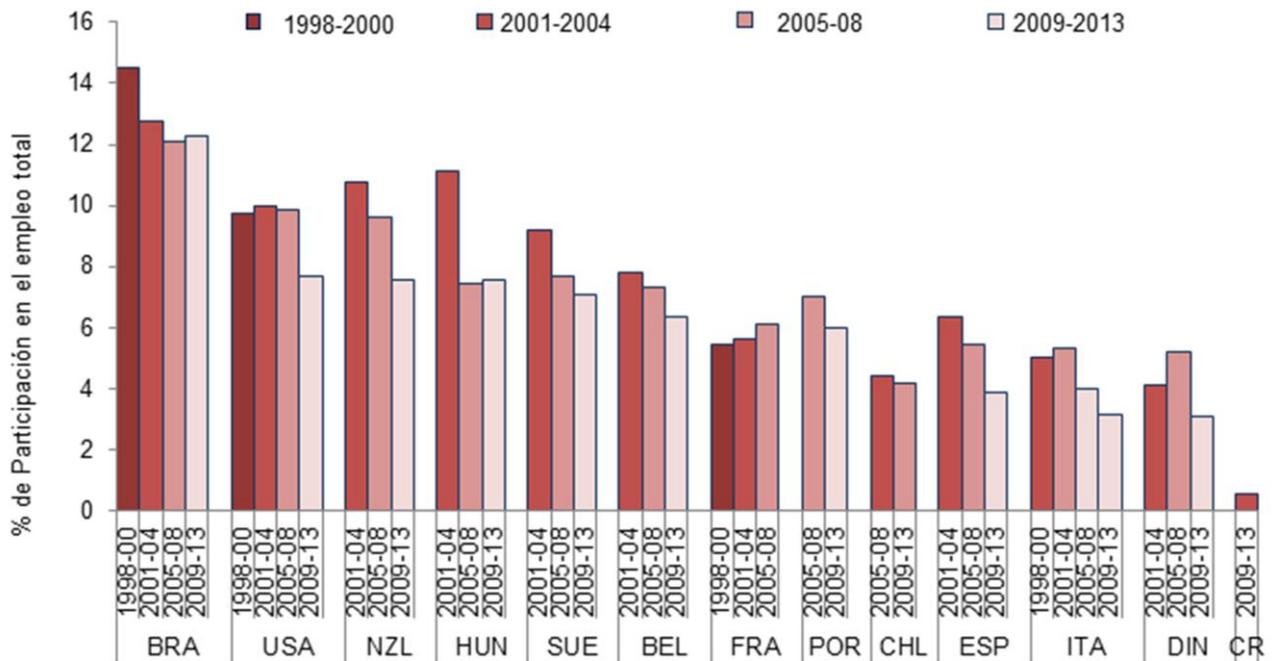
El siguiente gráfico<sup>23</sup> ilustra las tasas de ingreso (calculadas como el número de participantes con empleo real sobre el número total de unidades con empleo real). Las

<sup>22</sup> The Organisation for Economic Co-operation and Development

<sup>23</sup> El primer año disponible para el cual se ha validado la base de datos es: 1998 para Brasil; 1999 para Francia y los Estados Unidos; 2000 para Italia y Dinamarca; 2002 para Bélgica, Hungría, Nueva Zelanda y Suecia; 2004 para España; 2006 para Chile; 2007 para Portugal; 2010 para Costa Rica.

cifras informan los promedios para los períodos 1998-2000; 2001 - 2004; 2005 - 2008 y 2009 - 2013 dependiendo de la disponibilidad. Los sectores cubiertos son: servicios de manufactura, construcción y servicios financieros no financieros.

Gráfico 3: El rol de las Start-Ups en la creación de empleo



Fuente: OECD – Base de Datos “Dinamismo Empresarial”

### 3.5.1 Estados Unidos

El mercado de Capital de Riesgo estaba muy desorganizado y fragmentado antes del siglo XIX. La primera iniciativa por solucionar este inconveniente surgió de las familias ricas de los Estados Unidos.

En la década del 30 y 40 miembros de las familias más importantes (como Rockefeller, Bessemer y Whitney) contrataron profesionales para administrar sus inversiones y destinarlas al financiamiento de pequeñas compañías.

La primera firma moderna de Venture Capital fue fundada en 1946 bajo el nombre de American Reserch and Development (ARDC). El logro de esta compañía

El último año disponible para el que se ha validado la base de datos es: 2013 para España y Estados Unidos; 2012 para Brasil, Chile, Costa Rica, Portugal y Suecia; 2011 para Bélgica, Hungría y Nueva Zelanda; 2010 para Italia; 2009 para Noruega; 2007 para Francia.

estuvo ligado fundamentalmente a financiar aplicaciones comerciales de tecnologías desarrolladas durante la Segunda Guerra Mundial.

La compañía ARDC fue conducida por Dorit, a quien se considera el padre del Venture Capital. Su foco estuvo siempre en agregar valor a las compañías no solo a través del dinero sino proveyendo experiencia en la industria y capacidad de gestión. Su función siempre estuvo orientada a financiar ideas nobles con impacto social.

La primera inversión que decidieron realizar fue en la empresa High Voltage Engineering Company<sup>24</sup> que fue establecida con el fin de desarrollar la tecnología de Rayos X para el tratamiento del cáncer. Cuando la compañía se volvió pública, la inversión de USD 200.000 inicial valía 1.8 millones de dólares.

La preocupación por las pequeñas empresas se intensificó durante la Segunda Guerra Mundial, cuando las grandes industrias reforzaron su producción para acomodarse y ajustarse a los contratos en tiempos de guerra y las empresas más pequeñas se quedaron sin poder competir.

Con el fin de ayudar a estas pequeñas empresas a participar y darles viabilidad financiera, el Congreso creó la **Corporación de Pequeñas Plantas de Guerra (SWPC)**<sup>25</sup> en 1942. El SWPC proporcionó préstamos directos a empresarios privados, alentó a las grandes instituciones financieras a conceder crédito a pequeñas empresas y respaldó pequeños negocios frente a agencias de adquisiciones federales y grandes empresas.

El SWPC se disolvió después de la guerra, y sus poderes de préstamo y contrato fueron entregados a la Corporación Financiera para la Reconstrucción (RFC)<sup>26</sup>. En este momento, la Oficina de Pequeñas Empresas (OSB)<sup>27</sup> en el Departamento de Comercio también asumió algunas responsabilidades. Sus servicios eran principalmente educativos. Creyendo que la falta de información y experiencia era la causa principal del fracaso de las pequeñas empresas, el OSB produjo folletos y dirigió consejería de gestión para empresarios individuales.

El Congreso creó otra organización en tiempos de guerra para manejar las preocupaciones de las pequeñas empresas durante la Guerra de Corea, esta vez llamada la Administración de Plantas de Pequeñas Defensas (SDPA). Sus funciones eran similares a las del SWPC.

---

<sup>24</sup> High Voltage Engineering Corporation opera como una subsidiaria de Letitia Corporation. El 8 de febrero de 2005, High Voltage Engineering Corporation presentó una petición voluntaria de reorganización en el Tribunal de Bancarrota de los Estados Unidos para el Distrito de Delaware. El plan fue aprobado más adelante como una liquidación el 10 de julio de 2006

<sup>25</sup> Sus siglas en inglés: Smaller War Plants Corporation

<sup>26</sup> Sus siglas en inglés: The Reconstruction Finance Corporation. Creada por el presidente Herbert Hoover en 1932 para aliviar la crisis financiera de la Gran Depresión, fue la "abuela" de SBA; El RFC era básicamente un programa federal de préstamos para todos los negocios dañados por la depresión, grandes y pequeños. Fue adoptado como el proyecto personal del sucesor de Hoover, el presidente Franklin D. Roosevelt, y fue atendido por algunos de los trabajadores más capaces y dedicados de Roosevelt.

<sup>27</sup> Sus siglas en inglés: Office of Small Business

Hacia 1953, el gobierno estadounidense decidió jugar un rol aún más activo en la promoción del desarrollo de pequeñas firmas volviéndose un participante y regulador a la hora de financiarlas.

El Congreso creó entonces la **Small Business Administration (SBA)**, cuya función era "ayudar, asesorar, y proteger, en la medida de lo posible, los intereses de las pequeñas empresas". Se estipulaba también que la SBA garantizaría a las pequeñas empresas una "proporción justa" de contratos gubernamentales y ventas de bienes excedentes.

En 1954, la SBA ya estaba haciendo préstamos comerciales directos y garantizando préstamos bancarios a las pequeñas empresas, así como también brindando financiación a las víctimas de desastres naturales, trabajando para obtener contratos públicos para pequeñas empresas y ayudando a los dueños de negocios con administración, asistencia técnica y capacitación empresarial.

La Ley de Sociedades de Inversión de 1958 estableció el **Programa SBIC (Small Business Investment Company)**, bajo el cual SBA licenció, reguló y ayudó a proveer fondos para firmas privadas de inversión de Capital de Riesgo. Se especializaron en el suministro de deuda a largo plazo y las inversiones de capital a las pequeñas empresas de alto riesgo. Su creación fue el resultado de un estudio de la Reserva Federal que descubrió, en términos simples, que las pequeñas empresas no podían obtener el crédito que necesitaban para mantenerse al día con el avance tecnológico.

En 1964, la SBA empezó a atacar la pobreza a través del Programa de Préstamos para la Igualdad de Oportunidades (EOL)<sup>28</sup>. El programa EOL relajó los requisitos de crédito y colaterales para los solicitantes que viven por debajo del nivel de pobreza, en un esfuerzo por alentar a las nuevas empresas que no habían podido atraer apoyo financiero, pero eran iniciativas comerciales sólidas.

Durante el desarrollo de esta estrategia surgieron inconvenientes que fueron forjando su cambio de rumbo. Un primer problema surgió cuando en su esfuerzo por ayudar a estas pequeñas compañías decidieron financiarlas a través de deuda y no de Equity, lo que desencadenó inevitablemente que se seleccionaran industrias más estables debido a que los proyectos nuevos y con alto riesgo no son aptos para este tipo de financiación.

La recesión causada después de la crisis del petróleo (1973 -1974) golpeó fuertemente a las firmas jóvenes. La actividad de IPO disminuyó notablemente y muchas firmas pertenecientes al SBIC comenzaron a perder dinero ya que no podían hacer frente a sus obligaciones por el grado de apalancamiento que tenían. Hacia 1988, SBIC había reducido su participación en Venture Capital a un 7%.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Sus siglas en inglés: Equal Opportunity Loan

<sup>29</sup> Hoy en día el SBA ha crecido significativamente en términos de asistencia proporcionada en todas sus ramas y su gama de programas se han adaptado para alentar a las pequeñas empresas en todas las áreas. Los programas de la SBA ahora incluyen asistencia federal y de adquisición de contratos, asistencia para la gestión y extensión especializada a mujeres, minorías y veteranos de las fuerzas armadas. También

En 1971, se creó la bolsa secundaria del **Nasdaq** que brindó opciones de salida para los capitalistas de riesgo. El Nasdaq nace a partir de la petición del Congreso de los Estados Unidos a la comisión que regula la bolsa de que realizara un estudio sobre la seguridad de los mercados. La elaboración de este informe detectó que los mercados no regulados eran poco transparentes. Se propuso entonces su automatización y de ahí surgió el NASDAQ Stock Market, cuya primera sesión se llevó a cabo el 8 de febrero de 1971.

Entre 1997 y 2000, impulsó a 1649 empresas públicas generando 316.5 millones de dólares. Después de una profunda reestructuración en 2000, Nasdaq se convirtió en una empresa con fines de lucro y totalmente regida por accionistas.<sup>30</sup>

La consolidación de la industria de CR se produjo aproximadamente entre 1978 y 1984, caracterizada por una alta tasa de ingreso de nuevas empresas y una alta tasa de crecimiento de las actividades resultado de la **Ley ERISA**<sup>31</sup>. Esta ley permitía que los fondos de jubilación pudieran invertir una pequeña porción de activos en PE. Esto fue acompañado por una reducción marcada en imposiciones fiscales a las ganancias sobre el capital.

La Ley de Seguridad del Ingreso de los Jubilados de los Empleados de 1974 es una ley federal que establece normas mínimas para planes de pensiones en la industria privada y provee extensas reglas sobre los efectos del impuesto, sobre la renta federal de las transacciones asociadas con los planes de beneficios de los empleados.

Inicialmente, las cláusulas de ERISA prohibían a los fondos de pensiones invertir en fondos de Capital de Riesgo debido a su situación ilíquida y de alto riesgo. En 1979, el Departamento de Trabajo (que supervisa ERISA) revisó la “Regla del hombre prudente” contenida en la Employee Retirement Income Security Act, con la finalidad de permitir que los fondos de pensiones pudieran invertir una parte de sus recursos en los Fondos de Capital de Riesgo. Con la entrada de estos recursos y de otros inversionistas institucionales tales como compañías de seguros, fideicomisos, bancos, fondos soberanos, fondos de fondos, fundaciones en las ECR se inicia el auge en esta industria.

En 1982 se dictó la **Ley de Desarrollo de Innovación en Pequeñas Empresas** (Programa SBIR<sup>32</sup>) con el propósito de resolver la falla que tenía el sistema con relación al capital semilla. El programa SBIR fue creado para apoyar la excelencia científica y la innovación tecnológica a través de la inversión de fondos federales de investigación en las áreas consideradas primordiales para el Estado estadounidenses para construir una economía nacional fuerte.

---

proporciona préstamos a víctimas de desastres naturales y asesoramiento y asistencia especializada en comercio internacional.

<sup>30</sup> Actualmente continúa incrementando su capacidad en el volumen de transacciones y es capaz de transaccionar 6 billones de acciones en un día. Hoy día, la sede de Nasdaq está alojada en un edificio del Times Square en Nueva York y se ha convertido en una atracción turística para los visitantes que acuden a la ciudad. Uno de sus presidentes fue Bernard Madoff, exoperador de Wall Street a quien en diciembre de 2008 (ya como presidente de Madoff Investment Securities de New York) acusaron de un fraude gigantesco

<sup>31</sup> Sus siglas en inglés: Employee Retirement Income Security Act

<sup>32</sup> Sus siglas en inglés: Small Business Innovation Research

Para los propósitos del programa SBIR, el término "pequeña empresa" se define como una empresa con fines de lucro con menos de 500 empleados, propiedad de una o más personas que son ciudadanos, o extranjeros residentes permanentes en los Estados Unidos de América.

El programa tuvo cuatro objetivos originales: 1) Estimular la innovación tecnológica, 2) Utilizar pequeñas empresas para satisfacer las necesidades de investigación y desarrollo del gobierno federal, 3) Fomentar la participación de las minorías y las personas desfavorecidas en la innovación tecnológica, 4) Aumentar las innovaciones de comercialización del sector privado derivadas de la investigación y desarrollo federal.

Las agencias del programa otorgan contratos monetarios y / o subvenciones en las fases I y II de un programa trifásico:

En la Fase I, considerada la fase de arranque, otorgan dinero para la exploración o análisis de factibilidad de una idea (6 meses).

En la Fase II otorga subvenciones de hasta 1 millón de dólares, por hasta 2 años, para facilitar la expansión de los resultados de la Fase I. Se realiza el trabajo de investigación y desarrollo y se evalúa el potencial de comercialización (24 meses).

La Fase III pretende ser el momento en que la innovación pasa del laboratorio al mercado. En este punto la pequeña empresa debe encontrar financiamiento en el sector privado u otro financiamiento que no sea a partir de SBIR de la agencia federal.

Cada agencia federal cuenta con un presupuesto para Inversión y Desarrollo de más de 1.000.000 USD. Se le exige reservar un porcentaje mínimo de este monto para dedicar exclusivamente a pequeñas empresas.

Este porcentaje mínimo exigido fue aumentando con el correr de los años y permitió así satisfacer las mayores necesidades de capital. Se espera dedicar un 3,2% en el corriente año.<sup>33</sup>

- 2,5% de dicho presupuesto en cada uno de los años fiscales de 1997 a 2011;
- 2,6% de dicho presupuesto en el año fiscal 2012;
- 2,7% de dicho presupuesto en el año fiscal 2013;
- 2,8% de dicho presupuesto en el año fiscal 2014;
- 2,9% de dicho presupuesto en el año fiscal 2015;
- 3,0% de dicho presupuesto en el año fiscal 2016;
- 3,2% de dicho presupuesto en el año fiscal 2017 y cada año fiscal posterior.

En 2010, el programa SBIR a través de 11 agencias federales proporcionó más de 2 mil millones de dólares en subvenciones y contratos a pequeñas empresas de los EE.UU. para la investigación en innovación y desarrollo del producto.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Ernest & Young (2015). "Back to reality. EY Global Venture Capital trends 2015", Worldwide Strategic Growth Markets Network, USA.

<sup>34</sup> Small Business Administration (2014). "Policy Directive", Office of Investment and Innovation, NY, USA.

Hacia la década del 90 se desarrolló un programa similar al programa SBIR con el fin de expandir las alianzas público / privado entre pequeñas empresas e instituciones de investigación sin fines de lucro en los Estados Unidos, bajo el nombre de **Programa de Transferencia de Tecnología para Pequeñas Empresas (STTR)**<sup>35</sup>.

La principal diferencia entre los programas SBIR y STTR es que el programa STTR requiere que la empresa tenga una institución de investigación asociada a la que se debe conceder un mínimo del 30% del total de los fondos de la donación.

La característica única del programa es el requisito de que las pequeñas empresas colaboren formalmente con una institución de investigación en la Fase I y la Fase II. El papel más importante de STTR es cerrar la brecha entre el desempeño de la ciencia básica y la comercialización de las innovaciones resultantes.

La misión del proyecto no pierde el foco anterior: “Apoyar la excelencia científica y la innovación tecnológica a través de la inversión de fondos federales de investigación en aquellos sectores críticos de la economía estadounidenses para construir un Estado fuerte”<sup>36</sup>. En base a ello, los objetivos a cumplir se estipulan de la siguiente manera: 1) Estimular la innovación tecnológica 2) Fomentar la transferencia de tecnología mediante la cooperación entre pequeñas empresas e instituciones de investigación 3) Aumentar la comercialización del sector privado de las innovaciones derivadas de los programas de investigación y desarrollo federales.

Otra medida tomada hacia mediados de la década del 90 que liberó capitales y permitió su destino hacia inversiones rentables fue la reforma The Taxpayer Relief (TRA)<sup>37</sup>.

Esta reforma de alivio al contribuyente fundamentalmente proveyó beneficios ligados a la reducción de las tasas de impuesto sobre las ganancias de capital; Adicionalmente instituyó un crédito tributario por hijo, disminuyó los impuestos sobre la venta de una residencia personal y aumentó la exención del impuesto a la herencia y a otras varias áreas del código tributario. Algunos puntos a destacar de esta reforma son:

- La tasa marginal más alta de ganancias de capital se redujo del 28% al 20%
- Los beneficios obtenidos con la venta de ciertas acciones de pequeñas empresas de más de seis meses se pueden canjear sin impuestos si el vendedor reinvierte los ingresos en nuevas acciones calificadas de pequeñas empresas. Además, la parte excluida ya no está sujeta al impuesto mínimo alternativo.

En 1998 se establece la **La Ley de Reestructuración y Reforma del Servicio de Impuestos Internos (IRS)**<sup>38</sup> en la que se permite a los accionistas de los fondos a diferir el pago de los impuestos si reinvierten los fondos liquidados en nuevos títulos considerados de Capital de Riesgo. Esto es, para que títulos mantenidos al menos 6

<sup>35</sup> Sus siglas en inglés The Small Business Technology Transfer.

<sup>36</sup> [www.sbir.gov](http://www.sbir.gov).

<sup>37</sup> Reforma de alivio al contribuyente.

<sup>38</sup> Internal Revenue Service.

meses, puedan reinvertirse hasta en 60 días después de la liquidación para acogerse a este beneficio.<sup>39</sup>

Uno de los instrumentos más valiosos que lograron poner en práctica fueron los **Foros de Capital de Riesgo** (The Venture Forum<sup>40</sup>, entre otros) y las **Redes de Ángeles Inversores**. Son encuentros sociales entre emprendedores e inversores seleccionados, con experiencia en negocios de base tecnológica. Se organiza para que participen diversos agentes del mercado: gestores de fondos, inversores institucionales, corporativos y ángeles, bancos, etc.

El aporte más significativo de estas actividades radica en que brindan la posibilidad de conectarse con diversos profesionales de negocios como capitalistas de riesgo, inversores privados, expertos en industria, y otros empresarios exitosos.

El período que va desde el año 1995 al 2000 se caracteriza por un impactante crecimiento tanto en las inversiones como en la tasa de rendimiento. Se da el mayor crecimiento y desarrollo de las empresas de tecnologías de la información y las directamente vinculadas a la masificación de Internet. Esta etapa se caracterizó por altos rendimientos en empresas de software y comunicaciones, y se conoce como burbuja punto-com<sup>41</sup>. Estos altos rendimientos atrajeron a inversionistas institucionales que realizaron grandes inversiones en empresas de alta tecnología.

A medida que la euforia de la burbuja dot-com se fue desvaneciendo y se generó una crisis, se iniciaron una serie de fusiones, adquisiciones y reducciones laborales en la mayoría de las empresas del sector. Los valores bursátiles de estas empresas se colocaron a precios muy altos, derivado de las expectativas de crecimiento y una rápida realización de sus ganancias, sin embargo, al aparecer los primeros fracasos e incertidumbre, estas expectativas se convirtieron en desfavorables creando un efecto inverso y generando la caída del NASDAQ. Se pasó de un período de altos rendimientos en las inversiones a una drástica reducción de los mismos.<sup>42</sup> De todas formas las tendencias a largo plazo son crecientes, como puede apreciarse en el siguiente cuadro:

---

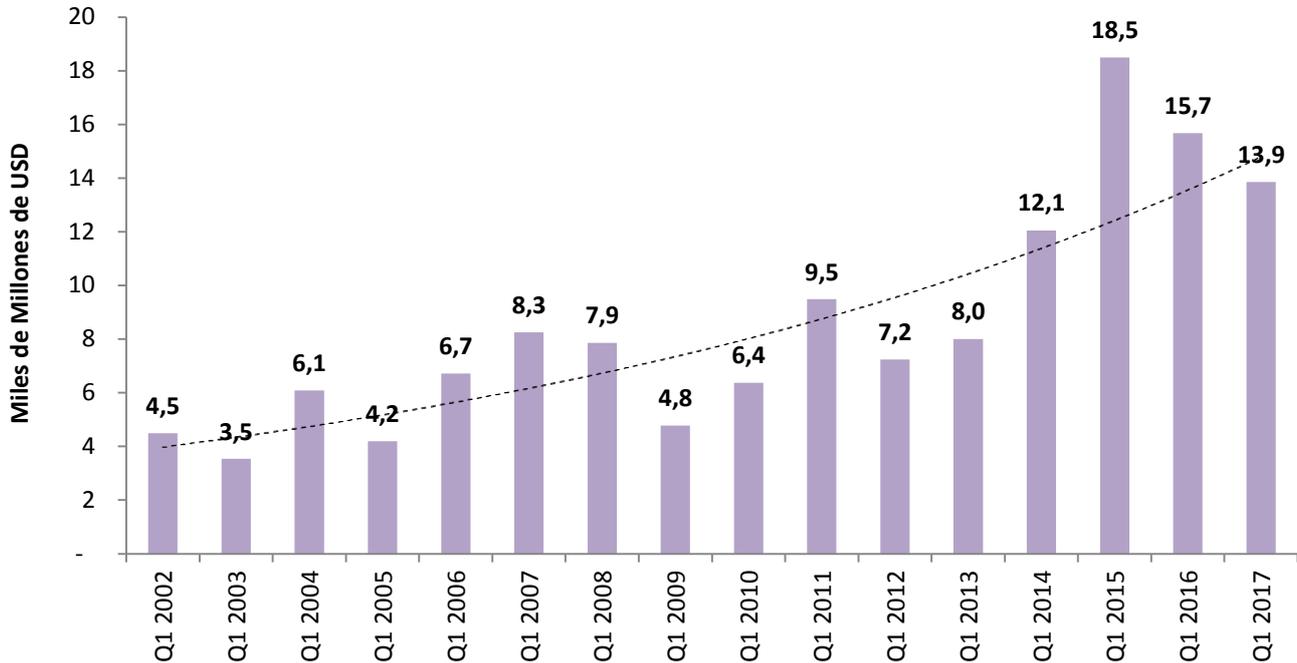
<sup>39</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo.

<sup>40</sup> The Venture Forum es una “comunidad” sin fines de lucro para los empresarios de tecnología. Anteriormente conocido como WPI Venture Forum, su objetivo es buscar la base para el aprendizaje y la conexión con recursos esenciales para el lanzamiento y crecimiento de empresas tecnológicas exitosas.

<sup>41</sup> También conocido como “bubble dot-com”.

<sup>42</sup> Ricardo Chelen y Gerardo Gutiérrez Bello (2014). “Capital de Riesgo para el Desarrollo de Empresas Innovadoras” Preparado para el Foro Consultivo Científico y Tecnológico; DF, México.

Gráfico 4: Inversiones en Venture Capital, USA - 1Q de cada año  
2002 - 2017



Fuente: Price waterhouse Coopers (PwC) & CB Insights (2017). "MoneyTree™ Report Q1 2017"

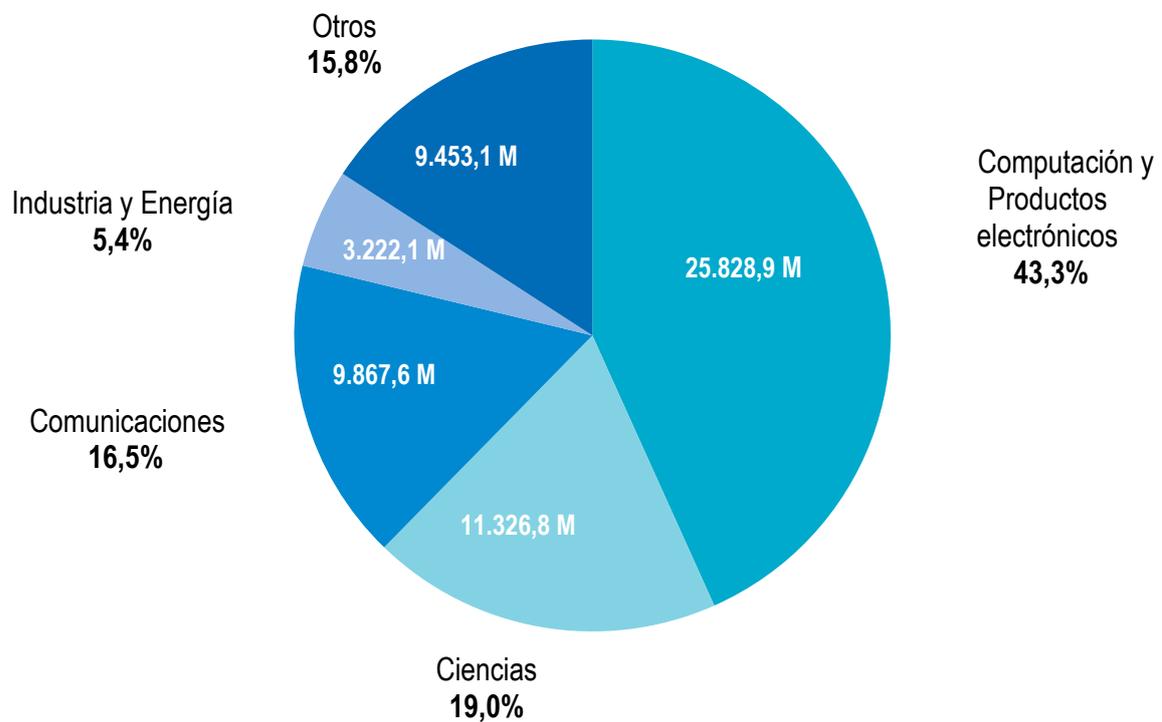
La industria de Capital de Riesgo se desarrolló fuertemente gracias a todas las políticas puestas en práctica. En los Estados Unidos han dedicado no sólo recursos económicos, sino grandes esfuerzos en la creación y el diseño de políticas que fueron y son lo suficientemente efectivas para seguir generando los incentivos necesarios para promover el desarrollo de la industria.

Además de poseer una cultura emprendedora y adversa al riesgo, las firmas y fondos de Venture Capital son beneficiadas por líneas de financiamiento continuo por parte de los fondos de jubilación, las corporaciones, las redes de Ángeles Inversores, los fondos de comercio y las bolsas de mercado que proveen las estrategias de salida que los inversores necesitan.

El impacto de la consolidación de esta industria facilitó también los procesos de aprendizaje en materia de investigación y desarrollo, en tecnología, en procesos organizativos y de gestión, en estrategias legales y en el manejo de negocios brindando a su vez la posibilidad de buscar financiamiento externo junto con la estabilización de la organización jurídica bajo la forma de Sociedades.

Las tendencias a largo plazo sugieren una dirección positiva para el VC: más fondos para el Capital de Riesgo, la proliferación de Inversores Ángeles, el rápido crecimiento de los mercados secundarios, la aparición de nuevos inversores extranjeros y oportunidades de crecimiento en nuevos e innovadores segmentos en las áreas de: redes Sociales, seguridad de la información y redes inalámbricas.

Gráfico 5: Inversiones en Venture Capital por sector, USA (2015)  
Millones de USD & %



Fuente: OECD, Entrepreneurship at a glance, 2016.

### 3.5.2 Unión Europea

El Venture Capital tiene sus comienzos en Europa en la década de los 80, pero su auge y despegue no ocurre hasta mediados de los años 90. Es en ese momento cuando Europa toma conciencia del desfase existente entre la capacidad innovadora y de creación de riqueza económica que existe con los Estados Unidos, e interpreta y reconoce la importancia del Venture Capital señalando que el mismo jugará un papel significativo en el crecimiento económico, la creación de trabajo sostenible, la promoción de la cultura empresarial y la innovación.

Hacia esa época y durante gran parte de los primeros años de la década del 2000 se observa una falta grave y persistente de inversores informales y de Seed Capital, debido fundamentalmente a la menor rentabilidad ofrecida por las inversiones europeas.

Otra causa importante de este déficit está relacionada a que más allá de que las empresas innovadoras tienen efectos positivos para la competitividad europea, deben afrontar las excesivas divergencias de las políticas nacionales de cada uno de los países que conforman la región.

La excesiva fragmentación del mercado afecta negativamente tanto a la captación de fondos como a la inversión dentro de la Unión Europea. Las autorizaciones

y reglamentaciones de los fondos de Capital Riesgo y de sus administradores se realizan de conformidad con las normativas nacionales. Dichos fondos, que en otras circunstancias podrían ampliar su cartera a través de las fronteras, se encuentran limitados por obstáculos operativos y reglamentarios. En un mercado de Capital Riesgo fragmentado con veintisiete entornos operativos distintos actualmente, estructurar los fondos a través de múltiples fronteras se convierte en una labor cada vez más compleja y los fondos más modestos tienden a evitar las operaciones fuera de sus jurisdicciones nacionales.<sup>43</sup>

Entre 1998 y el 2000 se pusieron en práctica políticas públicas para enfrentar estos retos y corregir las desviaciones existentes. Fundamentalmente estuvieron orientadas a:

- Impulsar las relaciones universidad-empresa.
- La estrategia innovadora de las grandes firmas.
- La adopción de mecanismos financieros «ad hoc».
- Políticas activas de transferencia de tecnología.

La evolución y el impulso se debieron al acompañamiento, por estos años, de nuevas orientaciones políticas del **Banco de Inversión Europeo (BIE)**<sup>44</sup> y del **Fondo de la Inversión Europeo (FEI)**<sup>45</sup>, la creación de una sección especial de empresas de la **Comisión Europea (CE)** en un cuadro de fuerte desarrollo de las oportunidades de negocios en varios sectores, y el crecimiento de Internet.

El apoyo financiero del BIE se centra en el desarrollo de productos y asociaciones innovadoras que faciliten el acceso a la financiación y mejoren las condiciones de financiación para las PYME y las empresas medianas en todas las etapas de su desarrollo. En el año 2016, el Grupo BIE financió PYMEs y medianas empresas en todo el mundo hasta alcanzar un récord de 33,6 miles de millones de euros.<sup>46</sup>

El FEI es un fondo especializado en financiación de riesgo que se centra en el establecimiento de un ecosistema sostenible que apoye la innovación y el espíritu empresarial. Para poner en práctica estas actividades utilizan capital propio o el de sus socios.<sup>47</sup>

Sus objetivos son la construcción de la infraestructura de Capital de Riesgo del sector privado para abordar las lagunas del mercado y las oportunidades, de esta manera se genera a su vez una rentabilidad adecuada para sus accionistas, a través de una política de precios comerciales.

---

<sup>43</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

<sup>44</sup> El Banco Europeo de Inversiones (BEI) — en inglés European Investment Bank — es el órgano financiero comunitario de la Unión Europea (UE). Fue creado en 1958 en el marco de los Tratados de Roma y su sede está en Luxemburgo.

<sup>45</sup> El FEI fue creado en 1994 por tres accionistas: el Banco Europeo de Inversiones (BEI), la Comisión Europea y diversos órganos financieros europeos.

<sup>46</sup> Grupo BIE: <https://europa.eu/european-union/>

<sup>47</sup> Grupo BIE: <https://europa.eu/european-union/>

Operan actuando como intermediarios que invierten en empresas innovadoras de alta tecnología en sus fases temprana y de crecimiento, y se centran particularmente en aquellas empresas que enfrentan desafíos financieros pero también ofrecen excelentes oportunidades de inversión. Ofrecen “Dinero Inteligente”, no sólo proporcionan fondos, también ayudan al equipo de gerenciamiento a configurar y optimizar su propuesta de inversión, al mismo tiempo que comparten experiencia, asesoramiento, captación y gestión de fondos.

En conjunto, estas dos entidades movilizan sus conocimientos financieros y técnicos para que actúen como catalizadores de las inversiones en este sector económico esencial, para lograr un crecimiento inteligente, sostenible e integrador.<sup>48</sup>

La Comisión Europea busca implantar un mercado único de fondos de Venture Capital que permita realizar inversiones transfronterizas sin burocracia, reforzar la cooperación de los inversores en inversión semilla y difundir en uso de buenas prácticas prestando una atención particular a los inversores informales para potenciar el crecimiento de las inversiones en Capital de Riesgo.<sup>49</sup>

Todas estas metas se tratarán de alcanzar mediante la puesta en práctica de diversos programas específicamente diseñados. Algunos de ellos, puestos en práctica hace algunos años y actualmente vigentes, son los que se explicarán a continuación.

En 2013, la UE adoptó un **Reglamento sobre Fondos Europeos de Capital de Riesgo** estableciendo nuevas medidas para permitir a los capitalistas de riesgo comercializar sus fondos en toda la UE bajo un solo conjunto de normas.

Otro programa puesto en práctica fue el **Programa para la Competitividad de las Empresas y las Pequeñas y Medianas Empresas (COSME)**<sup>50</sup> cuyo objetivo es mejorar el acceso a la equidad para las empresas nacientes a través de dos instrumentos financieros que están disponibles desde agosto de 2014.

COSME tiene un presupuesto de más de 1.300 millones de euros para financiar estos instrumentos financieros que facilitan el acceso a préstamos y financiación de capital en aquellos segmentos donde se han identificado brechas de mercado.<sup>51</sup>

El primero de estos instrumentos es el *Mecanismo de Garantía de Préstamos (LGF)*<sup>52</sup> que financiará garantías y contragarantías para intermediarios financieros (por ejemplo, organizaciones de garantía, bancos, empresas de leasing) para ayudarles a proporcionar más préstamos y financiación. Esta facilidad también incluirá la titulación de carteras de financiamiento de deuda de nuevas empresas.

---

<sup>48</sup> Ferran, Lemus (2016). “El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico”, Documento de Trabajo N° 23, Observatorio de Divulgación Financiera, Septiembre 2016.

<sup>49</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

<sup>50</sup> Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises

<sup>51</sup> <https://ec.europa.eu/commission/>

<sup>52</sup> The Loan Guarantee Facility

Al compartir el riesgo, las garantías del COSME permitirán a los intermediarios financieros ampliar la gama de empresas y los tipos de transacciones financieras que pueden apoyar. El impacto es sustancial, debido al efecto de apalancamiento, la Comisión Europea espera que cada euro invertido en una garantía de préstamo hasta 30 euros de financiación. Estas garantías ayudarán a muchas organizaciones pequeñas que de otro modo no podrían obtener financiación debido a su mayor riesgo o falta de garantías suficientes.

El segundo de estos instrumentos es el *Instrumento de Equidad para el Crecimiento (EFG)*<sup>53</sup> y se dedicará a inversiones en fondos de Capital de Riesgo que proporcionen financiación mezzanine a las empresas en expansión y crecimiento, en particular, las que operan a través de las fronteras. Los gestores de fondos que trabajan sobre una base comercial garantizarán que las inversiones se centren en aquellas con mayor potencial de crecimiento.

El **Programa Marco para la Competitividad y la Innovación (CIP)**<sup>54</sup>, el predecesor del COSME, ha tenido un éxito considerable. Aunque el programa funcionó desde el 2007 al 2013, la financiación sigue estando disponible a través de intermediarios financieros que han sido recientemente seleccionados y aprobados.

Este programa fue concebido para ofrecer a las pequeñas y medianas empresas un mejor acceso a la financiación, así como apoyo a la innovación y apoyo regional a las empresas.

Sus integrantes participaban junto a los bancos en la confección y venta de carteras de préstamos para empresas en sus primeros estadios, generando de esta manera capacidad de préstamo. También apoyaron la utilización de tecnologías medioambientales, especialmente a través de coinversiones en fondos de CR que proporcionaban capital accionario para que las empresas inviertan en eco-innovación. Un punto importante fue que facilitaron asimismo garantías para financiación de deuda y microcréditos para PYME.

Hacia 2012, fue creado **El Grupo de Expertos sobre la equiparación transfronteriza de empresas innovadoras con inversores adecuados**. Este grupo de expertos fue convocado para identificar las tendencias y las mejores prácticas en el ámbito de la adecuación de las empresas innovadoras con los inversores sobre una base transfronteriza. El grupo constaba de 12 representantes de organizaciones con experiencia en el financiamiento de la innovación

El grupo llegó a la conclusión de que "las empresas innovadoras en Europa se enfrentan a importantes problemas para acceder a la financiación que necesitan para comenzar, crecer y competir en los mercados mundiales. La coincidencia transfronteriza de las empresas innovadoras y los inversores, en particular, plantea importantes

---

<sup>53</sup> The Equity Facility for Growth

<sup>54</sup> The Competitiveness and Innovation Framework Program

desafíos, a pesar de que la investigación ha identificado la financiación transfronteriza como clave para apoyar el crecimiento internacional de una empresa”.<sup>55</sup>

Si bien el Mercado Único ha traído grandes beneficios para los ciudadanos y las empresas europeas, la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas no siempre ha funcionado así. En algunas zonas, por ejemplo, no existe un mercado europeo verdaderamente integrado, ya que la falta de legislación, los obstáculos administrativos y la falta de aplicación hacen que todo el potencial del mercado único no se aproveche.

La confianza en el mercado único también debe reforzarse para ayudar a estimular el crecimiento económico. Europa debe actuar con más fuerza y convicción para demostrar que el Mercado Único trae consigo el progreso social y puede ser beneficioso para los consumidores, los trabajadores y las pequeñas empresas.

Por esta razón, la Comisión Europea adoptó en Abril de 2011 la **Ley del Mercado Único**, una propuesta legislativa para relanzar el mercado único a finales de 2012. Una ley clave que facilitó que los fondos de Capital Riesgo establecidos en cualquier país de la UE pudieran recaudar fondos en otros sin obstáculos o requisitos adicionales.

En octubre de 2012, la Comisión propuso el **Acta del Mercado Único II** para seguir desarrollando el mercado único y explotar su potencial de crecimiento. Una acción clave fue impulsar la inversión a largo plazo en la economía real facilitando el acceso a los fondos de inversión a largo plazo.

Como parte de la **Unión de la Innovación**, la Comisión adoptó nuevas leyes que garantizan que los fondos de Capital de Riesgo establecidos en cualquier país de la UE puedan invertir libremente en toda la UE. Estas leyes también eliminaron el tratamiento fiscal desfavorable para las actividades transfronterizas.

Con respecto a la estrategia de salida, el mercado europeo también presenta debilidades frente a los Estados Unidos. El **European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System (EASDAQ)** fue creado para reunir a las ventures, sus inversores y los intermediarios financieros, en un mercado de cotización líquido, bien regulado y de ámbito paneuropeo.<sup>56</sup>

El EASDAQ funciona con base en Bruselas, cuenta con la financiación de un grupo importante de intermediarios financieros de la UE y de los EE.UU., y opera en

---

<sup>55</sup> Comisión Europea (2012). “Evaluation of EU Member State Business Angel Markets and Policies” Report of the Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors.

<sup>56</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

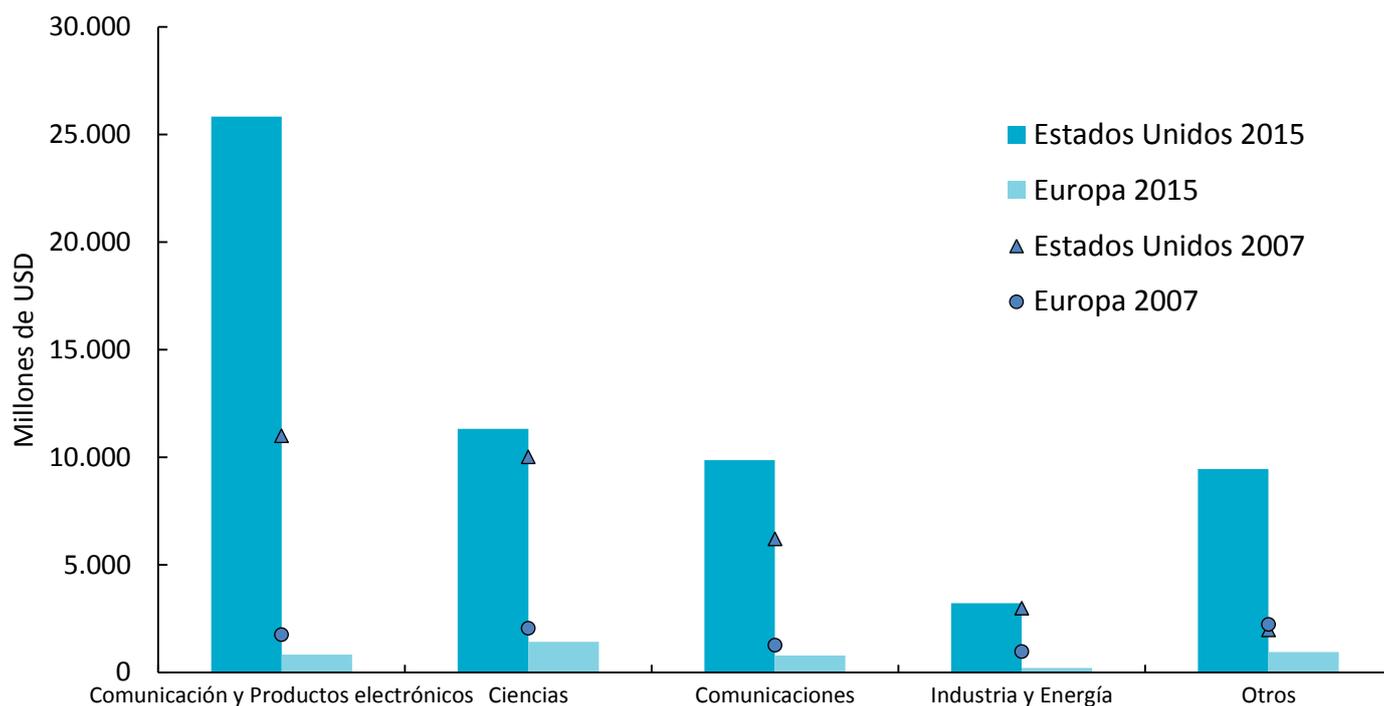
forma independiente de los mercados de cotización europeos. Las directivas de la UE permiten a EASDAQ operar en todos los estados miembros.<sup>57</sup>

Teniendo en cuenta este escenario de políticas públicas en desarrollo con gran capacidad de empuje, hay que admitir y recordar que las inversiones de finales de la década del 90 y principios del 2000 no obtuvieron la rentabilidad esperada, dándose un número importante de resultados fallidos alrededor del continente.

Diversos estudios ponen en cuestión el potencial de éxito del Venture Capital en Europa, en comparación con los resultados en los Estados Unidos. Según dichos estudios, ello viene dado entre otras razones, por el exceso de barreras burocráticas y la rigidez de la legislación laboral, las diferencias entre países en el tratamiento de las ganancias del capital, la ausencia de una legislación europea para el conjunto de la UE, la poca flexibilidad en el tratamiento de las quiebras empresariales, y suficiencia de la cultura empresarial en algunos países.<sup>58</sup>

Otra reflexión que surge del análisis es que el Venture Capital no dispone en Europa, salvo excepciones, de un ecosistema equivalente al de los Estados Unidos, es decir de entornos de emprendedores, inversores, asesores legales y sensibilidad empresarial que permita emprender con la misma facilidad y convicción.

Gráfico 6: Inversiones en Venture Capital por sector, USA vs Europa



Fuente: OECD, Entrepreneurship at a glance, 2016.

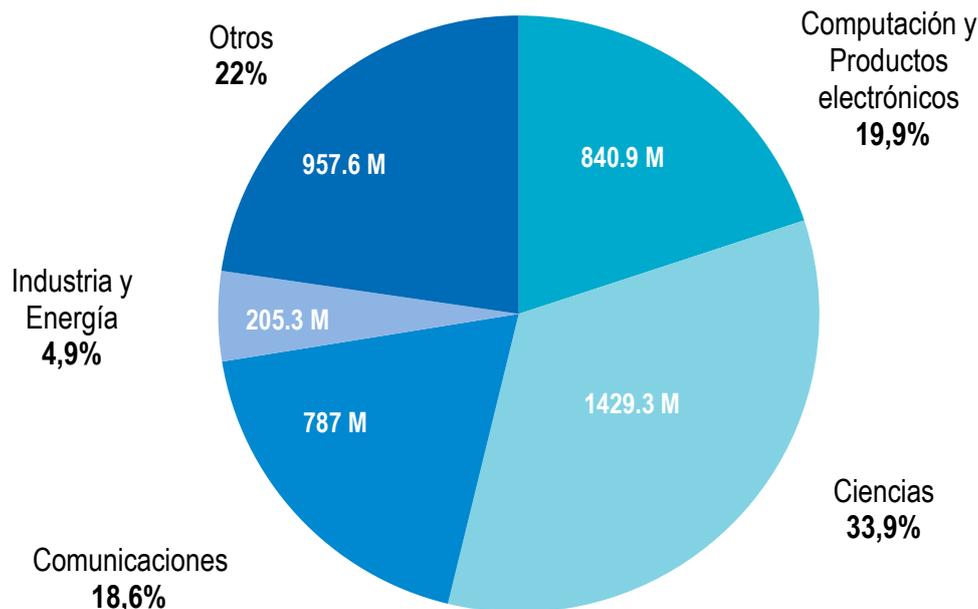
<sup>57</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

<sup>58</sup> Ferran, Lemus (2016). “El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico”, Documento de Trabajo N° 23, Observatorio de Divulgación Financiera, Septiembre 2016.

Teniendo en cuenta este panorama, hay que considerar que los Estados Unidos tienen una vasta experiencia en el área y que llevan sesenta años de adelanto respecto a Europa. No hay que desmerecer el gran esfuerzo que han hecho los gobiernos europeos en la última década por neutralizar los obstáculos antes señalados. No se trata de cuestionar la validez del Venture Capital como instrumento potenciador de la innovación y el crecimiento, sino que lo que cuestiona son los obstáculos con lo que se enfrenta para su desarrollo, algo potencialmente similar a lo que ocurre en Latinoamérica

Podemos concluir que existe, entonces, un férreo objetivo de la Unión Europea para desarrollar esta industria de la mano del sector público. Algunas de sus metas son, permitir la realización de inversiones transfronterizas sin burocracia, reforzando de esta manera la cooperación de los inversores en inversión semilla, identificando y difundiendo buenas prácticas y, al mismo tiempo, favoreciendo la creación de más fondos profesionales de CR que realicen mayores inversiones.

Gráfico 7: Inversiones en Venture Capital por sector, Europa (2015)  
Millones de USD & %



Fuente: OECD, Entrepreneurship at a glance, 2016.

Hoy en día existen en Europa empresas innovadoras exitosas y globalmente conocidas, por ejemplo, Shazam, Spotify, Skype, etc. que han logrado abrirse camino desde las pequeñas empresas a un mundo globalizado. Lo que no hay todavía es una acción suficientemente decidida de los fondos de pensiones y compañías aseguradoras para invertir en el sector a un nivel semejante al del mercado de los Estados Unidos.

Veremos que el líder europeo en esta industria, el Reino Unido, fue el primero en brindar apoyo gubernamental fomentando la creación de un mercado de Capital de Riesgo que funcione bien y que pueda ayudar a mitigar los efectos de la crisis económica eliminando los obstáculos a la innovación. Un caso que también merece la pena destacar por su rápida evolución en los últimos años y por el impacto en el crecimiento de su economía es el de España.

### 3.5.2.1 Reino Unido

En este apartado expondremos brevemente cuáles fueron los rasgos que hicieron del Reino Unido la nación más avanzada dentro de Europa y una de las más destacadas del mundo en la industria del Capital de Riesgo.

Su desarrollo exitoso se debe fundamentalmente a la existencia de un ecosistema innovador donde se destacan ciertos factores:

- Establecimiento de organizaciones regionales de capital de riesgo
- Esquema de incentivos fiscales para los aportes realizados en empresas que no cotizan en el mercado de valores
- Creación, en 1980 del Unlisted Securities Market con requisitos muy laxos para la apertura de capital de las pequeñas y medianas empresas, y que en sólo cinco años incorporó la cotización de 340 empresas.
- Puesta en práctica desde el gobierno británico de numerosas políticas y programas para aumentar el acceso a la financiación y generar espíritu empresarial para pequeños emprendimientos, como **Venture Capital Trust (VCT)**, **Enterprise Inversion (AIM)**, **Corporate Venturing Scheme (CVS)**<sup>59</sup>, **Enterprise Capital Funds (ECF)**
- Marco legislativo y regulatorio que propiciaba el desarrollo de la innovación y su financiamiento. Es de destacar la flexibilización que se le otorgó a los recursos de los fondos de pensiones para invertir en fondos de inversión y facilitó la salida de las inversiones en el mercado de valores.
- Creación de propias fuentes de recursos humanos altamente capacitados gracias a las universidades de Oxford y Cambridge. Apoyo gubernamental hacia ellas a través del programa **University Challenge Funds**<sup>60</sup>
- Estrecha relación entre estas universidades, el sector empresarial y varias industrias inglesas.
- Respecto a la estrategia de salida, en 1995 se creó el **Alternative Investment Market (AIM)**, como un mercado alternativo que apunta a las Centures que no cotizan en la lista oficial. Se caracterizaba por una fuerte carga de regulaciones lo que desmotivó su uso.

<sup>59</sup> Puesto en marcha en el año 2000, fue diseñado con el objeto de estimular a las empresas para que inviertan en nuevas empresas de crecimiento rápido.

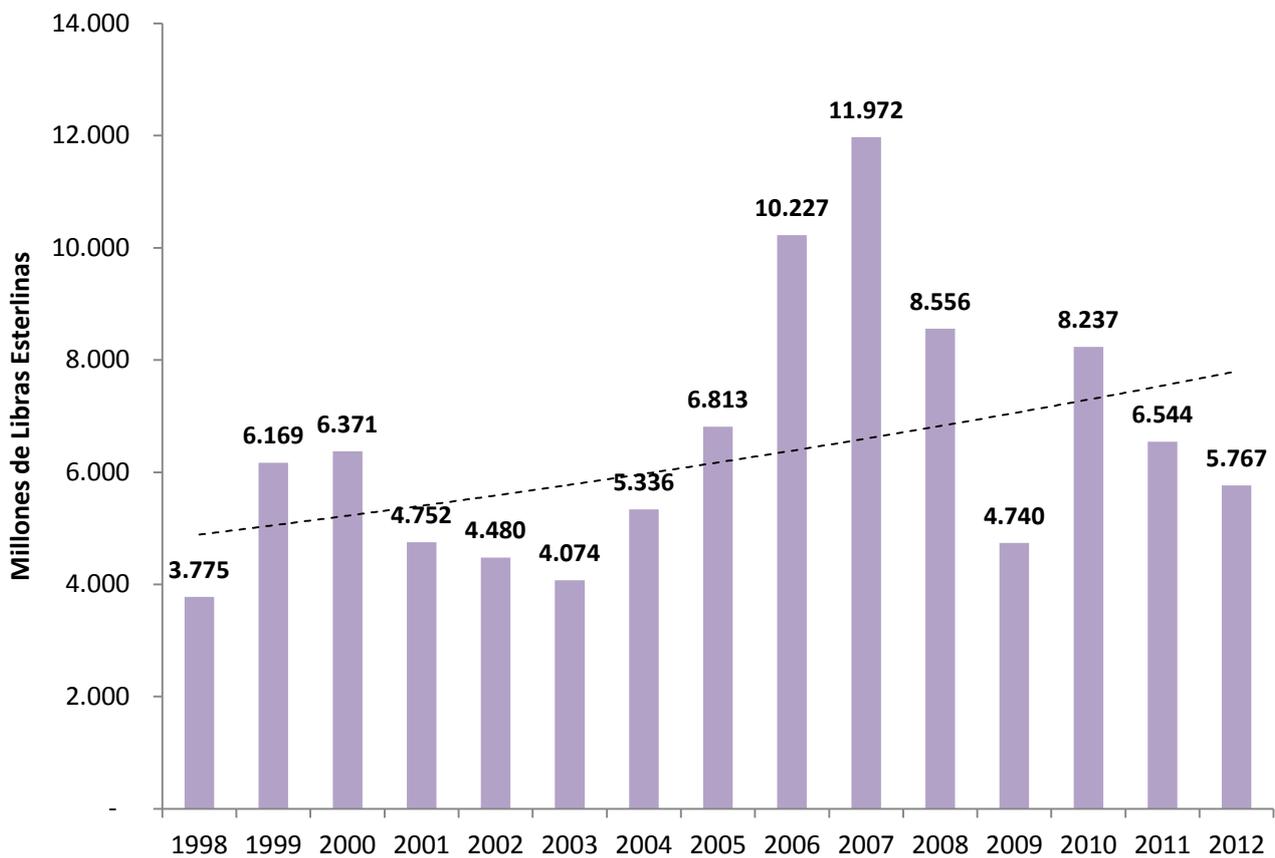
<sup>60</sup> Apoyo a la comercialización de avances científicos originados en universidades y centros de investigación.

- En 1999, fue lanzado el **Techmark**, una nueva estrategia de salida para promover los negocios de tecnología ya existente y atraer nuevos. Su procedimiento de inscripción es menos complicado y oneroso.

La inversión nacional de la industria de CR inglesa pasó de £3.8 Miles de Millones en 1998 a casi £5.8 Miles de Millones en 2012, con un máximo histórico de casi £12 Miles de Millones en 2007.

La sumatoria de los determinantes que anteriormente enumeramos han sido decisivos para que, al día de hoy, sea una de las grandes potencias de la industria. Se espera que la globalización del Capital de Riesgo otorgue mayores oportunidades.

Gráfico 8: Inversiones en Venture Capital, Reino Unido 1998 -2012



Fuente: Annual Reports 1998-2012. British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA).

### 3.5.2.2 España

Como en el resto de Europa, el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo en España ocurrió mucho después que en los Estados Unidos. Se utilizó por primera vez en el año 1972 cuando se creó la primera entidad de Venture Capital, es decir, la **Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA)**, que era de capital público y su objetivo era animar la inversión en zonas económicamente desfavorecidas.

Es posible identificar varias etapas en el desarrollo del Capital de riesgo en España:

- 1987-1991 – Desarrollo del Sector Privado: cambio de protagonismo del sector público al sector privado y notable crecimiento de pequeñas industrias de Capital de Riesgo
- 1992-1999 – Consolidación: a partir de 1997 se produjo un momento en el que se dieron máximos históricos con un crecimiento medio del 40% respecto a 1996, a causa de las nuevas políticas económicas. Es cuando se empieza a ver una madurez en la actividad y España converge con los países de su entorno para la pertenencia al Euro.<sup>61</sup>

En 1999 se institucionaliza la operación de los Fondos de Capital de Riesgo en dos tipos de figuras:

- **Sociedad de Capital Riesgo:** estas Sociedades invierten sus propios recursos, tanto monetarios como intelectuales, en el apoyo temporal y minoritario de pequeñas y medianas empresas innovadoras. No tiene duración limitada y puede incrementar sus recursos mediante ampliaciones de capital.
- **Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo:** se constituye con un grupo de especialistas que poseen reconocida experiencia y prestigio en inversiones de Capital de Riesgo. Se dedican a promover la constitución y desarrollar Fondos Capital de Riesgo temporales, a cambio de una cuota anual fija más una participación en las utilidades de las salidas. Esta figura se conoce mayormente como *Limited Partnership* -de la cual hemos hablado antes-.
- Crisis (2000-2003): la crisis económica global del 2001 afectó negativamente los impulsos que se venían dando en la industria y desalentó su crecimiento.
- Despegue (2003 en adelante): durante los últimos años, el CR ha experimentado un creciente dinamismo. Entre el 2003 y el 2006, la participación del sector público ha ido reduciéndose progresivamente, de modo que en 2005 tan sólo

---

<sup>61</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.

18% de las sociedades y gestoras de fondos registrados en el país era de este tipo.

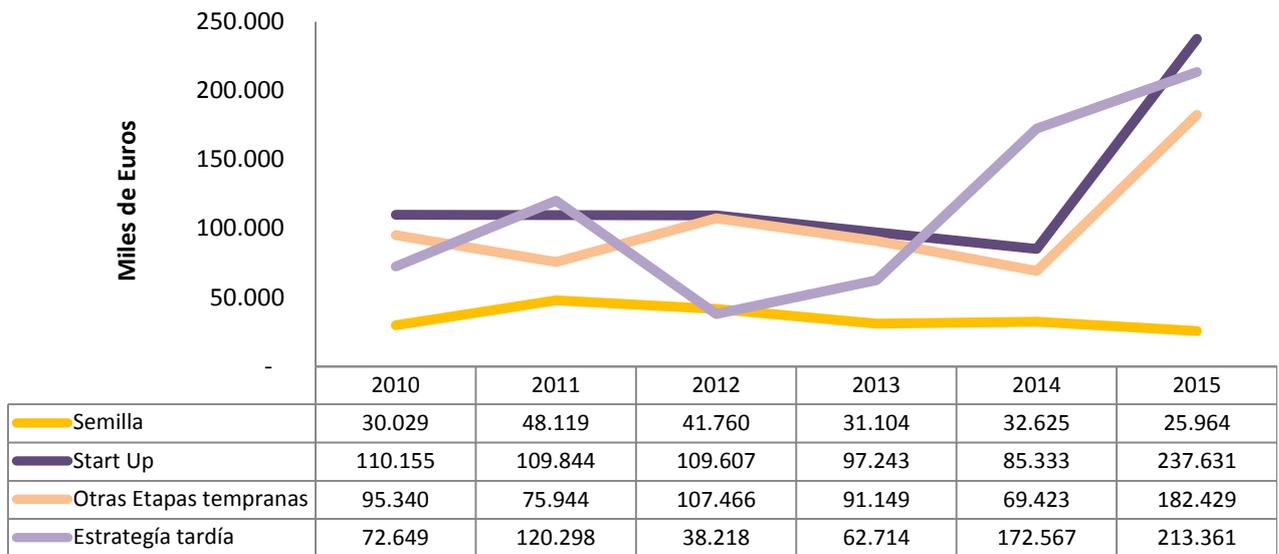
Desde el año 2004 las compañías aseguradoras y fondos de pensiones pueden invertir hasta el 10% de sus reservas técnicas en inversiones alternativas, no pudiendo colocar más del 3% en una única entidad. Si bien, hasta la fecha, la reacción inversora ha sido tímida, se estima que la participación de estas compañías en la financiación del Capital Riesgo seguirá una línea ascendente en un próximo futuro, sobre todo, si el gobierno crea los incentivos fiscales adecuados para que ello se produzca. Durante esta etapa se pusieron en práctica varios programas relacionados con apoyo a empresas innovadoras:

- **Ayudas Neotec:** apoya la creación y consolidación de nuevas empresas de base tecnológica, con préstamos a tasa fija hasta por 70% de los gastos de de la operación por 24 meses.
- **Neotec Capital Riesgo:** inició en el año 2006 y consiste en una estrategia de inversión a mediano y largo plazos, en la que participan empresas privadas e instituciones financieras tales como Banco Santander, Caja Madrid, Iberdrola, Telefónica, Gas Natural, entre otras
- Programa **INNVIERTE:** diseñado durante 2011, busca atraer empresas como potenciales inversores privados en dos empresas de Capital de Riesgo públicas, con el fin de financiar PyMEs tecnológicas e innovadoras, y actualmente está en su primera fase.
- El fondo **I+D UNIFONDO** gestionado por la sociedad de capital riesgo UNINVEST, cuyo objetivo es financiar empresas de base científica y tecnológica de nueva creación o de desarrollo incipiente que surjan en el entorno universitario y de otros centros de investigación e innovación.

Cabe destacar que a través de los programas lanzados por el Ministerio de Industria y diversos organismos autonómicos, se ha dado un fuerte impulso al desarrollo del Venture Capital y a la creación y estímulo, aunque todavía insuficiente, de centros de investigación y potenciación de la relación universidad y empresa.

El CR, en empresas en etapas tempranas ha presentado un importante desarrollo en España, como resultado del crecimiento de su ecosistema (aceleradoras, incubadoras, business angels). Podemos observar este incremento en el siguiente cuadro:

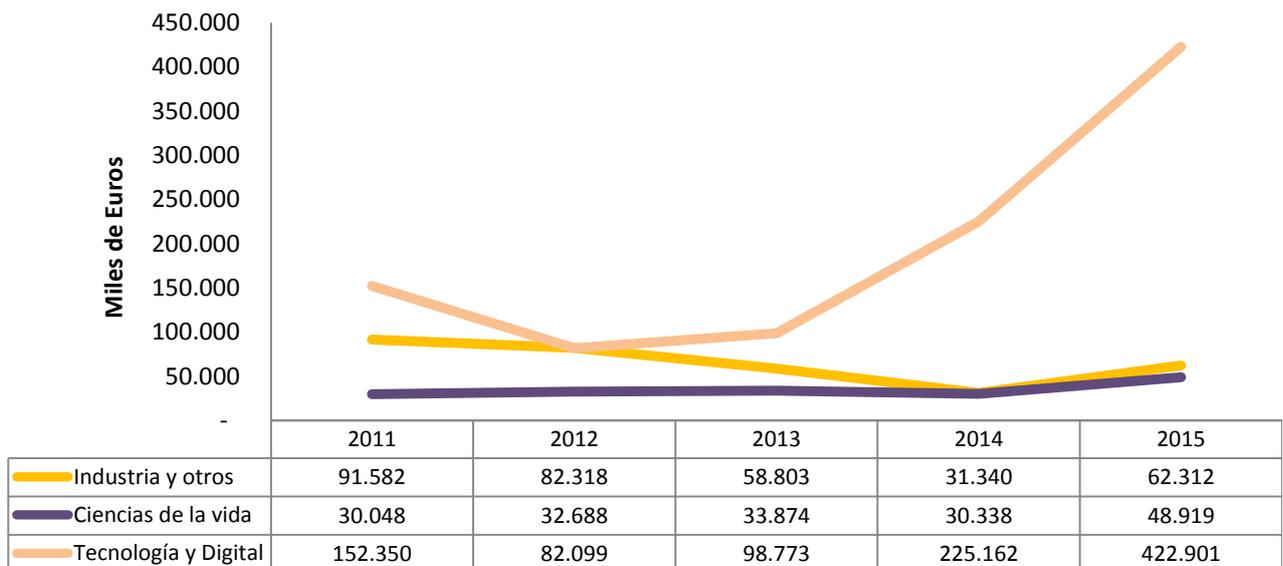
Gráfico 9: Inversiones en Venture Capital según Etapas, España 2010 - 2015



Fuente: Asociación Española de Capital de Riesgo e Inversión (ASCRI), 2016.

El 78% del volumen dirigido a empresas financiadas por primera vez a través de Venture Capital en 2015, fueron a proyectos en los sectores de Tecnología y Digital. A partir del 2009, hay un notable cambio de tendencia donde las inversiones en empresas tecnológicas sobrepasan las tradicionales. Es este un factor fundamental para explicar su desarrollo exitoso en la última década.

Gráfico 10: Inversiones en Venture Capital según Sectores, España 2010 - 2015



Fuente: Asociación Española de Capital de Riesgo e Inversión (ASCRI), 2016.

### 3.5.3 Israel

En este apartado desarrollaremos la evolución y las características más distintivas del crecimiento de la industria de Capital de Riesgo en Israel. Este caso particular es considerado uno de los más exitosos después de los Estados Unidos, debido fundamentalmente a los recursos que se han destinado a empresas de alta tecnología en las etapas tempranas de desarrollo, apoyando la investigación y la innovación.

Es de destacar que a pesar de tener una población pequeña y contar con recursos naturales escasos lograron crear las condiciones ideales para el establecimiento de grupos especializados en software, hardware, que se integraron a la par del desarrollo de empresas especializadas en alta tecnología.

De manera similar a los Estados Unidos y al Reino Unido, hay ciertas características que se pueden identificar y constituye factores determinantes del exitoso ecosistema de innovación que estos países pudieron construir<sup>62</sup>:

- Condiciones de mercado generadas por el boom de innovaciones sobretodo en tecnologías de la información y comunicaciones.
- Veinticinco años de experiencia en la industria de tecnología avanzada.
- Empresariado tecnológico abundante en los años ochenta.
- Estrechos vínculos con los Estados Unidos
- Políticas gubernamentales activas:
  - La generación de un espíritu empresarial.
  - La creación de la **Oficina del Científico (OCS)**
  - Otorgamiento de subsidios a las universidades para el desarrollo de centros de investigación y formación de investigadores.
  - Establecimiento del **Fondo de Capital de Riesgo Yozma** con recursos gubernamentales.
  - Reglamentaciones laxas respecto de las inversiones que podían realizar los fondos de pensión y seguros nacionales en carteras de riesgo. Entre 0.1 y 0.2% de los recursos son de fondos de pensiones y de seguros.
- Vinculación del sector empresarial con los centros de investigación.
- Se consolidó una base de científicos y técnicos especializados en alta tecnología derivado de:
  - La industria militar que ha existido en el país desde hace varias décadas.
  - El apoyo a las universidades y centros de educación superior para la formación de capital humano con el apoyo del Gobierno.
  - La migración de científicos y recursos humanos altamente especializados procedentes de la ex Unión Soviética.

Las bases de este desarrollo se remontan a fines de los años sesenta, como resultado de la búsqueda de la autosuficiencia en la industria militar israelí, a partir de fomentar actividades de investigación tecnológica. En 1967 el Gobierno de Israel establece como prioridad el desarrollo de una industria de armamento y tecnología militar, con el fomento de la I+D aplicado a la misma.

---

<sup>62</sup> Chelen, 2014; Pereyra, 2002; Ferreyra, 2008

Con este propósito se instrumentaron algunas políticas públicas como la creación de la **Oficina del Científico (OCS)** dentro del Ministerio de Economía. El ejército se convirtió en una gran incubadora tecnológica que aprovechaba economías de escala y fomentaba las relaciones entre la Oficina del Científico, los equipos de investigación y el sector empresarial.

Las compañías israelíes establecieron una gran interacción con industrias de tecnología de otros países gracias a los nexos creados por la cooperación en la innovación entre industrias, lo que abrió las puertas para una integración fuerte con el extranjero

El otorgamiento de subsidios a través del Fondo Industrial para la Investigación y el Desarrollo fue la principal herramienta utilizada. Tenía como objetivo apoyar actividades de investigación y desarrollo cuyo fin fuese la creación de productos o la mejora de procesos dirigidos al mercado.

En la década del 80, se inicia el desarrollo de espíritu empresarial más maduro y aparecen empresas de tecnología en la etapa de arranque o start up. Se empieza a gestar una masa crítica de empresas que demandarán recursos para su crecimiento y se presentan algunos experimentos de apoyo a empresas en etapa de arranque y esquemas incipientes de CR que sirvieron como aprendizaje; sin embargo, no hay actividad de apoyo con CR.

Además, se dio un impulso al sistema educativo que se adaptó a las necesidades de las nuevas industrias, aunado al crecimiento de una plantilla de científicos y técnicos altamente calificados, proceso que fue reforzado por una importante inmigración procedente de Rusia.

Entre 1993 y comienzos de la década del 2000, se da un significativo crecimiento en el número de empresas de Start Ups y en el incremento de la actividad de Capital de Riesgo, que motivaron el progreso en tecnologías de la información y de comunicaciones.

Ante el fracaso del **Inbal**<sup>63</sup>, el gobierno israelí constituye el Yozma, organismo público que permitió a los Fondos de Capital de Riesgo la obtención de fondos suficientes para apoyar a empresas de alta tecnología, en un principio en etapas de arranque o startup y después en etapas de mayor desarrollo.

Yozma inició su funcionamiento en 1993, a través de la creación de un fondo con recursos de CR (**Yozma I**). El Yozma en sentido estricto es un fondo de fondos. La característica principal de Yozma fue otorgar recursos a los Fondos de Capital de Riesgo, previo análisis y evaluación, aportando hasta 40% de su capital en promedio.

Su objetivo consistía en establecer una sólida base para el desarrollo posterior de una industria de CR competitiva, y de esta manera ayudar a la empresa a formular su

---

<sup>63</sup> En 1992 se crea el Inbal, programa para garantizar a los Fondos de Capital Riesgo que cotizaban en la Bolsa de Valores de Tel Aviv. El Inbal era una compañía de seguros del Gobierno que garantizaba hasta 70% de los activos iniciales de capital de fondos de CR. El programa no funcionó porque fue instrumentado por el Tesoro que no tenía conocimientos en alta tecnología: se autorizaban garantías, no recursos y no se estimulaba el aprendizaje o el coaching

estrategia de negocio, aprovechando los conocimientos de inversionistas estadounidenses, europeos e israelíes, y tratando de establecer una red de contactos internacionales que ayudaran a las empresas a incursionar en los mercados internacionales.<sup>64</sup>

La estrategia de salida para estos Fondos era mediante la colocación de su participación accionaria a través de un IPO en los **Mercados de Valores de Israel** y de Estados Unidos (Nasdaq). Como resultado de estas salidas exitosas de los fondos de Yozma, la red de la industria de CR se amplió y fortaleció, de tal forma que empresas multinacionales entraron en el mercado israelí.

En el año 2000, estaban registradas en NASDAQ 150 compañías israelíes. Es evidente que el acceso a estas posibilidades de salida sirvió para que los fondos de capital de riesgo de Israel logaran atractivas tasas de rentabilidad.

Yozma lanzó con éxito su segundo fondo, **Yozma II**, que comenzó operaciones en septiembre de 1998 y su tercer fondo, **Yozma III** en 2002. Yozma II y III continuaron la exitosa estrategia de hacer inversiones directas en empresas de tecnología y desempeñar un papel importante como inversor mediante la contratación de altos directivos, la formulación de estrategias empresariales, nuevos aportes de capital y atracción de nuevos inversionistas para el portafolio de empresas.

Desde su creación, el Grupo ha gestionado más de 220 millones de dólares en sus tres fondos: Yozma I, Yozma II y Yozma III, y han realizado inversiones directas en unas 50 compañías de cartera.<sup>65</sup>

Sus áreas de inversión son principalmente en empresas de Comunicaciones, Informática y Tecnologías Médicas. Se hace hincapié en las empresas que desarrollan infraestructura y tecnologías habilitadoras. Yozma favorece, en este caso, a empresas que tienen expertise en tecnología, flujo múltiple de productos y que sitúan sus principales mercados objetivos fuera de Israel.

La elevada rentabilidad que obtuvieron los fondos apoyados por Yozma causó la entrada al esquema de nuevas entidades, con lo que se inició un dinámico proceso de crecimiento.

El caso israelí demuestra que la intervención estatal selectiva es capaz de eliminar las imperfecciones y deficiencias del mercado mitigando de igual manera todas las barreras estructurales. La falta de capacidad en innovación, investigación y desarrollo, tecnologías y mercados competitivos puede ser aplacada con la puesta en práctica de los estímulos correctos. Gran parte de ellos debe nacer desde un Gobierno participativo y consciente de la importancia de su desarrollo para la economía del país y su inserción en el mercado internacional.

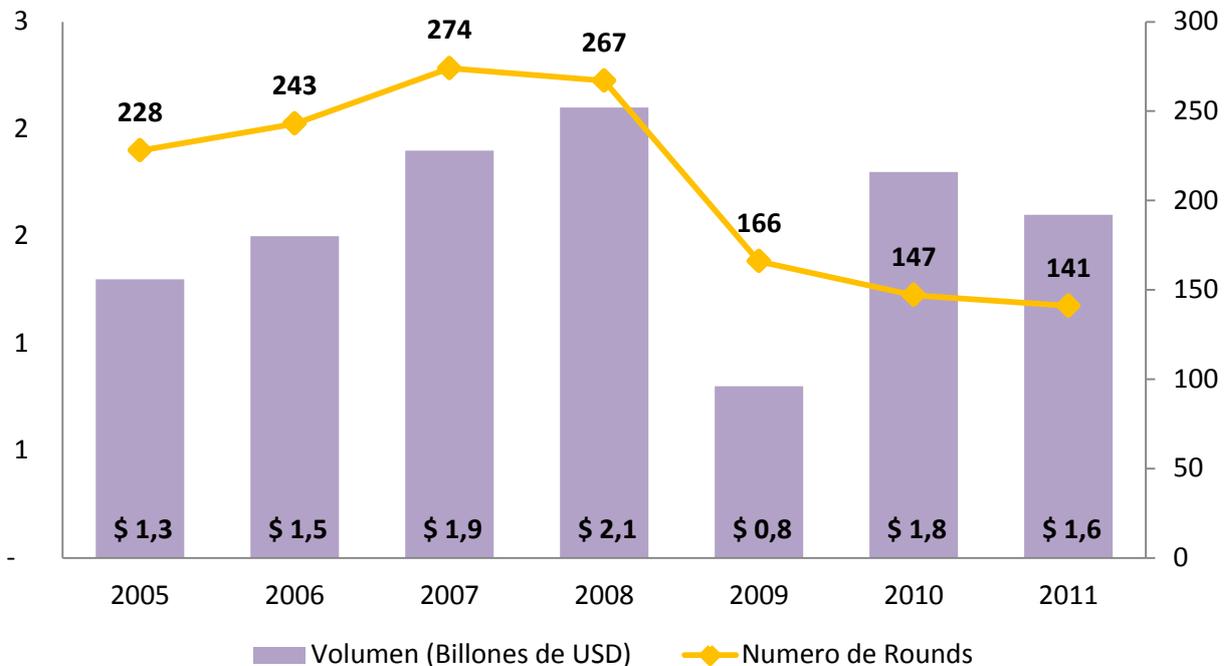
En el siguiente cuadro podemos ver la evolución tanto en valores como en cantidad de acuerdos. Para el año 2011 aún no se habían recuperado de la crisis del

<sup>64</sup> Ricardo Chelen y Gerardo Gutiérrez Bello (2014). “Capital de Riesgo para el Desarrollo de Empresas Innovadoras” Preparado para el Foro Consultivo Científico y Tecnológico; DF, México

<sup>65</sup> Yozma, 2016: [www.ivn.org.il/yozma-fund/](http://www.ivn.org.il/yozma-fund/)

2008. La cantidad de rounds respecto del año 2005 es menor, pero los volúmenes transaccionados mayores, Podemos entonces deducir que junto con el desarrollo de la industria también se han incrementado los montos de financiación por acuerdo.

Gráfico 11: Inversiones en Venture Capital, Israel 2005 - 2011



Fuente: Dow Jones Venture Source, 2012

Podemos destacar las siguientes características de la industria de Capital de Riesgo en Israel:

- Las inversiones de CR como porcentaje del PIB son las más altas a nivel mundial (1.5-2.0%).
- Gran parte de las inversiones de CR se destina a empresas en etapas tempranas
- Los directivos de los Fondos Capital de Riesgo cuentan con más especialización científica y técnica y con mayor experiencia que en otros países como Estados Unidos y el Reino Unido
- Hacia el 2011, el 50% de los recursos invertidos provienen de fuentes extranjeras.
- Como casos de éxito podemos destacar los de Motorola e Intel.

### 3.5.4 América Latina

Teniendo en cuenta que la actividad de Venture Capital representa un compromiso a “mediano/largo plazo” tanto para el inversor como para los gestores de los fondos, ambos tienen que adoptar visiones y monitorear de cerca las condiciones y tendencias macroeconómicas de aquellos mercados donde estén inmersos.

El complicado entorno que existe en varios países de la región subraya la importancia vital del análisis. La distribución desigual del ingreso, la inestabilidad inflacionaria, la falta de desarrollo del mercado interno, las altas tasas de interés y desempleo y la alta volatilidad del tipo de cambio generan problemas adicionales al desarrollo de la industria de Capital de Riesgo.

El acceso al financiamiento a través de deuda para compañías pequeñas y en estados nacientes es bastante limitado. En el negocio del día a día no son capaces de refinanciar su capital de trabajo. La importancia del fomento a un mercado de capitales que permita brindar y satisfacer las necesidades de estas compañías nuevas es crucial para el desarrollo económico de la región.

Muchos países del continente han experimentado crisis hiperinflacionarias a lo largo de las últimas tres décadas. La alta inflación tiene un efecto negativo en los participantes del mercado: las sociedades no están acostumbradas a hacer planes a largo plazo y la proporción de ahorro es mucho menor a la de un país que se encuentra en condiciones estables. Frente a la volatilidad de precios prefieren consumir, ya que no encuentran ningún instrumento donde resguardar su poder adquisitivo.

La volatilidad del tipo de cambio es otro parámetro crucial a la hora de evaluar el atractivo de las inversiones en Venture Capital de la región. La rentabilidad real de aquellos inversores que decidan traer su capital es fuertemente afectada por el desenvolvimiento de las monedas locales respecto del dólar.

En relación con la integración del comercio dentro del territorio, se destacan los grandes esfuerzos durante la década del 80 y 90 que finalizaron con la creación del **Mercado Común del Sur (Mercosur)**. El Mercosur es un proceso de integración regional instituido inicialmente por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay, al cual se han incorporado en fases posteriores Venezuela y Bolivia.

El Mercosur es un proceso abierto y dinámico. Desde su creación tuvo como objetivo principal propiciar un espacio común que generara oportunidades comerciales y de inversiones a través de la integración competitiva de las economías nacionales al mercado internacional. Como resultado se han establecido múltiples acuerdos con países o grupos de países. Los mismos participan en actividades y reuniones del bloque y además cuentan con preferencias comerciales con los Estados Partes. El Mercosur también ha firmado acuerdos de tipo comercial, político o de cooperación con una diversa cantidad de naciones y organismos en los cinco continentes.

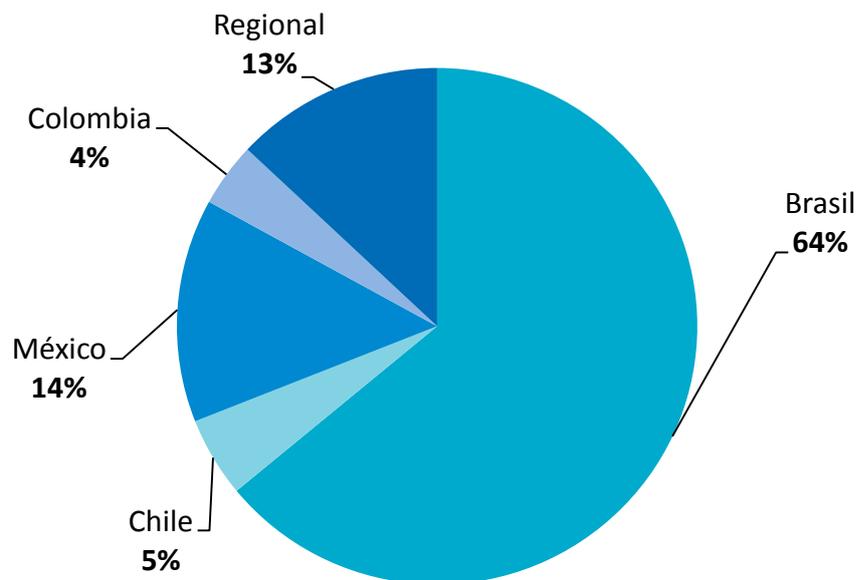
Algunas de las dificultades del Mercosur surgen de las vastas diferencias legales que existen entre los países individualmente. En este punto particular es importante resaltar que las diferencias entre las economías de América Latina no distan tanto como se cree de las diferencias que presentan los países que integran la UE. Cada país posee

su propia historia, cultura y creencias. En este sentido, podría el Mercosur aprender de los esfuerzos de la EU para encontrar un común denominador a pesar de las diferencias locales.<sup>66</sup>

Otra característica común a los países que conforman el continente es que durante muchos años sus mercados de capitales fueron ilíquidos y altamente volátiles. Como consecuencia, la mayor parte de las inversiones extranjeras fueron de corto plazo y altamente especulativas. No se puede negar que estas inversiones aumentaron la capitalización de las compañías pero no aportaron lo requerido para que sea un desarrollo con cimientos fuertes y de largo plazo.

En el siguiente cuadro podemos observar la distribución de Venture Capital por países del 2010 al 2013. Brasil es el claro dominador de la escena de inversiones de VC de América Latina, captando el 64% de los recursos destinados a la región. Empresas mexicanas y los fondos que siguen una estrategia regional concentraron el 14% y el 13% de las captaciones entre 2010 y 2013, respectivamente:

Gráfico 12: Captación de Venture Capital, América Latina 2010-2013

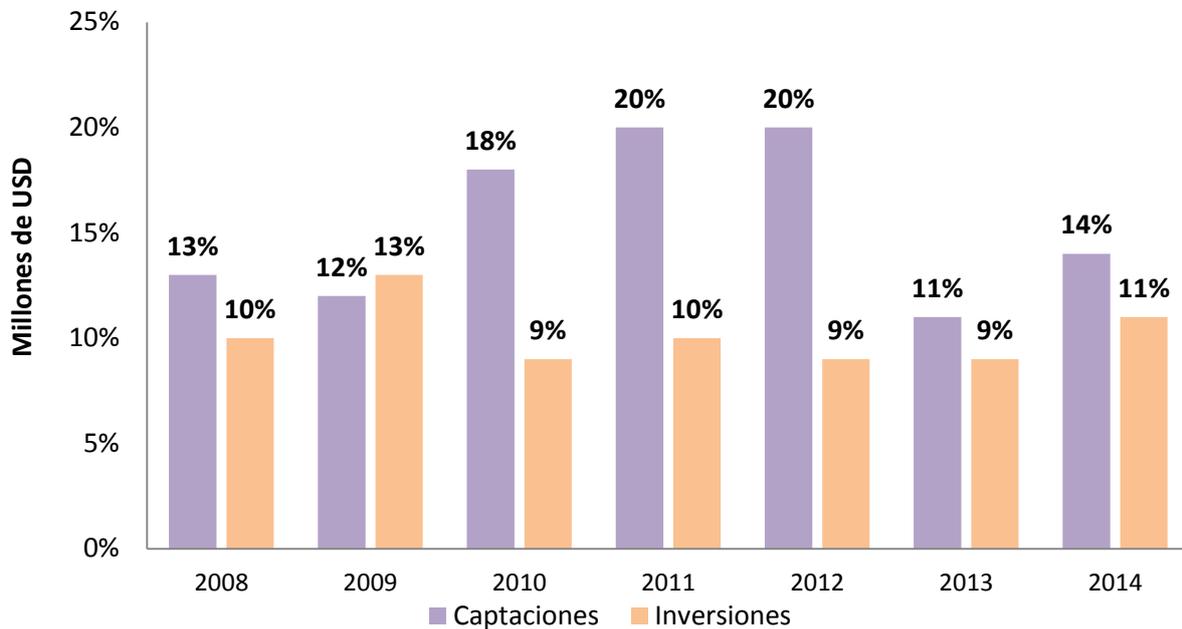


Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

Es claro que el rol de los países en desarrollo es considerablemente menor que el de los mercados desarrollados, aunque en ningún caso puede considerarse marginal, pues más allá de que el entorno macro no fue completamente favorecedor, puede observarse en el gráfico siguiente que en 2014 los mercados emergentes atrajeron cerca del 14% de las captaciones y el 11% de las inversiones globales de Private Equity, aunque estos datos son inferiores a algunos años previos.

<sup>66</sup> Baltin, Matthias & Bell, Philipp (2001). "Venture Capital in South America: Unlocking the Potencial for Venture Creation in an Emerfing Market", Otto Beisheim Graduate School of Management, Germany.

Gráfico 13: Captaciones e Inversiones en PE en regiones en desarrollo como % del total 2008 -2014



Fuente: Banco de desarrollo de América Latina (CAF), 2015

Por ejemplo, en 2011 y 2012, estos mercados llegaron a representar el 20% de las captaciones de Private Equity a nivel mundial, mientras que en 2009 su participación en las inversiones aumentó hasta el 13% como consecuencia de la fuerte reducción de las inversiones por la crisis financiera.

Para comprender mejor la situación actual de la región, y como intenta sobreponerse a sus déficits estructurales, se hará un breve repaso sobre el surgimiento del Capital de Riesgo en América Latina.

En Sudamérica, el desarrollo de la industria del CR se inició en la década del 90 época que coincide con un proceso de liberalización económica, desregulaciones y una menor intervención del Estado en la economía.

Seguiremos en este apartado los postulados de Ferreira M. (2008) en *“Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina*, a quien identifica cuatro fases a lo largo del desarrollo en la región: 1) Privatización (1980 – 1994), 2) Fondos privados de inversión (1995 - 1998), 3) Auge de las tecnológicas (1999 – 2000), 4) Reestructuración del mercado de capitales y el sistema financiero (2000 – 2001).

La primera etapa es el período en el cual se produce la mayor cantidad de privatizaciones a causa de la entrada de un gran número de inversores extranjeros en la región. Aquellos sectores que más llamaron su atención fueron el sector de servicios y aquellos vinculados a la explotación de recursos naturales. Hacia 1992 surgen los

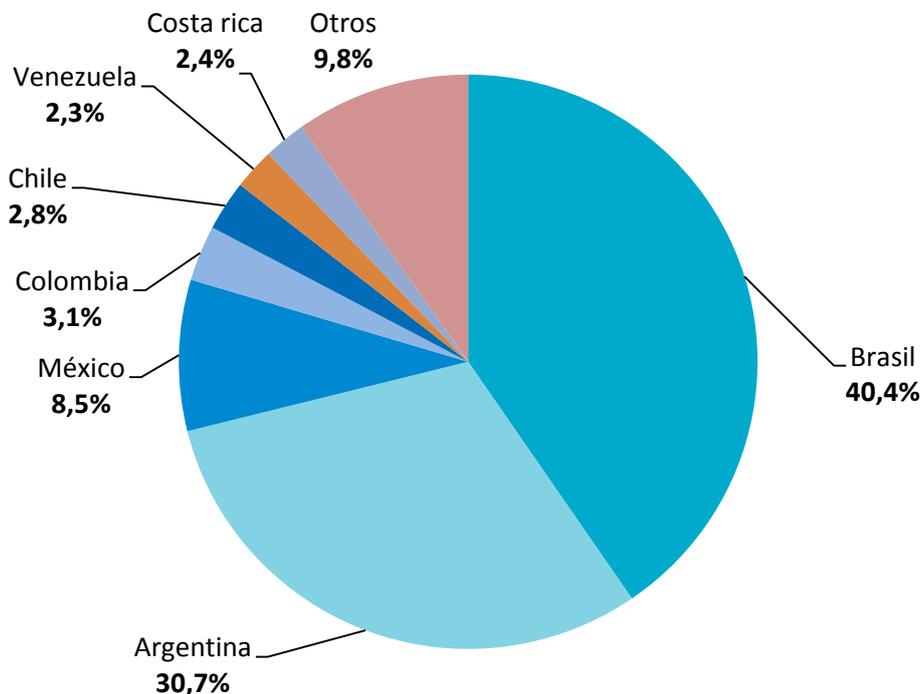
primeros jugadores de Private Equity en América Latina, es decir, Exxel Group en Argentina, y GP Invetimentos en Brasil en 1993<sup>67</sup>

La segunda fase, que va desde el año 1995 a 1998, es singular por la aparición de los fondos privados de inversión y su profesionalización. Es aquí donde se sientan los cimientos para la proliferación del Venture Capital en América Latina.

Frente a la llegada de gran cantidad de inversores extranjeros, los problemas salieron a la luz. Los inconvenientes más importantes estaban vinculados a las pequeñas empresas familiares, entre los que se incluyen, debilidades a la hora de control, toma de decisiones de inversión y manejo de la compañía, falta de capacitación y de herramientas de gestión y managment, baja visibilidad a futuro y la no incorporación de procesos innovativos que permitan el verdadero despegue de la compañía. Estas eran características típicas en los emprendimientos de pequeña escala que se encontraban dispersos a lo largo del territorio.

Sumado a esto, a partir de 1997 se suceden varias crisis financieras en los países emergentes que provocan una merma en el flujo de capitales externos. La crisis asiática en octubre de 1997, afectó fundamentalmente a su principal socio comercial en Sudamérica, Chile; la crisis de Rusia, en agosto de 1998, hizo lo mismo con Brasil. Estas crisis pusieron en evidencia la falta de estrategias de salida y de problemas en el flujo de financiamiento.

Gráfico 14: Inversiones en PE por país como % del total 1996 -1998



Fuente: LAVCA Industry Data 2000-2001

<sup>67</sup> GP Investments fue fundada en 1993 para concentrarse en las inversiones en América Latina. En 1994, GP recaudó su primer fondo de inversión con 500 millones de dólares de capital inversor, que siguió con su fondo sucesor de US \$ 800 millones, GP Capital Partners II, en 1997.

En el gráfico anterior podemos visualizar que más allá del efecto que tuvo la crisis Rusa, Brasil lideró el período de las inversiones en Private Equity, seguido por Argentina, México y Colombia.

En la tercera etapa, se produce el auge de las empresas tecnológicas y las relacionadas con internet. Al mismo tiempo, prolifera el modelo de Venture Capital y aparecen los primeros fondos orientados a este tipo de inversiones. Las salidas de StarMedia<sup>68</sup> y ElSitio<sup>69</sup> al Nasdaq generaron grandes expectativas para las nuevas empresas de Internet. Muchos de los fondos que se dedicaban a Private Equity se volcaron a financiar proyectos más jóvenes debido a las buenas expectativas y la promesa de altos retornos de los negocios de internet.

Comenzaron a establecerse fondos especializados, teniendo en cuenta el estado y el tamaño de las compañías. Dentro de aquellos orientados a grandes y medianas empresas se encuentran Exxel Group, Mercosur Equity Fund de Perez Companc, Banco Boston Capital S.A.. Otro grupo es aquel orientado y especializado en Pymes, donde se destaca fundamentalmente Innova Argentina S.A., MercInvest Corporation y The Tower Fund.

En un contexto de desaceleración e inestabilidad económica se desarrolla la cuarta fase que abarca desde mediados del 2000 hasta fines del 2001. La crisis bursátil de marzo del 2001 y la corrección del Nasdaq tuvieron efectos directos en las economías de América Latina.

Las inversiones se redujeron en un 50% en medio año, y condujo a pérdidas de valor de un gran número de compañías. Hubo un cambio rotundo en las estrategias de los fondos, ya que aquellos fondos de inversión que habían decidido enlistarse en el camino del Venture Capital, decidieron volver a sus inversiones originales de largo plazo, más consistentes y seguras. De esta manera, la región dejó de contar con Capital Semilla y disminuyó la tasa de actividad emprendedora.

A partir de 2004, el panorama en Latinoamérica mejoró. Luego de tocar mínimos históricos en el 2003, las tendencias de los fondos invertidos en Capital de Riesgo e Inversión Privada para América Latina comenzaron a invertirse.

La razón de este cambio de tendencia es que luego de la salida de la crisis se establecieron gran cantidad de nuevos fondos motivados fundamentalmente por

---

<sup>68</sup> StarMedia es una marca de Internet latina líder, co-fundada en agosto de 1996 por Fernando Espuelas y Jack Chen como el primer portal de Internet pan-regional para audiencias de habla española y portuguesa. Durante el boom dot.com de los años 90, StarMedia se convirtió en una compañía icónica. se hizo pública en Nasdaq bajo el símbolo de acciones STRM, el 25 de mayo de 1999 en una OPI de 7 millones de acciones con un precio de 15 dólares por acción, alcanzando una capitalización de mercado de 1,2 millones de dólares en su primer día de negociación.

<sup>69</sup> El sitio es un portal de Internet latino fundado en 1997 por Roberto Vivo-Chaneton y Roberto Cibrian-Campoy. Fundada en Argentina, El Sitio fue considerada una de las principales compañías de internet en español del fin de los años noventa. Se hizo público en Nasdaq bajo el símbolo LTCO el 10 de diciembre de 1999, en una OPI consistente en 8.200.000 acciones ordinarias a un precio de \$ 16 por acción. En 2001, El Sitio se fusionó con Ibero-American Media Partners II Ltd. para crear Claxson Interactive Group Inc.

cambios en el entorno regulatorio e impositivo de los países y por la puesta en práctica de incentivos para atraerlos.

Las instituciones se fortalecieron, se implementaron mejores mecanismos de protección a inversionistas y de requerimientos a los gobiernos corporativos. Los fondos de pensiones de varios países, entre ellos Brasil, y otros inversionistas institucionales comenzaron a dedicar más recursos a los fondos de capital riesgo y se dieron los primeros casos de salidas exitosas a través de Ofertas Públicas o adquisiciones estratégicas.

Otros factores que también contribuyeron en este cambio de tendencia estuvieron relacionados a las tasas de interés, los enormes proyectos de infraestructura, los programas de vivienda puestos en marcha por los gobiernos latinoamericanos, la inversión en la industria del petróleo y el gas. También podemos considerar los grandes eventos internacionales, como la Copa del Mundo, los Juegos Olímpicos y toda la logística e infraestructura que hay que desarrollar para ello. Estos factores han atraído cada vez más recursos, y los inversores detectan estas necesidades y dirigen sus inversiones a satisfacerlas. .

Las expectativas en la región son positivas pero aún hay ciertos desafíos relacionados a las dificultades de riesgo. Una prueba de la viabilidad del Venture Capital requiere de mostrar más liquidez de la que existe actualmente.

Cuando los inversionistas globales evalúan las posibilidades de salida para las inversiones de Capital de Riesgo en América Latina, optan por las inversiones en PE, donde se llevan a cabo las mayores ofertas y hay más opciones para salir.

La mayoría de las fundaciones y los fondos internacionales tienen niveles muy altos de inversión, y la dedicación del equipo necesario para crear valor para una pequeña empresa suele ser lo mismo que lo que se necesita para una gran empresa. Es por ello que el desarrollo de nuevos mercados de acceso para las empresas más jóvenes, la apertura de fondos globales y la inversión de inversores corporativos tiende a revertir esta realidad y atraer más capital de riesgo a la región.

Una posible conclusión para esta comparación entre los inversores de Venture Capital en América Latina y aquellos en Estados Unidos y Europa, es que los primeros pueden aprender de los segundos sobre sus técnicas de inversión.

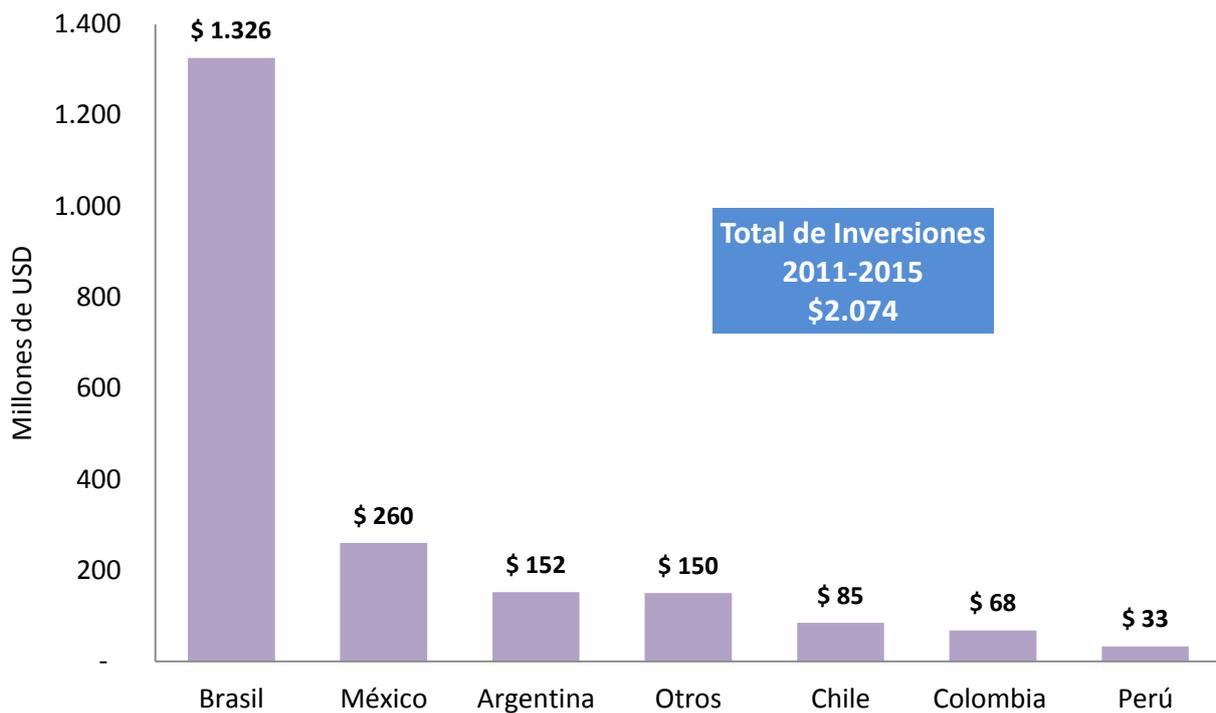
Es probable que también haya mucho que aprender de los mercados emergentes respecto del desarrollo e implementación del Capital de Riesgo ya que existen muchas similitudes relacionadas la falta de capacidades que han tenido para generar los ambientes propicios para el desarrollo de este instrumento.

A pesar de ello, en Europa llevó alrededor de 200 años construir el sector de Venture Capital. Muchas empresas hoy exitosas afirman que sus negocios no hubieran existido o hubieran crecido más lentamente sin la incorporación del Capital de Riesgo. Esto demuestra el impacto positivo que puede tener su desarrollo y establecimiento, no sólo para el país en cuestión sino para la economía global en su conjunto.

La formación de recursos humanos es otro factor ineludible que debe ser considerado como un pilar del sistema en su conjunto. Mientras en los países asiáticos se observa una intervención activa por parte del Estado anticipando y estimulando los perfiles profesionales que el desarrollo económico requiere, los países de la región sufren una crónica falta de atención y por lo tanto se experimentan pérdida de recursos, talentos y oportunidades. El conocimiento tácito constituye la principal ventaja competitiva sostenible en la cambiante y globalizada economía actual.<sup>70</sup>

Otro elemento importante a considerar es la confluencia hacia políticas diseñadas a nivel regional se presenta como para mejorar el desempeño de la región y consolidar el proceso de integración. Mientras los principales actores empresariales deciden y operan a nivel regional o global, las instituciones y las políticas continúan abocándose al entorno nacional. Por lo tanto, sería acentuar un mix entre lo local y lo regional en la formulación y aplicación de políticas públicas.

Gráfico 15: Inversiones en VC por país 2011 - 2015



Fuente: LAVCA Five-Years Trends, 2015.

<sup>70</sup> Anlló, Guillermo & Peirano Fernando (2005). “Una Mirada a los sistemas nacionales de innovación en el Mercosur: análisis y reflexiones a partir de los casos de Argentina y Uruguay”, Oficina de la CEPAL, Buenos Aires, Argentina.

#### 4. El Capital de Riesgo en la Argentina

En esta sección analizaremos en detalle el estado de la cuestión en la Argentina. Como antes comentamos, el objetivo del trabajo es tratar de responder cuáles son o podrían ser aquellas políticas a implementarse para apoyar e impulsar el uso del Capital de Riesgo.

La restricción al acceso del capital es una barrera estructural que impide el nacimiento y desarrollo de nuevas empresas. Las empresas son las encargadas de generar valor dentro de una nación y es por ello que requieren de la existencia de fuentes de financiamiento que apuesten a ellas, invirtiendo, compartiendo riesgos y beneficios para promoverlas.

Es nuestra propuesta original, esperábamos encontrarnos durante el transcurso de la investigación con fallas en el marco legal y falta de estabilidad política, económica y social que no permiten recrear los ambientes y entornos propicios para que estos vehículos se desarrollen.

Las características comunes que comparten los países del continente Latinoamericano comprueban que parte de nuestra hipótesis era cierta. La región enfrenta el desafío de avanzar hacia un modelo de política más pragmático, que incorpore la interacción entre el Estado, el sector privado y la sociedad civil en el proceso de innovación. Sobre la base de que la producción de conocimiento no es lineal, el proceso en su conjunto requiere por un lado el aporte de la ciencia y de los investigadores y por otro, del mercado y su diversidad.

Un sendero de desarrollo basado en la innovación y el aprendizaje requiere sin duda mejorar la situación actual. El proceso de crecimiento de la industria ha sido lento y tedioso. La falta de estabilidad política y macroeconómica, las desventajas competitivas y el desincentivo a las empresas internacionales a participar en el proceso profundizó aún más las diferencias con los países desarrollados.

Sumado a esto, el estímulo tardío a nivel local en relación con políticas fiscales, incentivos legales, políticas de promoción y difusión de la innovación y las tecnologías, déficit de inversión en recursos humanos capacitados y más, convergió en que actualmente la Argentina no haya alcanzado su auge.

A pesar de ello y de contar con un ambiente de incertidumbre institucional y de retraso en infraestructura móvil y de telecomunicaciones, Argentina ha producido numerosas empresas exitosas de internet y tecnología, lideradas por MercadoLibre y más recientemente Globant, cotizada en NYSE<sup>71</sup> en 2014.

Las proyecciones hacia el futuro son positivas: el cambio de gobierno y de ciclo económico son considerados una muy buena oportunidad para el desarrollo del Capital de Riesgo. Argentina vuelve a ser una opción de inversión y vuelve a abrirse al mundo luego de haber estado durante muchos años cerrada a él.

---

<sup>71</sup> The New York Stock Exchange.

Un factor clave que también promueve las buenas expectativas es la puesta en práctica de la Ley de Emprendedores y Capital Emprendedor. Se puede interpretar por un lado, como positiva por los beneficios que otorga a los inversores y por otro lado como una clara señal del gobierno de tener como prioridad ayudar a fortalecer tanto el ecosistema emprendedor como el de Venture Capital.

En los últimos cinco años la industria ha venido creciendo de manera sostenida permitiendo el ingreso de nuevos jugadores e iniciativas de nuevas aceleradoras. Es importante lograr y alcanzar un ecosistema emprendedor pujante y lo suficientemente atractivo para atraer mayores y mejores inversiones de capital de riesgo.

El cambio de estrategia del nuevo gobierno y la predisposición para comprender que es este el mecanismo ideal para financiar la innovación, canalizando fondos en emprendimientos con alto potencial de crecimiento en sectores dinámicos de la economía genera la sensación de que se está buscando con entusiasmo consolidar a la Argentina en la utilización de este instrumento, permitiendo que finalmente las ideas se traduzcan en empresas reales.

Para comprender de manera más clara el ciclo por el que hoy está atravesando la Argentina, analizaremos la evolución del Capital de Riesgo a lo largo de las últimas 3 décadas.

#### **4.1 El desarrollo del Capital de Riesgo en Argentina**

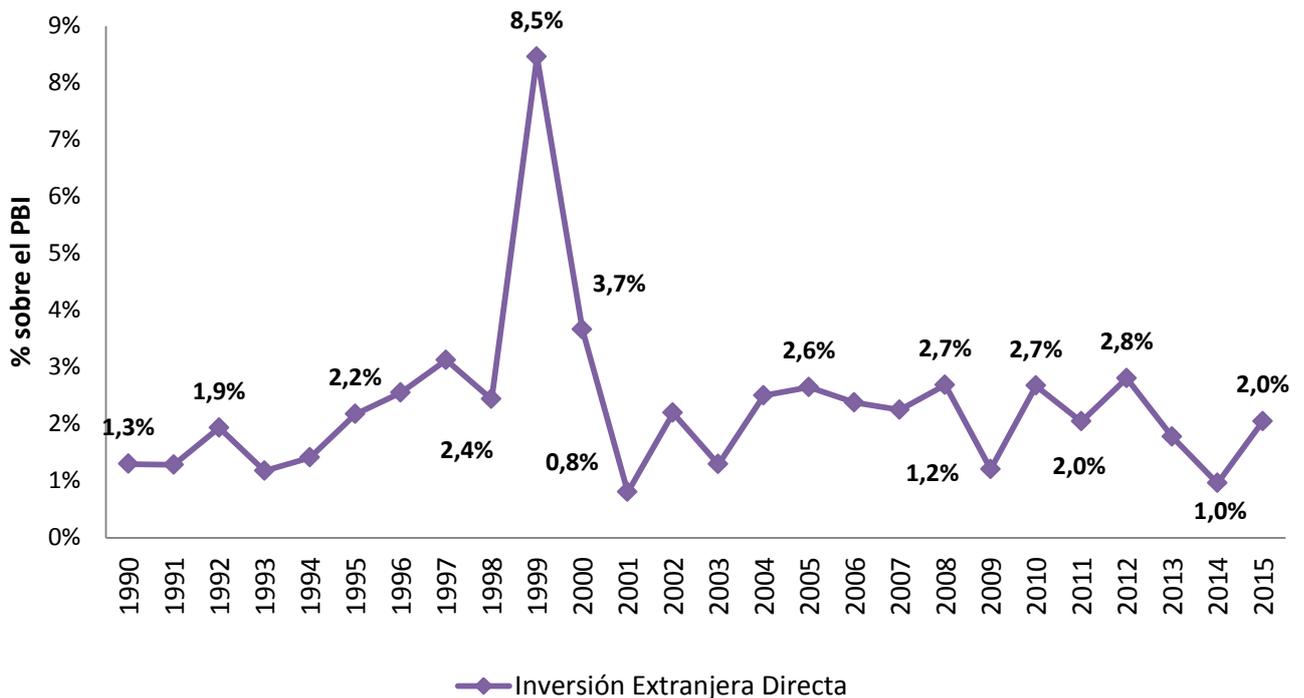
El país ha sido tradicionalmente un rompecabezas para los economistas internacionales. Dotado de abundantes recursos naturales, fue la agricultura el motor del crecimiento a principios del siglo XX. Trabajando como un sistema cerrado y protegido que produce productos de bajo valor agregado sujetos a precios internacionales volátiles, la productividad se estancó durante muchos años y la alta inflación se convirtió en una enfermedad crónica. De hecho, la economía casi se desplomó bajo un pico hiperinflacionario en 1989. Un repunte posterior, en 1990 específicamente impulsó al gobierno a disparar dos palancas de cambio.

El primero fue el lanzamiento de un audaz plan de estabilización en 1991 que vinculaba el peso argentino al dólar estadounidense. El movimiento resultó extremadamente exitoso: en cuatro años, la inflación se redujo a cifras incluso inferiores a las encontradas en las economías desarrolladas.

El segundo cambio fue una estrategia específica para atraer capitales extranjeros para financiar expansión. Para ello, en 1992/93 se aplicó un nuevo marco jurídico para la inversión extranjera directa (IED), que eliminó por completo las restricciones al capital y la tecnología extranjera: no se requería la aprobación previa del gobierno, los recién llegados extranjeros estarían en pie de igualdad con las empresas nacionales, impuestos y requisitos de repatriación de capital, y los sectores anteriormente considerados como "estratégicos", como la energía, las telecomunicaciones y la minería, estaban totalmente abiertos a los inversionistas extranjeros.

Como consecuencia de esto, la IED comenzó a desembarcar en el país. La IED no relacionada con la privatización creció a una tasa anual combinada del 136% en el período 1991-1997. Como resultado, Argentina se convirtió en uno de los diez llamados grandes mercados emergentes del mundo. Y fue de esta forma que se convirtió en potencial atractivo para la aparición de empresarios e inversores de Capital de Riesgo.<sup>72</sup>

Es durante la década del 90 donde el financiamiento con capital privado en Argentina, tuvo sus inicios. En este sentido, se pueden observar tres causas que dieron el impulso para desarrollar esta industria: 1) La privatización de las empresas del Estado, 2) La necesidad de Private Equity de las empresas medianas para afrontar el



aumento de la competencia, producto del crecimiento económico de la década, 3) La aparición de Fondo de Capital de Riesgo, como así como también de Fondos de Inversión Privada para suplir las necesidades de capital.<sup>73</sup>

En los años 90, las políticas públicas fueron relativamente escasas debido a la puesta en práctica de los programas de ajuste y desregulación que suponían que desde la iniciativa privada era más eficiente para administrar los recursos.

Gráfico 16: Evolución de la IED (Como % del PBI), Argentina 1990 - 2015

<sup>72</sup> Pereiro, Luis E. (2001). "Tango & Cash: Entrepreneurial Finance and Venture Capital in Argentina", Center for Entrepreneurship & Business Venturing - Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina.

<sup>73</sup> Ferreira, Mariana (2008). "Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina", Fundación Empresa Global, BID.

En el gráfico anterior se puede observar la tendencia positiva que tuvo la entrada neta de capitales durante toda la década de los 90 y el auge en 1999 alcanzando picos de 8.6% del PBI total de la nación.

A partir de finales de la década del 90 se produce un profundo cambio en la tendencia de los flujos de inversión extranjera directa (IED), acompañando el cambio en los flujos financieros internacionales, el comienzo de la recesión en el país, el agotamiento del proceso de privatizaciones y transferencia de acciones en ciertos sectores y la creciente incertidumbre acerca de la sustentabilidad de las políticas económicas vigentes. Luego de la crisis y el abandono de la convertibilidad, en el año 2003, la inversión extranjera alcanzó sus cifras más bajas.

Fue la crisis del período 1999-2002 que también cambió las perspectivas y modificó las estrategias de los inversores de riesgo que operaban en la región, los que emigraron desde los sectores de internet y tecnológicos hacia aquellos más saneados y con beneficios.

Luego de la crisis, aquellos fondos que se habían instalado en el país en la década anterior se retiraron y aquellos que conservaron su decisión de continuar, redirigieron sus capitales hacia empresas ya instaladas y con alto potencial de crecimiento.

Este fue uno de los grandes desafíos que se debió enfrentar, y que lógicamente retrasó el desarrollo que hasta ese momento se había logrado. Era necesario que las empresas de Capital de Riesgo que en su momento hubieran financiado proyectos de internet, se volcaran ahora hacia sectores de innovación tecnológica, como la biotecnología o los servicios tecnológicos<sup>74</sup>. Para ello, era necesario impulsar desde el Estado Nacional redes de empresarios e inversores, crear incentivos para el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo, brindar un marco regulatorio a las inversiones y fortalecer los segundos mercados de valores.

Del 2004 en adelante, los flujos de Inversión Extranjera Directa se recuperan alcanzando valores significativos, especialmente si los consideramos en términos del producto. Los flujos 2002 - 2005 se ubican por encima del 2% del producto en promedio, valores similares al promedio 1992-1998, y alcanzan más del 2,5% en 2004 y 2005. Aún en términos nominales, los flujos de los últimos años son comparables a los de los noventa, particularmente.

Este período puede ser considerado como de reacomodamiento de los balances de las empresas tras las crisis, donde buena parte de las transacciones de IED están dedicadas a resolver este inconveniente.

A partir del año 2005, el contexto macroeconómico del país estuvo caracterizado por factores que pese a la recuperación, dificultaron el crecimiento de las inversiones de Capital de Riesgo. Entre ellos se incluyen los altos índices de evasión fiscal, el alto volumen de emisión de deuda por parte del estado y las altas tasas de estos

---

<sup>74</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, BID.

bonos, el bajo nivel de apertura económica y la dificultad para hacer valuaciones correctas de compañías en un contexto tan inestable.

Otras trabas que desalentaron el impulso del Capital de Riesgo durante el período se relacionan a la falta de reformas en el marco regulatorio y la falta de desarrollo del mercado de capitales, ya que ambos, en su conjunto, no proveen la previsibilidad y la posibilidad de salida que cualquier inversor necesita.

El ecosistema emprendedor continuaba siendo atractivo y pujante a pesar del contexto desalentador. Luego de las diversas crisis, tanto globales como domésticas aún quedaban algunos pocos fondos que confiaban en que se podía desarrollar nuevamente la industria que hasta hacía unos años se había construido.

Tímidamente fueron floreciendo nuevos Fondos de Venture Capital y se desarrollaron una nueva generación de emprendedores que apostaban a la creación de empresas argentinas con orientación exportadora, aprovechando de esta forma las ventajas competitivas locales. Las políticas públicas, de bajo perfil, pero aun así presentes, se concentraron en construir un círculo de mecanismos de financiación que cubrieran las distintas etapas de la vida de las empresas innovadoras, generando así espacios de interacción de emprendedores e inversores y elaborando al mismo tiempo proyectos de ley para mejorar el ecosistema legal y fiscal.

Sin embargo, el riesgo político creciente asociado a este tipo de inversiones, sumado a decisiones como la nacionalización del sistema previsional a finales de 2008 generó un círculo vicioso para el capital privado local. Los fondos de pensiones locales han cumplido un rol fundamental en el desarrollo del capital privado en otros países de la región y este no fue el caso en Argentina.<sup>75</sup>

Los esfuerzos realizados por parte del Estado Nacional no tuvieron el impacto que se esperaba, o no por lo menos dentro del período de años que se contempla. Al mismo tiempo, convivían también las trabas y problemas estructurales relacionados a faltas de incentivos fiscales y regulaciones legales.

La crisis financiera internacional del 2008 provocó también un cambio de la percepción de los riesgos. Si bien el capital emprendedor se mantuvo ajeno a algunos de estos hechos, esta crisis tuvo un impacto negativo en el proceso de levantamiento de nuevos fondos en el país. Al momento de celebrarse el primer Venture Capital Forum en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (marzo de 2008), existían en Argentina una decena de fondos de Venture Capital, de los que sobrevivieron menos de la mitad.<sup>76</sup>

El cambio de gobierno del 2015 es considerado una oportunidad para la industria de Capital de Riesgo. Desde la toma de poder de la nueva administración se han puesto en práctica proyectos y políticas destinadas a resolver los problemas estructurales que han venido afectando al país desde hace años. Entre ellos reconocemos la nueva Ley de Emprendedores, recientemente sancionada, también la salida del default y la posterior

---

<sup>75</sup> Savino, Juan (2015). “Qué pasará con el Private Equity y el Venture Capital en Argentina”, Departamento de Finanzas, UCEMA, Buenos Aires.

<sup>76</sup> Savino, Juan (2015). “Qué pasará con el Private Equity y el Venture Capital en Argentina”, Departamento de Finanzas, UCEMA, Buenos Aires.

apertura económica, la desregulación del mercado cambiario y la estabilidad del tipo de cambio, la estrategia a largo plazo de reducción de la inflación y crecimiento nacional, el apoyo a la creación de foros de inversores y emprendedores, la promoción de las relaciones comerciales con las grandes potencias mundiales y el incentivo a través de programas nacionales y provinciales que incluyen financiamiento a través de concursos, capacitación y potenciación de las habilidades emprendedoras. Gracias al uso de internet y las redes sociales, todas estas estrategias y programas lograron ser comunicadas a un mayor abanico de territorios (provincias, ciudades y localidades) que en el pasado.

Es claro de percibir que este ciclo presenta un contexto favorable y brinda un mensaje claro, no sólo para los emprendedores, sino también para los inversores, de que es posible encontrar en la Argentina proyectos de innovación y tecnología viables y rentables, con verdadera proyección internacional.

Como concluimos en varias secciones anteriores, el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo necesita que haya más y mejores emprendimientos para poder alcanzar su auge, así como estas nuevas empresas necesitan contar con la disponibilidad del capital suficiente para financiarse. Todos los países han necesitado del apoyo gubernamental capaz de propiciar un ambiente favorable que luche contra los obstáculos estructurales. La interacción entre ambos sectores es fundamental para preparar el “despegue”. El camino que la Argentina está recorriendo hoy (2017) es fruto de toda su historia y del desempeño dado por los gobiernos anteriores.

De aquí en adelante intentaremos analizar el rol actual y pasado del Estado en sus distintas áreas de intervención.

## **4.2 Políticas Públicas para el desarrollo**

### **4.2.1 Marco Legal y Sistema Impositivo**

Como antes se comentó, después del auge de la burbuja “punto com”, el gran desafío era lograr que las inversiones en Capital de Riesgo vuelvan a desembolsar capitales en otros sectores de innovación tecnológica, más allá de Internet. Para ello, había que estimular no sólo las redes de empresarios e inversores, sino también instaurar buenos incentivos y brindar un marco normativo y regulador acorde a las necesidades.

En varios de los países analizados anteriormente<sup>77</sup>, la existencia de un marco legislativo fue determinante para promover una diferencia sustancial en el crecimiento de la industria. Por otro lado, existen también casos en los que no fue necesario el desarrollo de un marco regulador sustentable y acorde, como el de Israel donde el determinante y motivador fue la puesta en práctica del programa Yozma.

Durante la década del 90 y gran parte de los primeros años de la década del 2000 en la Argentina, el proceso de constitución y radicación de nuevas empresas no era práctico debido a la cantidad de trámites y requisitos que solicitaban. Esto atentaba

---

<sup>77</sup> Ver apartado 3.5

fuertemente contra la disponibilidad de tiempo de los emprendedores para abocarse a generar valor para sus firmas.

Hoy en día, los costos asociados al riesgo de fracaso, como aquellos de contratación en blanco o los de indemnización hacia los empleados, desmotivan la creación de una empresa. Aunque ha habido algunos avances relacionados en el área, todavía no se ha encontrado una solución definitiva.

Otro punto importante de suma importancia es la protección de la propiedad intelectual, que otorga al emprendedor el monopolio del usufructo de su innovación. En la Argentina, el 22 de marzo de 1996 fue publicado en el Boletín Oficial el Decreto 260/96 que aprueba el texto ordenado de la ley 24.481 de **Patentes y Modelos de Utilidad**.

Diversos motivos justificaban la necesidad de una nueva ley de patentes, entre ellos el hecho de que la última ley databa del año 1864 y diversos sectores industriales reclamaban una modificación de la misma para adecuarla a la nueva realidad económica. A esta razón le debemos agregar además la necesidad de adecuar nuestra legislación al TRIP's (Trade Related Aspects of Intellectual Property Rights)<sup>78</sup>.

La sanción de esta ley, delinea un nuevo y moderno Derecho de Patentes, incorporando el modelo de utilidad y generando un sistema regulatorio moderno con un nivel compatible con las demandas internacionales.

En biotecnología existen organismos de regulación, como ser: Las Comisiones Nacionales de Biotecnología y Salud (CONBYSA)<sup>79</sup> creada en 1993 y de Biotecnología Agropecuaria (CONABIA) creada en 1991, consideradas por los especialistas como un aporte fundamental para fomentar el desarrollo de la innovación en este campo.<sup>80</sup>

En relación con las leyes que regulan el mercado de valores, en 2001 hubo un intento de mejoramiento con el proyecto de Ley de Sistema de Capitales de Riesgo, el cual mandaba al Poder Ejecutivo Nacional (PEN) a crear instrumentos promocionales para Sociedades y Fondos de Capital de Riesgo así como también incentivos para empresas de base tecnológica. Asimismo, facultaba a dictar medidas para que Organismos Públicos, Bancos y Fondos de Jubilaciones y Pensiones constituyan Sociedades. La Ley fue aprobada por las dos Cámaras del Congreso, pero fue vetada por el PEN lo que ocasionó incertidumbre en la industria

En el 2016, el Poder Ejecutivo Nacional presentó ante el Congreso de la Nación un **Proyecto de Reforma de la actual Ley de Mercado de Capitales N° 26.831**, mediante el cual se procura modernizar todo el marco normativo aplicable al mercado

---

<sup>78</sup> El TRIP's (Acuerdo sobre los Aspectos de los Derechos de Propiedad Intelectual relacionados con el Comercio) es un acuerdo jurídico internacional entre todos los países miembros de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Establece normas mínimas para la regulación de los gobiernos nacionales de muchas formas de propiedad intelectual (PI) que se aplican a todos los demás países miembro.

<sup>79</sup> Fue creada con el objeto de asesorar a las autoridades en todo lo referido al desarrollo y la aplicación de la biotecnología en el campo.

<sup>80</sup> Ferreira, Mariana (2008). "Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina", Fundación Empresa Global, BID.

de capitales nacional, incorporando las prácticas internacionales actuales que contribuyan a su desarrollo.

El Proyecto de Reforma apunta a lograr el desarrollo del mercado de capitales argentino mediante el aumento de la base de inversores y de empresas que se financien en el mercado, con reglas claras y transparentes, todo ello con el fin de lograr un marco normativo financiero moderno que contribuya al desarrollo de la economía del país. El proyecto de Ley se plantea a partir de 5 objetivos:

- Ampliar el mercado de capitales a actores hasta ahora vedados como ser pequeños inversores, sindicatos, organizaciones profesionales. Con esto se busca favorecer el ahorro nacional y canalizarlo al desarrollo productivo
- Proteger a los pequeños inversores
- Promover el acceso a pequeñas y medianas empresas
- Federalizar el mercado de capitales mediante la creación de agencias de la CNV en el interior
- Simplificar las condiciones de negociación para los usuarios para lograr una mayor liquidez y competitividad

Entre los puntos fundamentales del proyecto de ley que fue enviado al Congreso de la Nación se destaca, especialmente la reducción de impuestos a los fondos comunes de inversión cerrados para incentivar las inversiones locales y del exterior en el mercado de capitales local.

Otros dos puntos importantes para destacar son:

- Se facilita el ingreso de bancos de inversión y de inversores extranjeros al mercado local, puesto que en la definición de los distintos participantes autorizados a operar en el mercado, entre los agentes administradores de inversiones se permite el ingreso a bancos de inversión que, hasta ahora, no podían operar en el país y captaban fondos locales desde países vecinos. Además, se igualan las condiciones impositivas entre inversores extranjeros y locales. Los inversores del exterior están sujetos al Impuesto a las Ganancias para la compra de bienes valores en el mercado local, algo que los locales no pagan. Para facilitar el ingreso de capitales externos, propone eximir del impuesto a las Ganancias a inversiones del exterior, al igual que están exentos los fondos locales. Por otro lado, permite la operación en el país de bancos de inversión, que hasta la actualidad debían captar clientes locales desde países vecinos.
- Declara de interés nacional el mercado de capitales: El proyecto declara de "interés nacional el mercado de capitales y a su desarrollo como actividad estratégica y fundamental para el crecimiento del país"<sup>81</sup>. También se establecen nuevas categorías de agentes bajo la órbita de la CNV y se incorpora a los agentes administradores de inversiones que apuntan a la banca privada, tanto local como internacional.

---

<sup>81</sup> Gobierno Nacional para nota *La Nación* "El Gobierno apura la sanción de la nueva ley de mercado de capitales", Viernes 18 de Noviembre 2016.

Este proyecto de ley aún continúa en proceso de aprobación en el Congreso de la Nación a causa de la oposición al gobierno actual. Actualmente se está trabajando para poder suplir esta deficiencia e implementar sus ejes a través de diversas resoluciones administrativas.

La puesta en práctica de esta Ley permitiría fomentar aún más la inclusión financiera, el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas y el acceso al crédito para aquellas que aún no lo han tenido. El objetivo es lograr un mercado de capitales que sea fuerte y especialmente creíble a los ojos de los extranjeros.

Otro de los problemas que se encuadran dentro del marco legal y han estado presentes a lo largo de los años del desarrollo de la industria en la Argentina, ha sido la falta de existencia de un marco jurídico o una figura societaria que contemple las particularidades de la actividad de un FCR. Pase a esta deficiencia, se utilizaron alternativas operativas como la constitución de fideicomisos o fondos fiduciarios.

Durante varios años el gobierno argentino dedicó recursos para tratar de resolver este déficit y también aquellos relacionados a la falta de incentivos fiscales. El sistema impositivo afecta al mercado desincentivando a los inversores que colocan su dinero en una empresa o fondo debido a los impuestos o retenciones que pagan estas durante los primeros años.

Argentina mantiene su entorno complejo con impuestos elevados para el Private Equity y Venture Capital. La tasa general del impuesto es del 35% y las entidades argentinas tienen que pagar un impuesto sobre las ganancias internacionales, recibiendo un crédito fiscal por los ingresos pagados al extranjero.

Otros impuestos que enfrentan los fondos incluyen un impuesto sobre las transacciones financieras (una tasa efectiva de un 0,4%); impuestos sobre los servicios de compañías de gestión (el 3% de impuesto local sobre el ingreso bruto y el 21% de impuesto al valor agregado sobre los honorarios); y luego otros impuestos provinciales y/o municipales. Las plusvalías derivadas de la transferencia de acciones de las compañías locales son exoneradas para los residentes no argentinos, pero sujetas a tasa normales de un 35% de los fondos de base local.<sup>82</sup>

Con el afán de solucionar estos inconvenientes el gobierno sancionó **La nueva Ley de Emprendedores**. Esta Ley persigue la creación de empresas en un día, otorga beneficios impositivos a inversores y presenta diferentes tipos de financiación para los que quieren iniciarse en el mundo de los negocios.

A modo de resumen, la Asociación Argentina de Capital Privado, Emprendedor y Semilla (ARCAP)<sup>83</sup> resalta algunos puntos clave de la implementación de la ley para el desarrollo de la Industria de Capital Emprendedor en Argentina.

---

<sup>82</sup> <http://www.bolsacba.com.ar/>

<sup>83</sup> Es una entidad sin fines de lucro cuyo objetivo es promover la industria de capital privado en la Argentina. Busca dinamizar la movilización de inversión local en compañías generadoras de alto impacto a nivel económico, social y ambiental. Está compuesta por un grupo de inversores privados motivados por fomentar el desarrollo del ecosistema emprendedor en Argentina.

- La creación del registro de **Instituciones de Capital Emprendedor**:

Mediante la Ley de Emprendedores y Capital Emprendedor, se creará un registro de Instituciones de Capital Emprendedor, donde podrán registrarse tanto Instituciones, como Inversores y Administradores que se dediquen a realizar inversiones en Emprendimientos contemplados bajo la ley. Entre ellos, podrán registrarse Personas Jurídicas y también Fondos y Fideicomisos, que sean públicos o privados, que administren sus propios recursos o recursos de terceros.

- Beneficios impositivos para las Instituciones de Capital Emprendedor

Los aportes de inversión, que consisten en dinero o en activos financieros líquidos en moneda local, realizados por inversores en Capital Emprendedor, podrán ser deducidos de la determinación del impuesto a las ganancias. No se podrá exceder el 75% de los aportes del impuesto, salvo en casos de inversión en zonas de menor desarrollo, en los cuales podrá aumentarse hasta el 85% y, como tope para la exención, se determinó el 10% de la ganancia neta. Además, para poder acceder a las exenciones, las inversiones deben mantenerse durante, al menos, dos años, beneficiando así una visión de largo plazo, fundamental para el desarrollo de nuevos Emprendimientos. También es importante remarcar que las exenciones no podrán superar el 0.02% del PBI Nominal argentino y que el beneficio será retroactivo al primero de julio de 2016.

- Creación del **Fondo Fiduciario para el Desarrollo de Capital Emprendedor (FONDCE)**

Se creará el Fondo Fiduciario para el Desarrollo de Capital Emprendedor (FONDCE), que funcionará como un fideicomiso de administración y financiero y tendrá como objetivo financiar Emprendimientos e Instituciones de Capital Emprendedor.

El FONDCE tendrá distintas maneras de actuar:

- Podrá otorgar créditos a Emprendimientos e Instituciones de Capital Emprendedor.
- Otorgar Aportes no reembolsables (ANR) para Emprendimientos e Instituciones de Capital Emprendedor y también para Incubadoras y Aceleradoras de proyectos, siempre que haya una contrapartida al ANR.
- También realizará aportes de capital en Emprendimientos e Instituciones de Capital Privado.

Los beneficiarios del FONDCE serán Emprendimientos, Emprendedores e Instituciones de Capital Privado.

- Creación de una nueva figura societaria

Las **Sociedades por Acciones Simplificadas (SAS)** es el tipo societario creado que permite, entre otras cosas, que la sociedad sea de una sola persona; que el emprendedor decida a qué precio emita sus acciones, dependiendo esto del tipo de

inversor con el que cuente; y tener un objeto de negocios amplio, para que cuando la empresa crezca no tenga que actualizarlo. Fomenta a su vez la digitalización, ya que la ley prevé que los históricos libros contables en papel pasen a ser digitales.

Bajo esta nueva forma jurídica se podrá constituir el CUIT, abrir una cuenta bancaria y crear una sociedad (con un capital mínimo de dos salarios mínimos, vitales y móviles) en tan solo un día.

- **Plataformas de Financiamiento Colectivo**

Se implementará la creación de Plataformas de Financiamiento Colectivo<sup>84</sup>, que funcionarán específicamente a través de plataformas web. Esta iniciativa permitirá poner en contacto a Inversores con Emprendimientos de una manera simple y transparente. En las plataformas podrán realizarse inversiones a través de la obtención de la titularidad de acciones en una Sociedad Anónima (SA) o una SAS; mediante la adquisición de préstamos convertibles; y también mediante la participación de un fideicomiso. Además, se contempla la creación de un mercado secundario de financiamiento colectivo, donde las acciones podrán ser vendidas por los inversores, agregando liquidez al mercado.

- **Programa Fondo semilla**

Se creará el programa de Fondo Semilla, que otorgará asistencia técnica y financiera a los Emprendimientos canalizada a través de Incubadoras. La asistencia financiera podrá realizarse por medio de créditos blandos y aportes no reembolsables. Estos fondos también podrán ser asignados al FONDCE. El objetivo principal del Fondo Semilla será la creación de Incubadoras en Argentina para incrementar la calidad de los Emprendimientos.

Hay que resaltar que lo más novedoso que dejó la Ley de Emprendedores es la articulación que se busca dar entre el Estado y los privados para hacer que emprendimientos se transformen, con el tiempo, en grandes empresas. Según las fuentes del gobierno, la inspiración es el Programa Yozma del que se habló anteriormente.<sup>85</sup>

Este apoyo para crear nuevos Emprendimientos será fundamental también para contribuir a la generación de nuevos puestos de trabajo que generarán un triple impacto social, ambiental y económico

Este cambio de clima es una oportunidad que ha promovido el resurgimiento del sector de Capital de Riesgo y renueva las expectativas con respecto al país, pero aún quedan varios aspectos a desarrollar antes de ver un ecosistema de inversión activo como en los principales países de la región.

Los puntos bajos de la Argentina están relacionados con la corrupción percibida por los inversores, la falta de fuerza del sistema judicial y las regulaciones sobre la inversión de entidades gubernamentales

---

<sup>84</sup> No deben confundirse con las plataformas de crowd funding, donde se venden productos y servicios.

<sup>85</sup> Ver apartado 3.5.3

La reputación existente de tener una alta corrupción sigue siendo un obstáculo para atraer fondos. Las reformas que actualmente se están poniendo en práctica son necesarias para mejorar el sistema judicial ineficiente y para enseñar al mundo el compromiso del país por mejorar la debilidad institucional y la falta de transparencia.

En el 2012, Argentina mantenía una posición en el ranking del Transparency International's Corruption Perceptions Index<sup>86</sup> de 102 sobre 174. En el 2016, 95 sobre 174. Este índice clasifica a los países en una escala del 1 (muy corrupta) al 100 (muy limpia), dentro de la escala, en el 2012 la Argentina estaba en el lugar 35 y para el cierre del 2016 ocupaba el puesto 36.

Por otro lado, los gobiernos argentinos siempre se comprometieron a tener un sistema judicial independiente, sin embargo la realidad fue que la politización de la Corte Suprema ha sido frecuente. Las personas en el poder son capaces de influir en la toma de decisiones y el poder judicial termina de esta forma estando sujeto a presiones políticas.

Se desprende, entonces, la necesidad de un fortalecimiento del sistema legal y jurídico, para poder abordar estos problemas que impregnan muchos niveles de gobierno y afectan directamente el desarrollo de todo tipo de inversiones.

Otros avances en materia fiscal están relacionados a la **Ley de Fomento de Pymes** que establece un nuevo marco tributario a través de: 1) Eliminación de Ganancia Mínima Presunta, 2) Compensación del Impuesto a Créditos y Débitos Bancarios, 3) Pago de IVA a 90 días, 4) Compensación de saldos vía bono fiscal, 5) Desgravación del Impuesto a las Ganancias, hasta el 20% de las inversiones realizadas, 6) Crédito Fiscal por el IVA de las inversiones.

#### 4.2.2 Regulaciones sobre inversión

Previo a la nacionalización del sistema previsional a finales del 2008, existían Las Administradoras de Fondos de Pensión y Jubilación (AFJP). Estas eran sociedades privadas o públicas cuya función exclusiva fue la administración de fondos previsionales, y el otorgamiento de beneficios.

Las AFJP estaban autorizadas a realizar colocaciones financieras alternativas: títulos públicos, obligaciones negociables, depósitos a plazo fijo, acciones de sociedades anónimas, títulos valores, cédulas hipotecarias, cuotas partes de fondos comunes de inversión, etc. para combinar rentabilidad y seguridad, pero las regulaciones les impedían invertir en fondos de Capital de Riesgo o Private Equity en empresas que no cotizaran en mercados primarios oficiales.

Cuando se traspasó de las AFJP al actual Sistema Previsional de Reparto en el 2008, se creó el **Fondo de Garantía de Sustentabilidad**. El mismo está compuesto por diversos tipos de herramientas financieras, entre ellas, títulos públicos, acciones de

---

<sup>86</sup> Transparencia Internacional (TI) ha publicado el Índice de Percepción de la Corrupción (IPC) desde 1996, clasificando anualmente a los países "por sus niveles percibidos de corrupción, según lo determinado por las evaluaciones de expertos y encuestas de opinión".

sociedades anónimas, plazos fijos, obligaciones negociables, fondos comunes de inversión, fideicomisos financieros, cédulas hipotecarias y préstamos a provincias títulos públicos. El objetivo primordial es garantizar el pago de Jubilaciones y Pensiones en caso de contingencias.

Los recursos del FGS deben ser invertidos en activos financieros nacionales. Se priorizan las inversiones en infraestructura nacional para generar empleo y rentabilidad produciendo, de esta manera, un círculo virtuoso que fortalece el sistema.

El FGS está regulado por la Ley N° 24.241 que limita y prohíbe las inversiones en (siguiendo a la Ley):

- Acciones de administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones;
- Acciones de compañías de seguros;
- Acciones de sociedades gerentes de fondos de inversión, ya sean comunes o directos, de carácter fiduciario y singular;
- Acciones de sociedades calificadoras de riesgo;
- Títulos valores emitidos por la controlante, controladas o vinculadas de la respectiva administradora, ya sea directamente o por su integración dentro de un grupo económico sujeto a un control común;
- Acciones preferidas;
- Acciones de voto múltiple.

De esta forma, se continúa limitando el uso de los fondos de pensión para el desarrollo del Capital de Riesgo. Sus inversiones están orientadas siguiendo criterios de seguridad, rentabilidad y sustentabilidad en proyectos de viviendas (PROCREAR) e infraestructura, fundamentalmente.

Según información del ANSES, es de destacar que la rentabilidad del fondo pasó de un promedio entre 2010 – 2015 de 1,8% anual a un 14,8% en el 2016. Se puede interpretar a partir de estos datos que hubo un incremento en el valor de las acciones de las empresas argentinas.

Al día de hoy (2017) aquellos países que han logrado desarrollar la industria del Capital de Riesgo han incluido en algún momento del proceso la participación de los Fondos de Pensiones. Se sugiere que a través de la puesta en práctica de reglas claras y transparentes, sea posible que una porción de los fondos que actualmente recauda el FGS pudiesen ser dedicados a la inversión en emprendimientos con impacto social, rentable y capaces de fomentar el círculo virtuoso de la economía.

#### 4.2.3 Programas de Financiamiento e Incentivo

El acceso al financiamiento, la capacitación y los programas de desarrollo sectorial y regional son fundamentales para las medianas empresas y sobre todo para los emprendimientos innovativos.

Con el fin de entender la situación actual de la Argentina haremos un breve repaso por los programas, elementos y figuras creadas con el fin de promover la financiación y el acceso a capital.

La aprobación de la **Ley de Promoción y Fomento de la Innovación Tecnológica** (Ley 23.87) en 1990 es uno de los hechos más destacables de la década. A través de ella se buscaba crear un marco legal para la puesta en práctica de mecanismos de apoyo que alentaran las relaciones entre el sector institucional y el sector productivo, el aumento de los recursos destinados a investigación y un mayor margen de autofinanciamiento de las instituciones oficiales de Ciencia y Tecnología

En 1994, comenzaron a implementarse de forma efectiva el 100% de los instrumentos contemplados en la ley. En ese mismo año se firmó un acuerdo de préstamo con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para financiar un **Programa de Modernización Tecnológica (PMT-1)**.

Con el lanzamiento de este programa se da comienzo a un proceso de reforma institucional, cuyo primer antecedente fue la creación del **Fondo Tecnológico Argentino (FONTAR)**, vigente aún hasta el día de hoy (2017). Este organismo tenía como misión la implementación técnica y operativa de las líneas dirigidas a incentivar el desarrollo y modernización tecnológica en el sector productivo.

En 1996, se creó la **Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (AGENCIA)**, organismo de la Secretaría de Ciencia y Técnica, creado a los efectos de ejecutar y administrar los instrumentos contemplados en la Ley 23.877 y el PMT-1.

Esta primera etapa culmina en el año 1999 con la firma de un nuevo acuerdo con el BID por un segundo contrato de préstamo que da lugar al segundo **Programa de Modernización Tecnológica (PMT-II)**. Se incorporan en esta instancia los Aportes no Reembolsables (ANR). Por otra parte, se incorporan nuevas entidades financieras, incrementando el porcentaje de financiamiento a las mismas y se aprueba que los recursos aportados por las empresas se constituyan en la contraparte nacional. Durante este período, el FONTAR es la expresión más relevante y explícita de la acción del Estado en esta materia.<sup>87</sup>

Entre el 2002 y el 2004 con el propósito de lograr la consolidación de las capacidades de gestión, aseguramiento de la calidad, promoción y evaluación de las contribuciones de la AGENCIA se puso en marcha el **Programa de Modernización Tecnológica (PMT III)**.

Esta tercera versión del programa incluyó nuevas líneas de financiamiento destinadas a promover la innovación científica y tecnológica. A su vez, contó con subsidios para proyectos de radicación de investigadores con el fin de crear grupos y redes en diferentes zonas del país y programas de formación de recursos humanos.

En el período 2007-2009, el FONTAR incorpora una nueva línea de financiamiento: **Aportes Reembolsables a Instituciones (ARAI)** destinados a instituciones públicas y privadas sin fines de lucro. Perseguía la promoción de proyectos

---

<sup>87</sup> Anlló, Guillermo & Peirano Fernando (2005).

que estuvieran orientados al desarrollo de servicios tecnológicos para la producción de bienes y servicios, a través de la creación, ampliación o mejoras en las facilidades de instalación, equipamiento y capacitación de recursos humanos

En el año 2009, se creó el **Fondo Argentino Sectorial (FONARSEC)** cuya misión es mejorar la competitividad en el sector de tecnología e innovación, contribuyendo a la solución de los problemas y dando respuesta a las demandas de la sociedad, las empresas y el Estado. Una de las líneas de financiamiento creadas para llevar a cabo tal objetivo fueron los **Facilitadores de Flujo de Proyecto (EMPRETECNO-FFP)** cuyo objetivo fue promover un nuevo escenario que impulsara la mejora de las condiciones para el desarrollo de nuevas empresas de base tecnológica .

Durante los últimos años las adjudicaciones tanto del programa FONTAR, como de los demás, promovidos a través de la AGENCIA han tenido un crecimiento más que sustancial. En el 2009, la cantidad de proyectos adjudicados fue 1710 pasando al 2015 con un total de 2794 con montos adjudicados de \$ 433.255.376 a \$ 2.259.811.699 respectivamente.<sup>88</sup>

Si nos referimos particularmente al programa FONTAR, las opiniones de varios autores coinciden en que fue exitoso en su intento por incrementar la actividad emprendedora a través de la Investigación y Desarrollo (I&D). La mayor parte de las firmas que habían recibido aportes no reembolsables del FONTAR habían tenido un nivel de gasto en actividades de innovación superior a las firmas que no habían obtenido este tipo de ayuda. Al mismo tiempo, las firmas que no tenían antecedentes en I&D utilizaron los fondos públicos en actividades que nunca hubieran realizado de no tener ese aporte, confirmando que los fondos del sector público han complementado a los esfuerzos privados.<sup>89</sup>

Como antes se explicó, el FONTAR y los programas que lo acompañaron fueron la expresión de los esfuerzos del Estado Nacional por promover el financiamiento de pequeñas empresas durante la primera década del 2000.

En el siguiente cuadro podemos ver de qué forma se distribuyeron en los instrumentos que utiliza el programa para otorgar financiación, los montos adjudicados en el 2015<sup>90</sup>:

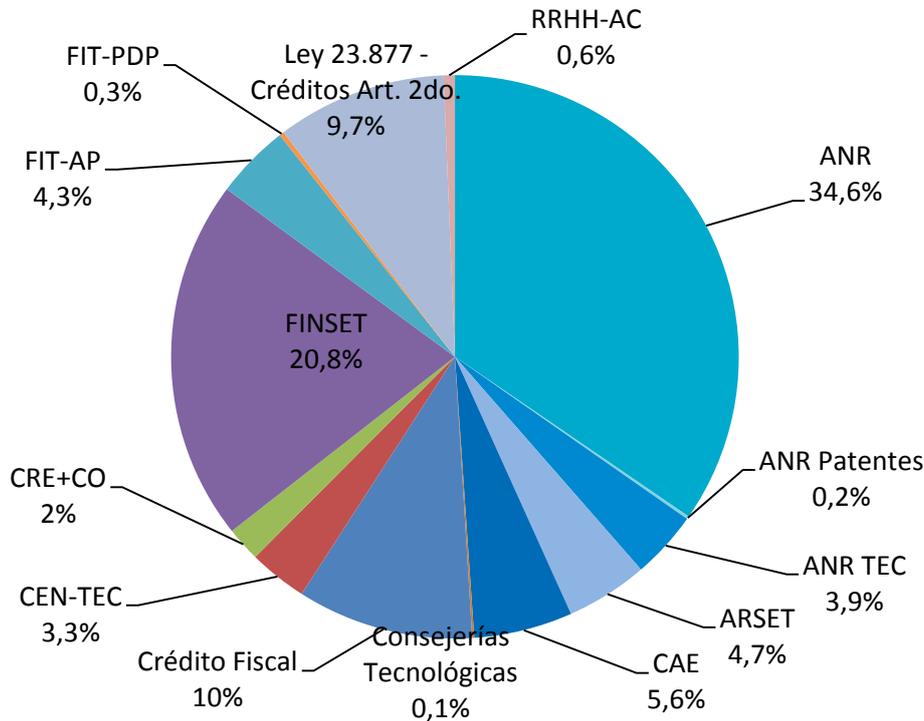
---

<sup>88</sup> Ver Anexo, Gráfico 1.

<sup>89</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, BID

<sup>90</sup> Ver Anexo, Lista 1.

Gráfico 17: Detalle por Instrumento (Como % del Total de Montos Adjudicados),  
FONTAR 2015



Fuente: AGENCIA, Informe de Gestión 2015

Al día de hoy (2017) es posible encontrar los elementos fundamentales para impulsar los proyectos nacientes en varios lugares: Universidades, centros de investigación públicos y de empresas, los centros de transferencia tecnológica, las redes de emprendedores y las redes de educación en planes de negocios permiten, en cuanto a ellos, el desarrollo del talento empresarial. El financiamiento de los proyectos se hace posible gracias a programas, bajo forma de capital semilla, capital de riesgo, inversión patrimonial privada o instrumentos en mercado de valores.<sup>91</sup>

Estas entidades que proporcionan financiamiento, tanto desde el ámbito privado como impulsado a través del Estado Nacional y los gobiernos provinciales, presentan déficit a la hora de establecer un nexo entre el inversor y el emprendedor, generando así una falta de visión global.

Dada la importancia de la intervención de los gobiernos en este tipo de programas de impulso, se desarrollará brevemente algunos de los más destacados y vigentes desde los últimos años:

<sup>91</sup> <http://www.bolsacba.com.ar/>

## Programas de Financiamiento:

- **Programa de Fomento de la Inversión Emprendedora en Tecnología (PROFIET):** instrumento de financiación que promueve la inversión de Capital de Riesgo a través del Ministerio de Ciencia y Tecnologías, destinado a la creación de empresas de base tecnológica (EBTs). Para su funcionamiento cuenta con dos subprogramas:
  - Incentivos fiscales: asignación de beneficios fiscales como reconocimiento a la inversión en emprendimientos encuadrados en el marco de este programa.
  - Financiamiento: inversión directa de fondos públicos, adquiriendo participación en emprendimientos cuya naturaleza encuadre en el marco de este programa. Provisión de préstamos o subsidios.
- **ANR Empresa Joven 2017 C:** la AGENCIA financia a través del FONSFOT<sup>92</sup> proyectos desarrollados por empresas jóvenes dedicadas a la producción de software.
- **PRESOFT:** a través del Ministerio de Producción de la Nación se otorga financiación para nuevas empresas que se dedican al desarrollo de software. Se entregan aportes de hasta \$ 400.000 anuales para comenzar a exportar, inviertan en investigación y desarrollo y certifiquen normas de calidad. Adicionalmente se otorgan préstamos de hasta \$1.500.000 para capital de trabajo a una tasa preferencial del 18% fija anual y 3 años de plazo.
- **Empresas Madrinas:** desde el Ministerio de Industria de la Nación se impulsa el financiamiento a partir de la complementariedad con grandes empresas. La "Madrina" financia el 100% del proyecto de inversión y, a cambio, el Estado le reintegra el 50% del aporte realizado con bonos de crédito fiscal.
- **Capital Semilla:** desde la Dirección Nacional de Apoyo al Joven Empresario, se otorgan créditos a tasa cero y sin garantías para financiar proyectos de jóvenes emprendedores. Esta herramienta es una contribución financiera como "préstamo de honor", es decir, el crédito se devuelve de acuerdo a la evolución de cada proyecto en particular. Las Universidades Nacionales evalúan los proyectos y brindan tutoría a los que resultan seleccionados.

## Programas de Capacitación:

- **Academia BA Emprende:** programas de capacitación gratuitos que buscan fomentar el espíritu emprendedor a través de valores, metodologías y herramientas. Los cursos se brindan de manera presencial o virtual y están destinados a emprendedores en etapa inicial de su proyecto que busquen soporte para consolidarse.
- Bajo un programa que impulsa las 4 caras del Emprendedorismo, se desarrollan, **Talleres de Financiamiento para Emprendedores: Talleres de Inversores Ángeles, Rondas de Inversión y el concurso “Vos lo Haces”**. Mediante estos 3 elementos se impulsa la capacitación tanto del emprendedor como del inversor en sus aspectos básicos y se fomenta en las rondas de inversión la interacción

<sup>92</sup> Cuyo objetivo es promover el espíritu emprendedor dentro del sector de Software y Servicios Informáticos, y colaborar con la constitución de nuevas empresas comerciales dentro del sector y la consolidación de las empresas elegibles ya existentes.

entre ambos. Por último, “Vos Lo Haces” es un concurso para emprendedores que busca potenciar y premiar ideas innovadoras que generen impacto social, ambiental o cultural. Reciben capital semilla y becas en Emprendedorismo para hacer realidad sus proyectos.

- **IncuBA:** impulsado desde la provincia de Buenos Aires, tiene como objetivo promover y potenciar el desarrollo de emprendimientos en sus diferentes rubros (diseño, tecnológico, social y audiovisual). El programa brinda a cada emprendimiento seleccionado oficinas gratuitas durante un año con internet, seguridad y salas de reuniones, también capacitaciones, tutorías y mentorías de expertos.
- **Clubes de Emprendedores:** espacios físicos de innovación e incubación, diseñados para potenciar el talento local y la promoción de nuevos emprendimientos, con el fin de favorecer el desarrollo económico regional. Cuentan con un espacio de trabajo abierto, un laboratorio tecnológico y una sala para dictar capacitaciones y/o realizar eventos. El programa brinda un apoyo financiero para el acondicionamiento de los espacios, la adquisición de equipamiento y nuevas tecnologías, y además, contenido para el desarrollo de la comunidad emprendedora.

Incubadoras:

INCUBAR: promovido desde el Ministerio de Producción, **La Red Nacional de Incubadoras**<sup>93</sup> promueve la creación de incubadoras en todo el país para fomentar el surgimiento de nuevas empresas y disminuir la mortalidad de los emprendimientos en sus primeras etapas de desarrollo.

Jornadas y Foros:

- **Jornadas Pequeñas Empresa:** a través de la Secretaría de Emprendedores y Pymes se organizan estos encuentros informativos que se realizan en todo el país con el objetivo de relevar las problemáticas y detectar las oportunidades de desarrollo territoriales. Al mismo tiempo es una instancia para estrechar los canales de comunicación con los referentes del ecosistema empresario local.

Es importante destacar que también existen impulsos a través de entidades sin fines de lucro, que se financian con apoyo de fondos provenientes de Universidades Nacionales, Centros de Investigación Privados y Grandes empresas privadas, que incrementaron su presencia en estos últimos años gracias a la mejora en el ecosistema emprendedor por la llegada de la nueva administración al Gobierno. Las que se mencionan continuación son:

**Endeavor:** es una organización sin fines de lucro, formada por emprendedores que buscan fomentar la creación de nuevas empresas con potencial de crecimiento a través del establecimiento de redes de emprendedores y potenciales fuentes de

---

<sup>93</sup> Las incubadoras aceleran el crecimiento y garantizan el éxito de los proyectos emprendedores a través de una amplia gama de recursos y servicios como financiamiento, asesoramiento, capitalización, coaching y networking entre otros servicios.

financiación. Endeavor hace una búsqueda y selección de emprendedores a quienes presta asesoramiento y una red de contactos para poder acceder a financiamiento

**Asociación Argentina de Private Equity y Venture Capital (ARCAP):** entidad sin fines de lucro cuyo objetivo es dinamizar la movilización de inversión local en compañías generadoras de alto impacto a nivel económico, social y ambiental. Está compuesta por un grupo de inversores privados motivados por fomentar el desarrollo del ecosistema emprendedor en Argentina.

**Asociación de Emprendedores en Argentina (ASEA)** es una organización sin fines de lucro, formada por emprendedores y para emprendedores. Su misión principal es lograr que Argentina sea un mejor lugar para emprender, que resulte más ágil y sencillo llevar adelante proyectos y nuevos negocios. Cuenta con financiamiento a través del apoyo de asociaciones gubernamentales y compañías privadas.

Por otro lado, en el sector privado, las iniciativas más exitosas para el apoyo a talentos académicos son: la **Comunidad de Emprendedores** de la Universidad Torcuato Di Tella, que abarca programas desde investigación, capacitación y financiamiento, el **Centro de Entrepreneurship** del IAE y el **Centro de Emprendedores** del ITBA. También tienen centros de creación de empresas la Universidad de San Andrés, el CEMA y la UADE.

#### 4.2.4 Fuentes alternativas de financiamiento

Actualmente existen alternativas a los programas de financiamiento de los que se habló anteriormente. Consideramos dentro de este grupo a las Instituciones Financieras Argentinas que cuentan con instrumentos capaces de suplir las necesidades de capital de este tipo de empresas.

- **Créditos para Micro emprendedores:** el problema de este tipo de financiamiento es que las entidades financieras argentinas tienen requisitos de información y de garantías excesivamente altos, haciendo difícil su acceso a empresas en plena etapa de nacimiento.

Actualmente el Banco de la Nación Argentina (BNA), el Banco Provincia (BP), el Banco Credicoop y el Banco Ciudad poseen líneas de crédito destinadas especialmente a la consolidación de micro emprendimientos productivos y a apoyar el financiamiento de jóvenes emprendedores. Estos préstamos están diseñados con el objetivo de darles la oportunidad a pequeñas empresas, de las diferentes ramas, para desarrollar una actividad económicamente rentable, brindando así la posibilidad de obtener un crecimiento sostenido y estable.

- **Descubierto en cuenta corriente:** a este tipo de financiamiento pueden, en general, acceder empresas bajo cualquier forma societaria o unipersonal. Gracias a la puesta en práctica de la nueva Ley de Emprendedores y las facilidades para crear sociedades es más factible la utilización de este instrumento. Las

dificultades que presenta están relacionadas al exceso de garantías que solicitan y las altas tasas de financiamiento impuestas.

- **Cheques de pago diferido:** se puede acceder a este tipo de instrumento a través de la creación de una cuenta corriente en las entidades financieras existentes. Son una forma básica de financiarse extendiendo el plazo de pago hasta 360 días.
- **Mercado de Deuda:** aquellas compañías más formalizadas en etapas medias de desarrollo tienen la posibilidad de acceder al mercado de deuda a través de Fideicomisos o la emisión de Obligaciones Negociables. Este no es el caso para aquellos proyectos en pleno desarrollo que necesitan capital para financiar ideas.

#### 4.2.5 Estrategias de Salida

Para hacer efectivos los rendimientos, los gestores de fondos de Venture Capital deben ser capaces de transformar sus posiciones en empresas en recursos líquidos que puedan destinar a otros usos. Las 3 posibles vías de salida de una inversión son: (a) Oferta pública inicial, (b) Venta a un socio estratégico y (c) recompra por parte de los fundadores.

En cuanto a los mecanismos empleados, en la Argentina prevalece la venta estratégica de las empresas, representando el 66% de las salidas ocurridas en 2013, mientras que las ofertas públicas iniciales y la venta de la empresa a los fundadores quedan relegadas.<sup>94</sup>

Para garantizar la efectividad de este tipo de instrumentos de salida se utilizan y estipulan los derechos de “Drag along” que consisten en que si el inversor consigue un comprador por el 100% del valor de la empresa, por encima de determinado valor, “obliga” a los demás a vender y se asegura de esta forma su exit.

Cuando un fondo de Venture Capital planea salir a través de la venta a un socio estratégico, parte del análisis de factibilidad de la inversión se basa en identificar una lista de potenciales compradores. De lo atractivo de la lista depende la decisión de llevar adelante o no la inversión. Por lo tanto, se podría plantear que si el número de probables socios estratégicos no es satisfactorio para el fondo, no se llega entonces a un acuerdo. Aquí es cuando se hace más notoria la necesidad de un mercado de capitales activo.<sup>95</sup>

En mercados desarrollados, como los Estados Unidos o la Unión Europea es más común una salida a bolsa porque existe un mercado líquido y receptivo, donde los compradores son miles de fondos que sólo quieren acciones que vayan a aumentar su valor. En cambio, conseguir un estratégico es mucho más difícil, ya que se debe encontrar una empresa con el dinero suficiente y una estrategia que le permita obtener

---

<sup>94</sup> <https://www.caf.com>

<sup>95</sup> Pereyra, Ariel (2002). “Hacer Venture Capital en la Argentina: Una visión a largo plazo”, Departamento de Investigación, Universidad de Belgrano. Buenos Aires, Argentina.

mayores beneficios a través de la adquisición, que incursionando en el negocio por sí mismo.<sup>96</sup>

Una salida al mercado de capitales argentino no es muy probable. Las razones, plateadas son principalmente la iliquidez, la falta de transparencia, la falta de protección a los accionistas minoritarios, baja sofisticación del Mercado Financiero y volumen pequeño de transacciones.

En el siguiente cuadro podemos apreciar el índice de atracción de Private Equity y Venture Capital para el año 2014 elaborado por el IESE Business School para la Argentina y algunos países de América Latina. El índice es preparado para ayudar a los inversores a identificar los países con mayor potencial para la inversión.

Los 6 factores claves para determinarlo son: 1) Actividad económica 2) Profundidad de los mercados de capital 3) Impuestos 4) Protección del inversor y gobierno corporativo 5) Humano y el entorno social 6) La cultura y la oferta de oportunidades empresariales, que abarcan aspectos tales como la capacidad de innovación, la facilidad de hacer negocios y el desarrollo de industrias de alta tecnología. A modo de resumen analizaremos el factor 2<sup>97</sup>.

País	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Uruguay
<b>Índice de Atracción de VC/PE</b>	<b>51.3</b>	<b>64</b>	<b>76.2</b>	<b>65</b>	<b>64.1</b>	<b>47.2</b>
<b>2. Mercado de Capitales</b>	<b>44.1</b>	<b>77.3</b>	<b>71.7</b>	<b>63.3</b>	<b>68.9</b>	<b>24.5</b>
2.1 Tamaño y Liqueidez Mercado de Valores	59.2	76.9	70.5	62.6	68.3	26.8
2.2 Volumen de Transacciones	43.8	80.6	64.1	60.5	69.6	4
2.3 OPIs y Actividades de Oferta Pública	25.2	58.8	41.6	36.3	50.3	3.4
2.4 Mercado de Fusiones y Adquisiciones	56.6	74.6	61.8	56.3	65	36.7
2.5 Mercado de Deuda y Crédito	38.7	76.1	91	76.3	75.1	78.4
2.6 Créditos No-Cobrados sobre Total Bruto	108.5	101.1	105.3	103.2	106	108.5
2.7 Sofisticación del Mercado Financiero	20.9	78.6	87.2	67.2	59.8	46.6

Como puede apreciarse, la Argentina junto con Uruguay presentan los índices de atracción más bajos en relación con los demás países expuestos. Hablando específicamente del Mercado de Capitales, grandes mejoras aún son necesarias en temas de tamaño, profundidad y liquidez, en especial en cuanto a la actividad de IPO y Actividades de Oferta Pública que siguen siendo muy incipientes, no sólo en el país, sino en el total de la región y representan el mecanismo de salida tradicional en mercados desarrollados por los grandes beneficios económicos que suelen generar.

Pese a este desfavorable contexto, siguen dándose transacciones principalmente en sectores competitivos como el agro, energía, tecnología y servicios. Varias empresas

<sup>96</sup> Ferreira, Mariana (2008). “Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina”, Fundación Empresa Global, BID.

<sup>97</sup> Ver Anexo, Cuadro 2.

argentinas como Mercado Libre o Globant han tenido tasas de crecimiento elevadas por largos períodos, además de exitosos procesos de oferta pública inicial en NASDAQ en 2007 y NYSE en 2014 recaudando casi 59 millones de dólares esta última. Podemos también destacar la participación de Capital International en Arcos Dorados.

El Emprendedorismo local de los últimos años no sólo generó estos casos de éxito, sino que también está gestando un conjunto de fondos, aceleradoras y company builders como Kaszek Ventures, Quasar Builders, Eastpoint, Cygnus o Nxtp Labs, por mencionar algunos. Se estima que durante los próximos años y gracias al fomento de la industria desembarquen más y mayores capitales

Tomando como base las encuestas realizadas a inversionistas por LAVCA<sup>98</sup> durante el 2014, la mayoría de los gestores de fondos estiman que los mecanismos más frecuentes de salida para los próximos años en la región seguirán siendo la venta estratégica.

Basados fundamentalmente en el cambio de gobierno y en los esfuerzos que han realizado en generar un ecosistema propicio para el desarrollo del Mercado (las promesas de reducción del déficit, la salida del default tras el acuerdo con los hold outs y la apertura comercial) existen expectativas positivas respecto de una mejora en las condiciones del Mercado de Capitales argentino.

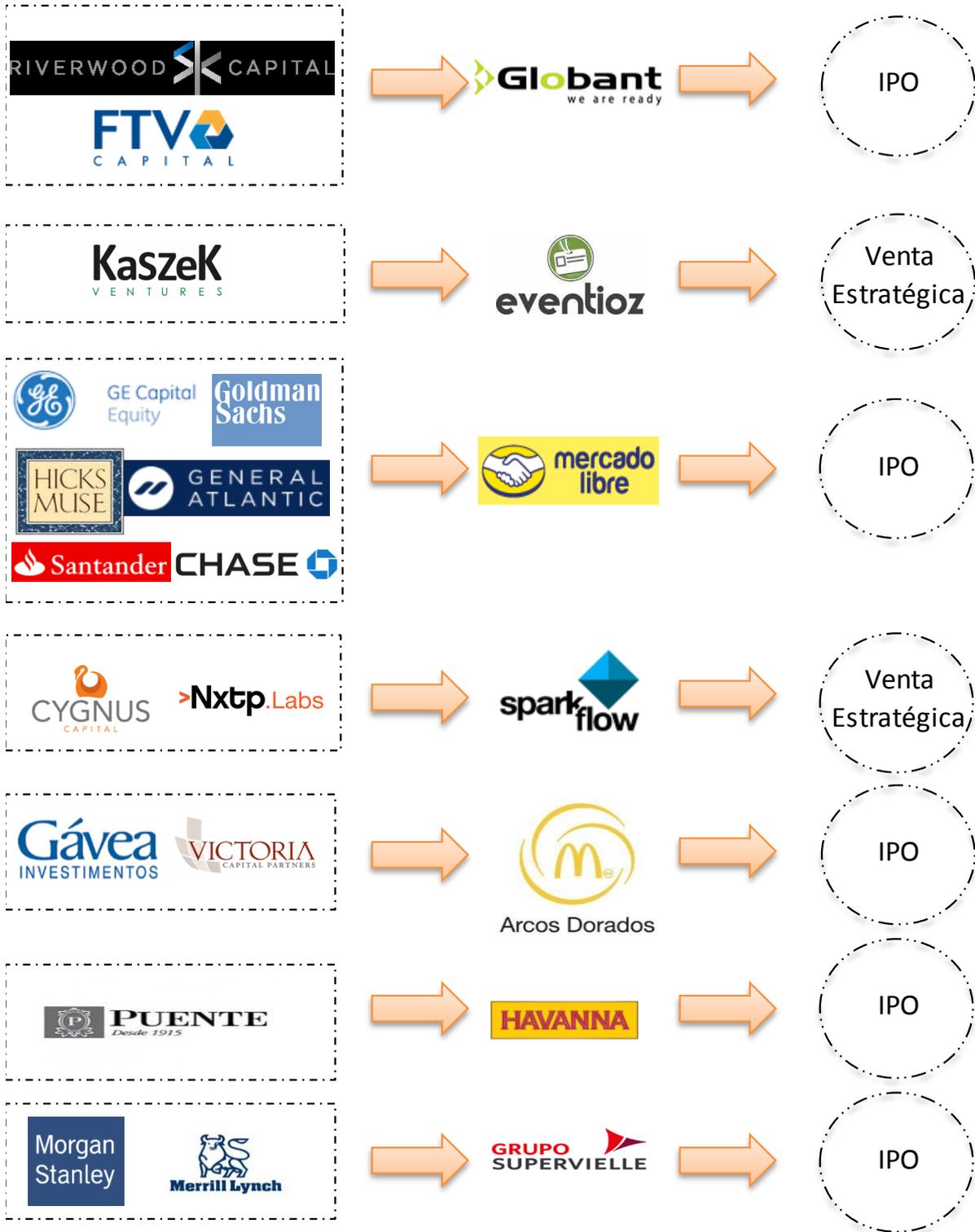
El volumen de dinero que mueve el mercado de capitales argentino actualmente es débil, por lo que al ingresar inversiones del exterior, por el simple efecto de una gran demanda y pocos activos, se refleja en un alza de precios.

Una de las limitaciones radica en que la Argentina se encuentra dentro de la categoría de Economía de Frontera. La importancia está en que muchos fondos no pueden invertir en aquellos clasificados dentro de este segmento y se ven obligados a invertir en países emergentes por el solo hecho de tener que replicar un índice.

En el siguiente cuadro podemos observar las compañías que tuvieron los éxitos más reconocidos, sus organizadores y su estrategia de salida.

---

<sup>98</sup> LAVCA/Collier Capital 2014



Por otro lado, La Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) reconoce limitantes adicionales relacionados a la intención de crear un segundo mercado de valores:

- Los dueños de las pequeñas empresas tienen miedo de perder el control de su negocio si la compañía ofrece sus acciones al público.
- Muchas de estas se rehúsan a divulgar sus estados contables y estrategias.
- La entrada al mercado de valores implica esfuerzos administrativos que requieren dedicación de grandes cantidades de tiempo.
- Las pequeñas y medianas empresas suelen tener sistemas contables poco desarrollados y les resulta muy costoso actualizarlos.
- Las valuaciones de las calificadoras de riesgo a todas aquellas emisiones de valores de oferta (Obligaciones Negociables, Fideicomisos Financieros, Fondos Comunes de Inversión y Acciones) está sesgada por el riesgo inherente de la región y del tipo de instrumento.

La existencia de bolsas de valores con liquidez y gran número de transacciones es muy importante para la existencia de un mercado de Capital de Riesgo. Eso se pudo apreciar en los EE.UU. y el Reino Unido con el desarrollo de su mercado de capitales. Adicionalmente es un excelente canal para que los flujos de inversiones se destinen a los proyectos de riesgo.

Pese a los cambios en las regulaciones que se realizaron en los últimos años para mejorar las operatorias, la salida de las inversiones a través de las bolsas de valores locales no es ágil, el mercado sigue siendo débil y la creación de un mercado secundario que fomente las inversiones en capitales de riesgo presenta todavía las limitaciones anteriormente enumeradas.<sup>99</sup>

En conclusión, el cambio de gobierno renueva expectativas con respecto al país y también la posibilidad de ascender de categoría, pero aún quedan varios aspectos por desarrollar antes de ver un ecosistema de inversión activo como en los principales países de la región.

#### **4.3 Recomendaciones de política**

En la sección 3 del trabajo se analizó el desarrollo internacional de la industria del Capital de Riesgo. En materia de políticas públicas, contar con la experiencia de lo que funcionó y con las lecciones aprendidas de lo que fracasó tanto en la región como alrededor del mundo es algo que el Gobierno puede capitalizar.

Las características comunes, tanto de los programas que se pusieron en práctica en los Estados Unidos, como aquellos que se desencadenaron en la región y fomentan la creación de fondos capaces de invertir en nuevas empresas de crecimiento rápido, están relacionados a la complementación entre la inversión estatal, la privada y el gerenciamiento y direccionalidad por parte de profesionales de la gestión.

---

<sup>99</sup> Ver apartado 4.2.5

Como antes se explicó, la participación y apoyo gubernamental para la industria de VC debe darse de manera intensa y fluida durante los comienzos de la industria y progresivamente ir alejándose para dar lugar al sector privado y el desarrollo de fondos.

En referencia a las condiciones del ambiente macroeconómico es necesario ofrecer un ambiente de estabilidad con un horizonte de planificación estable. Teniendo en cuenta que las inversiones tienen ya su riesgo inherente por ser capital emprendedor, es necesario brindar las condiciones propicias para no incrementar exponencialmente las contingencias a las que pueda enfrentarse el emprendedor. Hay que continuar incrementando la solidez que ayuda a asegurar la existencia de derechos de propiedad y cumplimiento de obligaciones y compromisos.

Por otra parte, se continúa limitando el uso de los fondos de pensión para el desarrollo del Capital de Riesgo. Actualmente, sus inversiones están orientadas siguiendo criterios de seguridad, rentabilidad y sustentabilidad en proyectos de viviendas (PROCREAR) e infraestructura, fundamentalmente. La experiencia internacional nos demuestra que aquellos países que han logrado desarrollar la industria del Capital de Riesgo han incluido en algún momento del proceso la participación de los Fondos de Pensiones.

Se sugiere que a través de la puesta en práctica de reglas claras y transparentes, sea posible que una porción de los fondos que actualmente recauda el FGS pudiesen ser dedicados a la inversión en emprendimientos con impacto social, rentable y capaces de fomentar el círculo virtuoso de la economía.

La aprobación de la Ley de Emprendedores ayudó a mitigar dos de los grandes déficit que existían hasta ese momento: Por un lado, la fuerte carga administrativa y de tiempo que debían afrontar las nuevas empresas para listarse legalmente y por el otro la falta de incentivos fiscales para aquellos inversores que decidieran depositar sus capitales en fondos de riesgo.

El desarrollo de un mercado activo, la existencia de bolsas de valores con liquidez y grandes números de transacciones, resultan también prioritarios para los fondos de Capital de Riesgo. Las recomendaciones en este sentido se orientan a continuar trabajando sobre el Proyecto de reforma de la actual Ley de Capitales y su pronta sanción.

Es también importante mitigar las asimetrías de la información para las pequeñas empresas. Tal como se vio en apartados anteriores<sup>100</sup>, uno de los limitantes que se encuentran para gestionar un segundo mercado de valores está íntimamente relacionado a que muchas de estas se rehúsan a divulgar sus estrategias y estados contables. Por otro lado, estos estados contables suelen ser poco desarrollados y faltos de información

En suma, el camino que actualmente la Argentina está tomando es capaz de generar optimismo en la comunidad inversora, lo que podría traducirse en un mayor dinamismo del mercado y del mundo del Capital de riesgo. Es fundamental seguir dedicando esfuerzos en los siguientes puntos:

---

<sup>100</sup> Ver apartado 4.2.5

- Reducción del costo de capital
- Impulso de una cultura emprendedora a través de la utilización de Promotores (Wayra, NXTP Labs, Patagonia Ventures, etc.), Incubadoras (Universidades con programas de emprendedores) y asociaciones sin fines de lucro que actualmente se encuentran en el mercado (Endeavor, Arcap, ASEA).
- Generación de planes estratégicos de infraestructura y energía.
- Planes de innovación y tecnología.
- Promoción de la equidad y eficiencia fiscal.
- Defensa de la competencia, transparencia del mercado y protección a accionistas minoritarios.
- Integración inteligente en el mercado.
- Continuar brindando facilidades en los aspectos administrativos.
- Disminución de los costos de contratación.
- Creación de fondos de fondos, para co financiar fondos de inversión del sector privado.
- Creación de garantías que cubran entre el 30% y 70% de las posibles pérdidas en a las que pueda incurrir un fondo, donde el Estado toma la empresa con déficit a un precio determinado.
- Permitir la entrada de grandes contribuyentes a los fondos de Capital de Riesgo
- Garantizar la salida de las inversiones.
- Incrementar el uso de plataformas digitales para la promoción.

## 5. Entrevistas

En esta sección se incluirán entrevistas a 2 profesionales íntimamente relacionados con el área de Venture Capital. El objetivo de este apartado es nutrirse de la opinión, visión y expertise de cada profesional acerca de la situación actual en el país y sus perspectivas a futuro

Los entrevistados responderán a una serie de preguntas<sup>101</sup> que se formulan para orientar, y al mismo tiempo, afirmar, la hipótesis inicial planteada en este trabajo.

### 5.1 Entrevista con Sebastián Aldasoro – ARCAP

Sebastián Aldasoro trabaja actualmente en ARCAP<sup>102</sup>. La entidad tiene como fin contribuir al crecimiento de la actividad económica en Argentina a través del desarrollo de la industria de capital privado local y de su inserción en mercados internacionales. ARCAP se financia a través de las cuotas partes que aportan sus miembros que son, en general, compañías que surgieron desde este tipo de instrumentos y grandes incubadoras regionalmente conocidas.

En opinión del entrevistado, la industria se encuentra dando sus primeros pasos en la Argentina, comparable con el estadio que percibía los Estados Unidos en la década del 70. Teniendo en cuenta que el nacimiento fuerte de los fondos de Capital de Riesgo en el país se dio en el año 2011 y considerando que la vida promedio de un fondo es de entre 7 a 10 años, se espera que en el corto plazo estas inversiones den sus frutos.

Destaca la importancia que tuvo en Israel la interacción constante entre el sector público y privado. En Argentina, este tipo de características están comenzando a nacer, en parte gracias al dictamen de la Ley de Emprendedores.

Le resulta importante destacar la importancia de esta Ley debido a que brinda no sólo beneficios impositivos para los inversores, sino que a su vez permite la creación de fondos co-participativos entre el Estado Nacional y el Sector Privado. Según nos comenta, se espera que se originen 3 nuevos fondos que recauden alrededor de ARS \$ 12 Millones.

Uno de los motivos que encuentra para explicar la falta de desarrollo del Venture Capital es el **déficit informativo con el que cuentan los inversores**. Hace referencia fundamentalmente a que no existe ningún tipo de catálogo o algún tipo de instrumento que facilite a los inversores información referida en primer lugar al estadio de la industria en el país, en segundo lugar a cuáles son los General Partners existentes y en tercer lugar, sus características, experiencia y redes de contactos.

---

<sup>101</sup> Ver Anexo, Lista 2.

<sup>102</sup> Tiene experiencia en industrias del sector y también a trabajado en Company Builders. Actualmente se encarga de desarrollar proyectos trabajando junto con la comisión directiva de ARCAP y Marta Cruz, presidenta de la entidad, con un gran reconocimiento en el sector de Venture Capital.

Con el objetivo de mitigar estos problemas de información asimétrica, ARCAP está trabajando en la creación de un catálogo de General Partners para Private Equity y Venture Capital, dando a conocer todas sus características y manera de contactarlos.

En relación al cuestionamiento acerca de cuáles considera que son las habilidades más importantes con las que debe contar un emprendedor, nos responde que la importancia no radica en la idea, sino la manera en la que se puede crear a través de ella y fundamentalmente en su ejecución. Al día de hoy, son ejemplos de ello los emprendimientos “estrella”: Statellogic<sup>103</sup>, BlueSmart<sup>104</sup>, Afluenta<sup>105</sup> e Increase<sup>106</sup>, entre otras.

Sus perspectivas respecto al futuro son positivas. Argentina presenta la mayor cantidad de unicornios en la región<sup>107</sup>, pasando delante de Brasil, México y Colombia. Sin embargo, reconoce que a la hora de evaluar las estadísticas a través de cantidad de fondos creados y acuerdos cerrados, la situación difiere.

## 5.2 Entrevista con Mark Ramondt

Mark Ramondt comenzó a emprender y buscar capital en el año 2013. Su punto de quiebre se dio cuando comenzó a relacionarse con miembros de NXTP Labs, el fondo de inversión<sup>108</sup> más activo de Latinoamérica hecho que le brindó la posibilidad de acceder a una vasta red de contactos que le permitió expandirse en la industria.

Se describe como mentor, asesor y cofundador de emprendimientos y actual miembro de ARCAP.

Según el entrevistado, la Argentina se encuentra aun intentando desarrollar la industria. Uno de los motivos que explican esta situación es la falta de capital: el argentino promedio decide invertir en infraestructura y no en el mercado.

En sus palabras textuales: *“Si un Argentino no está dispuesto a invertir en sus propias compañías, es mucho menos probable que un inversor externo, que no conozca el ecosistema, quiera hacerlo”*. De esta forma resalta la falta de confianza y estabilidad como otro de los problemas que es necesario resolver para brindar un contexto apropiado.

---

<sup>103</sup> Construyen nanosatélites para proveer imágenes desde el espacio de grado comercial y accesibles

<sup>104</sup> La compañía es conocida por crear una maleta de mano inteligente que se comunica a través de una aplicación y cuenta con GPS, sensores de peso, cierre digital y carga de la batería.

<sup>105</sup> Plataforma de préstamos de igual a igual, esta Start Up reúne a inversores y prestamistas, permitiendo que los primeros presten dinero a los segundos y saquen provecho de los intereses.

<sup>106</sup> Desarrolla productos y servicios que permiten a los comerciantes controlar, entender y administrar sus cobros con tarjeta crédito. Es un espacio donde cualquier comerciante, sin importar el tamaño de su negocio, puede acceder desde su teléfono, tablet o computadora y controlar si los cobros de sus ventas fueron hechos correctamente, llevar un calendario de cobros y contabilizar correctamente su crédito fiscal.

<sup>107</sup> Ver Anexo, Cuadro 4 y Cuadro 5.

<sup>108</sup> Es además Aceleradora.

En relación con las capacidades de los emprendedores argentinos, no encuentra déficits. Al contrario, afirma que el conocimiento no se encuentra atrasado sino que el problema está en que no se han fomentado hábitos a invertir en la sociedad.

A la hora de describir los beneficios de la Ley de Emprendedores resalta los incentivos fiscales para los inversores y la disminución de la burocracia como dos pilares fundamentales que son atacados para incentivar la estabilidad y promover un escenario sustentable.

A modo de cierre explica que el enemigo de cualquier sistema de financiación es la incertidumbre, ya que genera mucho riesgo y, finalmente, los negocios se hacen a la velocidad de la confianza. Hasta no lograr un ecosistema creíble y con previsibilidad para el inversor, el despegue no será factible de ser concretado. Sin embargo, reconoce que la Argentina ha desarrollado oportunidades únicas y compañías innovadoras que están a la espera de encontrar el financiamiento que más se adecue a sus necesidades

## 6. Tesis de Inversión

### 6.1 ¿Qué es un Term Sheet?

Los fondos de Capital de Riesgo ponen en práctica estructuras legales y sistemas de gobierno para captar dinero de los inversores e invertirlo en nuevos emprendimientos de alto potencial de crecimiento. Cada una de estas inversiones se rige por una vasta cantidad de contratos especialmente diseñados para alinear los intereses económicos de ambas partes y disminuir las asimetrías de información. Dentro de estos documentos se encuentra el Term Sheet, a veces llamadas Cartas de Intención o Cartas de Condiciones.

El Term Sheet es el paso previo al acuerdo de inversión e incluye una primera versión de las condiciones básicas de la transacción que, a criterio del fondo, deberían regular los derechos y obligaciones del emprendedor y el inversor.

Con la carta de condiciones se introduce una intención de invertir si se es capaz de llegar a un consenso con el emprendedor sobre el acuerdo de inversión definitivo. Sin embargo, enviar un Term Sheet a un emprendedor no obliga al fondo a poner dinero en la compañía ya que no constituye una obligación legal en sí mismo. De todas formas, sí implica un compromiso entre las partes a mantener negociaciones con dicho fin.

Todos los contenidos de la Carta de Condiciones son no-vinculantes a excepción de dos: la cláusula de confidencialidad y la de exclusividad, las cuales serán descriptas más adelante. Estas dos cuestiones sí son de obligado cumplimiento. El resto del contenido de la carta de condiciones es una base para entablar las negociaciones sobre el acuerdo de inversión final que sí será vinculante.

Dentro de los aspectos más relevantes de un Term Sheet se establecen los siguientes términos<sup>109</sup>:

- **Listado de Inversores:** las rondas de inversión frecuentemente son completadas por un conjunto de inversores que aportan distintas sumas de dinero que, en su conjunto, constituyen el monto total de la capitalización. Es de esperar que todos los inversores involucrados adhieran al mismo Term Sheet.
- **Monto y tiempo:** se establece cuál será la valuación “pre-money” (excluyendo la contabilización del capital que será aportado) acordada de la compañía y cuál es la cantidad de capital que el VC aportará a cambio de una participación en ella. En caso que el aporte de capital se realice escalonadamente conforme al avance del negocio, también se introducen los plazos aquí<sup>110</sup>.
- **Formas y términos de la inversión:** se establecen dos clases de acciones para la compañía: ordinarias y preferidas. La inversión es definida como una compra de acciones preferidas, mientras que las acciones ordinarias quedan en manos de los

---

<sup>109</sup> Se sigue en este apartado a Ortega, Sebastián (2012). “*Term Sheets en Venture Capital*”, Club de Inversores Ángeles, Diciembre de 2012, Buenos Aires, Argentina.

<sup>110</sup> Esto último previene el caso en que el emprendimiento tenga una finalización anticipada con mucho capital del inversor todavía en su caja.

emprendedores. En general los derechos de preferencia para los integrantes del Fondo de Venture Capital son:

- Preferencia en el cobro de dividendos: en caso de distribución de dividendos, el VC es quien tiene prioridad para cobrar. Hay que tener en cuenta que no es común que las empresas distribuyan dividendos
- Preferencia en eventos de liquidación: en caso que se realicen eventos que den lugar al cobro de dinero en efectivo (por ejemplo, una fusión o reorganización o liquidación por cese de actividades), el VC es quien tiene prioridad de cobro..

Esta preferencia que exige el inversor es a causa de la desigualdad profunda de intereses respecto de lo que cada uno aporta al emprendimiento. Por un lado, el emprendedor cobra un sueldo mínimo (muy por debajo del mercado) por sus tareas de management y la puesta en práctica del plan de negocios y al mismo tiempo, el inversor es quien entrega por adelantado el dinero para financiar estas actividades por las cuales no se ofrece ninguna garantía de repago y cuya decisión de cómo utilizar ese dinero debe consensuarse con un grupo de personas. Es común que el inversor exija entonces esta preferencia hasta que logre recuperar su inversión<sup>111</sup>.

- Derechos de Votación: otra de las prácticas que se suelen acordar es que el VC tiene derecho a designar al menos a un director que lo represente en el directorio de la compañía. Como en general el fondo de Venture Capital suele tener una participación inferior al 50% (la idea no es tener el control total de la compañía), corre el riesgo de no tener capacidad para defender sus intereses cuando existan desacuerdos. Para estos casos, se establece que ciertas decisiones requerirán el voto afirmativo del director del VC para poder aprobarse aun cuando hubiese una mayoría que opine lo contrario. Estos derechos son conocidos como “el poder de Veto del VC”.

Esas decisiones reservadas suelen incluir:

- La aceptación de nuevas inversiones, ya que pueden darse en condiciones beneficiosas para los emprendedores pero perjudiciales para los inversores.
- Fusiones, reducciones de capital y liquidación de la compañía.
- La incursión en endeudamiento por montos que puedan implicar la toma de obligaciones excesivamente altas para la compañía. Este derecho le permite al inversor poner límites al exceso en la toma de riesgos por parte de los emprendedores.<sup>112</sup>
- La emisión de bonos convertibles en acciones, ya que genera tanto exposición al riesgo como un eventual efecto dilutorio.
- La modificación del objeto social.

---

<sup>111</sup> Vía cobro de dividendos o algún evento de liquidación.

<sup>112</sup> Los emprendedores tienen incentivos a tomar riesgos muy altos ya que se benefician fuertemente del éxito, pero no están expuestos a pérdidas económicas por encima del costo de oportunidad que les genera el tiempo personal dedicado al proyecto. La teoría económica refiere a esta situación con el término inglés de “moral hazard”.

- La compensación de los emprendedores.
- La contratación de personas afines a los accionistas.
- Período de Lock-up: se les impide durante un tiempo a los emprendedores, que en general varía entre 12 a 24 meses, de que puedan deshacerse de su participación accionaria. De esta forma son los beneficiarios residuales de su propia toma de decisiones y sus intereses se alinean a lo de los inversores.
- Derecho de participar a pro-rata en futuras rondas de inversión: en caso de que existan nuevas rondas de inversión para la compañía que puedan además resultar atractivas para el inversor que ya tiene una participación, se le da derecho a que participe de esa nueva ronda de inversión a pro-rata de su participación actual.

Este es un mecanismo anti dilutivo ya que le permite al inversor mantener su participación accionaria cuando se produzcan nuevas rondas de inversión.

Estas situaciones se dan cuando la compañía requiere una inyección de capital que no planeaba, ya sea porque no alcanzó a autofinanciarse cuando lo esperaba o porque es un buen momento para expandirse y no contaba con esta oportunidad. Este mecanismo permite alinear los intereses de todos los accionistas frente a este tipo de decisiones.

- Derechos de First Refusal: en el caso de que los emprendedores quieran vender acciones propias, el inversor tiene el derecho a que se las ofrezcan primero a él. Sólo si el inversor rechaza la oferta, los emprendedores quedan habilitados a ofrecérsela a otras personas. Por lo general, se pacta también, que la oferta a otras personas no sea en condiciones más beneficiosas que las ofrecidas inicialmente a los inversores.

Esto le permite al inversor conocer las intenciones de los emprendedores de vender su participación y por otro lado tener el derecho a adquirirlas para evitar que un tercero lo haga para aumentar su participación accionaria.

- Derecho de Tag Along: en el caso de que los accionistas mayoritarios hayan decidido vender sus acciones y que luego de pasar por el derecho de First Refusal los inversores hayan rechazado la propuesta, existe la posibilidad de que esa participación accionaria sea ofrecida a un tercero.

Los inversores pueden también querer formar parte del trato, ya sea porque la venta genera buenas ganancias o porque no quieren seguir manteniendo una posición donde los accionistas mayoritarios deciden dejar de participar. En ese caso, este derecho de Tag Along permite que los inversores puedan vender sus acciones al mismo tiempo que los emprendedores. Se busca de esta forma proteger a los accionistas minoritarios en este tipo de situaciones desventajosas, dejándolos beneficiarse de las mismas condiciones y precios negociados por los mayoritarios.

- Derecho de Drag Along: suponiendo que exista un interesado que quiere comprar el 100% de la compañía y ofrece condiciones excepcionales y los accionistas mayoritarios estén de acuerdo, se obliga a través de este derecho a los accionistas minoritarios a sumarse a la venta acordada por ellos. El espíritu es proteger a los accionistas mayoritarios de un posible bloqueo, por parte de los minoritarios, de la venta total de la compañía.
- Derechos de Información: los integrantes del Fondo de VC tienen derecho a recibir información periódica de la compañía, incluyendo estados financieros y presupuestos. Además, tienen derecho a inspeccionar las cuentas financieras de la compañía cuando lo requieran. Esto tiene por objetivo reducir la existencia de asimetría de información por parte de los emprendedores.
- Acuerdos de No Competencia y No Divulgación: son fundamentales para el sano desarrollo de la relación entre el emprendedor, el fondo y los inversores. A través de ellos se acuerda que ni los socios ni los empleados pueden proveer información confidencial y crítica a terceros que no formen parte de la compañía.

Por otro lado, a través del acuerdo de No Competencia se le impide a cualquier integrante del grupo de emprendedores que participe de un negocio similar mientras está involucrado en el actual. En general el período por el que se lo obstaculiza está vigente hasta dos años después de ya no formar parte del emprendimiento.

- Planes de stock-options para los empleados: la utilización de este mecanismo es otra de las herramientas que se estipulan en los Term Sheets con el objetivo de lograr la alineación de los incentivos entre los accionistas y los empleados. A través de un contrato se les permite comprar acciones a un precio determinado para hacerse acreedores solamente de la diferencia entre el precio del contrato de opción y el valor corriente de las acciones al momento de ejercitar la opción.
- Acuerdo de Exclusividad en la Negociación: se acuerda que durante el período en el cual se desarrolla la redacción del Term Sheet y mientras se realiza la auditoría legal y contable (Due Dilligance), se mantendrá la exclusividad en la negociación.

En suma, la puesta en práctica de todas estas cláusulas al momento de la negociación ayuda al inversionista y al fondo a discernir si el emprendedor confía en sus propias habilidades, si conoce y si está fuertemente comprometido con su proyecto. Aquel que no lo esté, es probable que no esté dispuesto a aceptar los términos y condiciones estipulados.

El Term Sheet ayuda a delinear la relación que tendrán en el futuro los agentes que componen el proyecto y a su vez trata de mitigar problemas relacionados a asimetría de información, control de la propiedad, toma de decisiones colectivas y derechos y obligaciones de las partes, entre otros.

Por este motivo, una buena redacción de este documento ayudará a hacer más amena las tareas legales y contables futuras ya que dejará estipuladas de antemano muchas de las cuestiones que deberán ser revisadas a la hora de establecer el contrato definitivo.

## **6.2 Identificación de la operación y de las partes**

A modo de simulación se tomará el papel de un Fondo de Venture Capital que confecciona un Term Sheet de una cartera de inversiones en distintas industrias de la Argentina. El objetivo final es que este Term Sheet sea lo suficientemente atractivo, a través de una correcta selección de industrias y una eficiente estipulación de cláusulas, para que los inversores tengan interés en desembarcar sus capitales en el fondo.

Las partes que conforman el acuerdo serán: los emprendedores de las compañías de cada una de las industrias elegidas, el fondo de Capital de Riesgo y los inversores.

La operación será estipular las condiciones bajo las cuales interactuarán las partes antes nombradas. El éxito radicará en lograr plasmar correctamente en el documento aquellos términos acordados en las negociaciones.

## **6.3 Propósito y descripción de la inversión**

“Venture Capital AG”<sup>113</sup> es un fondo de Capital de Riesgo que une a un solvente equipo conformado por profesionales de alto nivel y expertise en el rubro. Nace con el objetivo de brindar valor tanto a los inversores como a aquellas industrias en las que invierta, a su vez busca ofrecer acceso a los mejores gestores de Capital de Riesgo en la Argentina.

A través de Venture Capital AG se invierte principalmente en aquellas industrias especializadas en el ámbito tecnológico, incluyendo software, comercio electrónico o tecnología móvil, entre otros negocios que presenten solidez y perspectivas de creciente rentabilidad.

Actualmente cuenta con un capital invertido de ARS \$ 100 millones, aportado en parte por entidades gubernamentales en empresas que fueron seleccionadas en etapas nacientes y poseían destacados equipos directivos, modelos de negocios altamente escalables y una fuerte tracción comercial.

El equipo de Venture Capital AG, desde la inversión hasta la salida, son socios altamente comprometidos, aprovechan toda la fuerza de su experiencia para ofrecer el máximo valor agregado a cada una de las compañías de la cartera. Su participación asume muchas formas, desde el apoyo a las fusiones y adquisiciones hasta el apoyo y asesoramiento para la alta dirección.

---

<sup>113</sup> A quien a partir de ahora se denominará como el Fondo de Venture Capital.

Venture Capital AG es una empresa argentina que invierte en industrias argentinas. Son optimistas acerca del país, su creciente competitividad internacional y las perspectivas positivas en el desarrollo de esta industria. Al mismo tiempo son conscientes de que la combinación de la experiencia local y el know-how global es un activo estratégico clave y es por ello que cuentan con un equipo multicultural, una red de contactos internacional, y una perspectiva global.

Argentina tiene una economía grande y en crecimiento que está experimentando una modernización sustancial. Los acontecimientos ocurridos en los últimos años, como el cambio de gobierno, la apertura de la economía y la Ley de Emprendedores, entre otros, han sido críticos como primeros pasos para consolidar los pilares de un crecimiento sostenible de la economía. Se espera que la mayor competitividad y la perspectiva de aprobar reformas económicas generen un atractivo crecimiento del PBI.

El ecosistema argentino está evolucionando, facilitando el éxito de los nuevos emprendedores. El gobierno es cada vez más consciente de que las Start Ups son vitales para el fomento de una economía de la información y de una creciente variedad de puestos de trabajo.

Habiendo expuesto los motivos por los cuales resulta rentable este tipo de instrumentos en el país, Venture Capital Found inicia una nueva ronda de financiamiento. El tamaño final de este fondo especializado en Venture Capital es de **ARS \$ 10 millones**. La inversión será destinada a una cartera diversificada de industrias argentinas.

La cartera se conforma con las siguientes participaciones por industria:

El 35% del capital que recaude el fondo estará destinado al sector de **E-Commerce**. Según la Cámara Argentina de Comercio Electrónico (CACE) la facturación de este sector durante el 2016 fue de ARS \$ 102.700 millones, lo que representa un **crecimiento del 51%** respecto del año anterior. Los rubros que más subieron fueron: artículos para el hogar (124%), cosmética (104%) y accesorios para vehículos (98%). Argentina es uno de los países más desarrollados de Latinoamérica en términos de E-commerce y las perspectivas de este sector son positivas. El informe elaborado por la CACE revela que el E-commerce cada vez tiene mayor penetración en la población ya que el 90% de los argentinos con acceso a internet ya compraron de manera online al menos una vez.

El 25% del capital que recaude el fondo estará destinado al sector de **Internet de las Cosas (IOT)**. Este sector incluye aquellos objetos conectados a través de la red que utilizan esa conexión para recabar información y, más tarde, desarrollar una acción. En Argentina aún es un mercado relativamente incipiente pero con mucha potencialidad de crecimiento en los próximos años. Según el estudio Carrier y Asociados <sup>114</sup> el IOT **creció en 2016 en Argentina un 50% respecto del año anterior**.

---

<sup>114</sup> Carrier y Asoc. es un estudio profesional dedicado a la información y análisis de mercado con el foco puesto en el consumo y uso de productos y servicios vinculados a Internet, las telecomunicaciones, la informática y los medios digitales.

A nivel mundial, la revista Business Insider<sup>115</sup> calcula que, para 2020, se triplicará la cantidad de objetos conectados a Internet hasta llegar a los 24 mil millones, sumado a los 10 mil millones que habrá en los dispositivos ya establecidos. La inversión se estima que demandará ronda los 6 trillones de dólares.<sup>116</sup>

No hay duda de que en la próxima década el mundo físico será digitalizado, lo que abrirá mercados enormes, al igual que la revolución inteligente, y creemos que desde Venture Capital Fund se puede abordar este segmento.

El 25% del capital que recaude el fondo estará destinado a **Biología**, particularmente a aquellos emprendimientos dedicados a la nano biotecnología, a los procesos biotecnológicos y a la bioinformática. Argentina presenta numerosas ventajas comparativas por sus recursos naturales, humanos y científicos. Según el Ministerio de Ciencia y Tecnología (MINCYT)<sup>117</sup> las ventas totales de las empresas argentinas de biotecnología alcanzaron en el año 2014 los ARS \$121.000 millones.

El 15% del fondo se destinará a la inversión en el sector de **Energías Renovables**. El lugar destacado que Argentina ha alcanzado en la exportación de biocombustibles a nivel mundial, marca un rumbo en la producción sustentable de nuevas energías partiendo de insumos básicos con diferentes procesos biotecnológicos en los que Argentina tiene una amplia oferta exportable.

Adicionalmente, uno de los principales desafíos para el futuro es el reemplazo de las fuentes no renovables de energía. Los biocombustibles garantizan la producción de energía a partir de fuentes renovables, permitiendo, de esta manera un desarrollo económico y social sustentable a largo plazo.

El mercado solar global se duplica aproximadamente cada dos años, el costo de la energía solar ha caído más del 70% en los últimos cinco años y las nuevas tecnologías prometen seguir alimentando esa tendencia. El potencial de crecimiento y la aún no explorada penetración en el mercado le otorgan un atractivo extra al sector.

La tecnología está cambiando el mundo y existen grandes oportunidades de mercado aún sin ser explotadas. El poder anticipar las próximas olas de disrupción y sincronizar el tiempo apropiado de entrada, es fundamental para el éxito del Fondo. A modo de resumen, la cartera queda conformada con los siguientes porcentajes:

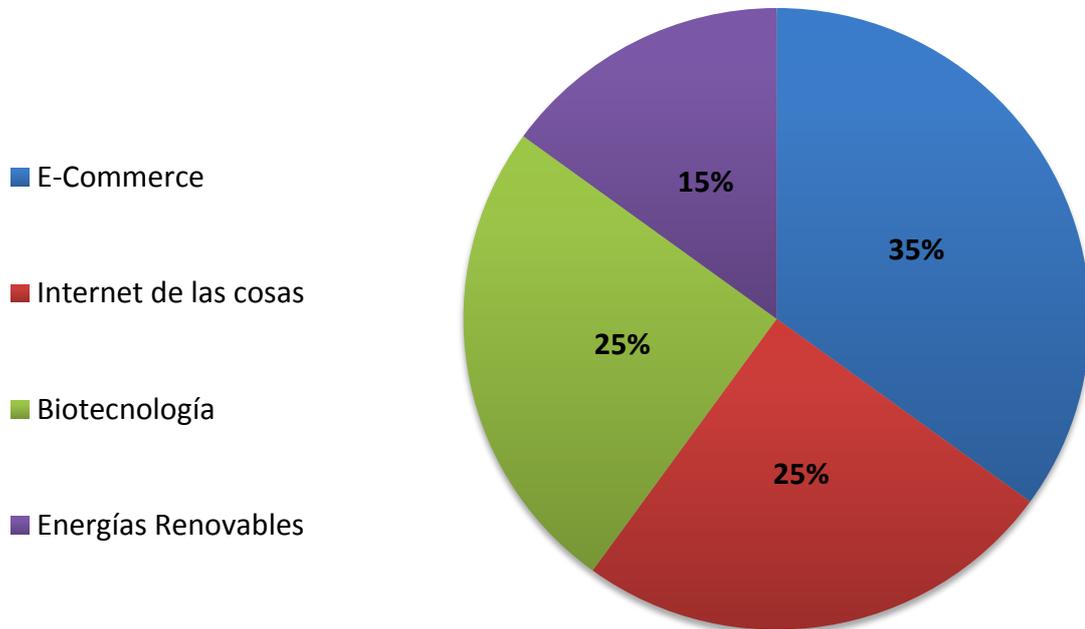
---

<sup>115</sup> <http://www.businessinsider.com/>

<sup>116</sup> Ver Anexo, Gráfico 3 y 4.

<sup>117</sup> <http://www.mincyt.gob.ar/>

Gráfico 18: Composición del fondo por sector



#### 6.4 Simulación del fondo

En este apartado nos centraremos en estipular las condiciones del Term Sheet que guiarán esta negociación. Para este ejercicio suponemos lo siguiente:

- El valor de las acciones preferidas es similar para todas las empresas de todas las industrias en las que se ha decidido invertir. Es decir, trabajaremos como si fuera una única compañía para realizar los cálculos.
- Se considera a “**Las Compañías**” como el conjunto de industrias en las que el fondo decidió depositar los capitales de los inversores.
- El monto total recaudado asciende al total propuesto por el fondo: ARS \$ 10 millones.
- Suponemos que se encuentran en una primera ronda de financiamiento
- Asumimos la existencia de 4 inversores con perfiles similares:
  - Experimentados en la industria, invierten generalmente en compañías con capacidad de proyectar (correctamente sustentado) una buena generación de retornos.

- Una de las principales características que poseen es que nunca suelen invertir todo el capital en una única ronda<sup>118</sup>, sino que reservan una parte para hacer inversiones sucesivas en rondas posteriores, garantizando de esta forma que los emprendedores no se queden sin financiamiento en caso de que lo requieran.
  - Suelen exigir un lugar en el Directorio de la compañía para poder influir o desestimar decisiones que no sirvan para maximizar el valor de la empresa.
  - Son particularmente poco adversos al riesgo, sin embargo, dedican tiempo en elaborar detalladamente los acuerdos de convivencia con el emprendedor y socios fundadores para mitigar los riesgos inherentes a la misma industria.
- En relación al Exit, el Fondo busca asegurarle al inversor, a través de una cartera lo suficientemente diversificada y considerando industrias que particularmente han tenido records históricos en Ofertas Públicas, que por lo menos el 40% de las compañías lleguen a listarse en el Mercado de Capitales en un período de entre 7 a 9 años. El 60% de la inversión restante encontrará la forma de hacerse líquida a través de la venta estratégica.

---

<sup>118</sup> Suponemos que tienen expertise en la industria y saben de las futuras necesidades de capital que puedan surgir.

**TERM SHEET**  
**VENTURE CAPITAL FOUNDS & LAS COMPAÑÍAS**  
 1 DE JUNIO DE 2017

Este Term Sheet resume los principales términos de la Financiación a través de Acciones Preferidas Clase A de Las Compañías. En consideración del tiempo y el gasto dedicado y a ser dedicado por los inversores con respecto a esta inversión, **las cláusulas de Confidencialidad y No Competencia de este folleto serán obligaciones vinculantes de Las Compañías**, independientemente de que se haya consumado o no la financiación. No se crearán otras obligaciones jurídicamente vinculantes hasta que los acuerdos definitivos sean celebrados y firmados por todas las partes. Este Term Sheet no es un compromiso de invertir, y está condicionado a la realización del debido Due Diligence, la correspondiente revisión legal y la correcta presentación de la documentación que sea satisfactoria para todos los inversionistas. Este Term Sheet se registrará e interpretará por las leyes de la República Argentina.

**CONDICIONES DE LA OFERTA**

<b>Fecha de cierre</b>	Tan pronto como sea posible después de la aceptación del Term Sheet y la aprobación de las condiciones por parte de Las Compañías.
<b>Inversores<sup>119</sup></b>	<p>Inversor N° 1: 2.500.000 acciones (10%)*, ARS \$ 2.500.000</p> <p>Inversor N° 2: 2.500.000 acciones (10%)*, ARS \$ 2.500.000</p> <p>Inversor N° 3: 2.500.000 acciones (10%)*, ARS\$ 2.500.000</p> <p>Inversor N° 4: 2.500.000 acciones (10%)*, ARS \$ 2.500.000</p> <p>*Participación como % en Las Compañías.</p>
<b>Cantidad recaudada</b>	El fondo se propuso recaudar ARS \$10.000.000
<b>Precio por acción</b>	ARS \$ 1 por acción estableciendo así el <b>Precio de Compra Original</b> basado en la capitalización de Las Compañías que se establece a continuación.
<b>Valoración Pre-Money</b>	El Precio de Compra Original se basa en una valoración Pre Money totalmente diluida de ARS \$ 15.000.000 y una Post Money de ARS \$ 25.000.000
<b>Capitalización</b>	La estructura de Las Compañías antes y después del Cierre se establece en el Anexo – Cuadro 2

<sup>119</sup> Ver Anexo, Cuadro 3.

<b>Dividendos</b>	Las Acciones Preferidas Clase A pagarán dividendos en base a cuando las acciones ordinarias también lo hagan.
<b>Preferencia de Liquidación</b>	<p>En caso de liquidación o disolución de Las Compañías, se pagará de la siguiente manera:</p> <p>En un único pago se abonará el precio de compra original más dividendos acumulados, además de los dividendos declarados e impagos sobre cada Acción Preferida Clase A. En el caso de que exista, el saldo se distribuirá proporcionalmente a los tenedores de Acciones Ordinarias.</p> <p>Una fusión o consolidación, una venta, alquiler, transferencia, licencia exclusiva u otra disposición de todos o sustancialmente todos los activos de La Sociedades será tratada como un evento de liquidación desencadenando de ese modo el derecho de pago de las preferencias de liquidación descritas anteriormente, a menos que los titulares de las Acciones Preferidas Clase A decidan otra cosa.</p>
<b>Derecho al voto</b>	Las Acciones Preferidas Clase A votarán conjuntamente con las acciones ordinarias en una base convertida y no como una clase separada. Los tenedores de acciones preferidas tendrán derecho a elegir 1 (uno) miembros de la Junta Directiva de Las Compañías.
<b>Disposiciones de protección</b>	<p>Las Compañías no podrán, sin el consentimiento por escrito de los tenedores de al menos 50% de las Acciones Preferidas de Las compañías, ya sea directamente o por enmienda, fusión, consolidación o de otra manera, decidir acerca de:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. La liquidación, disolución, efectuar cualquier fusión o consolidación o cualquier otro evento de liquidación reenumerado.</li><li>2. Modificar, alterar o derogar cualquier disposición de los Estatutos.</li><li>3. Crear o autorizar la creación o emisión de cualquier otro título convertible o ejercitable con derechos, preferencias o privilegios superiores a, o en paridad con las acciones preferidas.</li><li>4. Aumentar el número autorizado de acciones preferidas.</li><li>5. Comprar o canjear o pagar cualquier dividendo sobre cualquier capital social antes de hacerlo a los tenedores de acciones preferidas.</li></ol>

6. Crear o autorizar la creación de un título de deuda, en el caso de que el endeudamiento agregado de Las Compañías excedan más del 50% de su Patrimonio Neto.

7. Aumentar o disminuir el tamaño del Consejo de Administración.

### **Conversión opcional**

Las Acciones Preferidas convierten inicialmente 1 a 1 a acciones ordinarias en cualquier momento a opción del tenedor, sujeto a ajustes por pago de dividendos, splits, combinaciones y eventos similares, y como se describe más adelante bajo las "Disposiciones Anti-dilución".

### **Disposiciones anti-dilución**

En caso de que Las Compañías emitan títulos adicionales a un precio de compra inferior al precio actual de conversión de las Acciones Preferidas Clase A se pondrá en práctica el mecanismo de **Full Ratchet** a través del cual el precio de conversión se reducirá al precio al que se emiten las nuevas acciones.

Las siguientes emisiones no darán lugar al ajuste a través del mecanismo de anti dilución:

1. Acciones ordinarias que se emiten con un desdoblamiento de acciones, dividendos en acciones o cualquier subdivisión de acciones ordinarias

2. Acciones ordinarias (u opciones de compra de acciones ordinarias) emitidas o emitibles a empleados, directores o consultores de Las Compañías conforme a cualquier plan aprobado por el Directorio de ellas.

### **Conversión obligatoria**

Cada Acción Preferida se convertirá automáticamente en Acciones Ordinarias al tipo de conversión entonces aplicable en el caso de que se cierre una oferta pública firmada con un precio de **10 veces el Precio de Compra Original**<sup>120</sup> (sujeto a ajustes por dividendos de acciones, splits, combinaciones y eventos similares).

### **Pay to Play**

A menos que los titulares del 50% de las Acciones Preferidas Clase A elijan otra cosa, si cualquier tenedor de Acciones Preferidas Clase A no participa de las siguientes rondas de financiamiento (en el caso que existan) de manera prorrateada (es decir, de acuerdo con su participación total inmediatamente anterior a dicha financiación) verá su inversión en Acciones Preferidas Clase A convertidas en

<sup>120</sup> Se asegura de esta forma que el inversionista logre un retorno significativo antes de la salida al mercado público de Las Compañías.

Acciones Ordinarias de la Sociedad.

Si dicho tenedor participa en la próxima ronda pero no con la totalidad de su participación proporcional, entonces sólo un porcentaje de sus Acciones Preferidas Clase A se convertirá en Acciones Ordinarias. Tal porcentaje será igual al porcentaje que no contribuyó.

#### **Derechos de Reembolso<sup>121</sup>**

Aquellos tenedores de Acciones Preferidas Clase A tendrán la opción de reembolsar al menos 50% de sus tenencias en cualquier momento después de 6 meses de ejecutado el acuerdo a un precio igual al precio de compra original, más todos los dividendos devengados pero no pagados. La redención tendrá lugar en tres porciones anuales iguales.

### **ACUERDO DE COMPRA DE ACCIONES<sup>122</sup>**

#### **Representaciones Garantías**

y Ambas partes se comprometerán a ofrecer representación y garantías en base a la función que cumplen dentro del acuerdo. Las Compañías otorgarán registros de propiedad, licencias, permisos y prácticas de privacidad de datos que certifiquen la correcta realización de su negocio. A su vez los inversionistas acreditarán tener la autoridad para invertir en Las Compañías.

#### **Condiciones para el cierre**

Las condiciones mínimas para el cierre del acuerdo incluirán, entre otras cosas, el cumplimiento satisfactorio por parte de Las Compañías del Due Diligance financiero y legal, la correcta calificación de las acciones y el asesoramiento de un abogado de Las Compañías que establezca los derechos y preferencias de las Acciones Preferidas Clase A que se entregarán a los inversionistas.

#### **Asesoría y gastos**

Las Compañías se comprometen a pagar todos los costos legales y administrativos de la financiación incluyendo honorarios razonables (que no excedan el 5% del valor de la

<sup>121</sup> En la práctica en general estos derechos rara vez se ejercitan. Funcionan como un put para el inversor.

Existen también los **Derechos de Reembolso por Cambios Adversos**, donde si Las Compañías experimentan un cambio adverso sustancial en sus perspectivas de negocio o posición financiera, los tenedores de las Acciones Preferidas Clase A tendrán la opción de comprometer a la Compañía a rescatar inmediatamente sus tenencias. Dicho reembolso será a un precio de compra igual al Precio de Compra Original más los dividendos declarados y no pagados. Esta cláusula es más beneficiosa para los emprendedores pero es muy vaga a la hora de describir las situaciones de cambio adverso. Es por este motivo que no es recomendada.

<sup>122</sup> Conocido como Stock Purchase Agreement.

transacción) a menos que la transacción no se complete porque los inversores retiran su compromiso sin causa.

## ACUERDO DE DERECHOS DE LOS INVERSIONISTAS

### **Derechos de Registro**

Entre tres a cinco años después del cierre de la transacción o 6 meses después de iniciada la Oferta Pública, si los inversionistas tienen más del 50% de las Acciones Preferidas Clase A en circulación, incluyendo Acciones Ordinarias emitidas en la conversión original, tienen el derecho de solicitar a Las Compañías a que presenten una Declaración de Registro de estas. Las compañías harán todo lo posible para que tales acciones sean registradas. Sin embargo Las Compañías tendrán el derecho de retrasar dicho registro bajo ciertas circunstancias por un período no mayor de noventa (90) días.

### **Derechos de Registro Piggyback<sup>123</sup>**

Aquellos tenedores de Títulos Registrables tendrán derecho de registro "piggyback" a partir de que el registro es iniciado por la empresa.

### **Gastos**

Los gastos de inscripción (excluyendo los impuestos sobre transferencias de acciones, los descuentos y las comisiones de suscripción) estarán a cargo de Las Compañías y también pagarán los honorarios y gastos razonables (que no excederán el 5% del valor total de la transacción) de un abogado especial para representar a todos los accionistas participantes.

### **Período de Lock Up**

Los inversores se pondrán de acuerdo con la suscriptora a no vender o transferir sus tenencias de acciones de Las Compañías por un período de hasta 180 días después de la Oferta Pública Inicial. Dicho acuerdo de bloqueo establecerá que cualquier renuncia discrecional se aplicará a los Inversionistas, a prorrata, en función del número de acciones que posea.

### **Derechos de gestión e información**

Los inversionistas tendrán acceso a las instalaciones y al personal de Las Compañías durante el horario comercial normal y con una notificación anticipada razonable. La

---

<sup>123</sup> A diferencia de los derechos de registro, los derechos de piggyback no dan derecho a los inversores a exigir a una empresa que realice una oferta pública, sino simplemente permitirles incluir acciones en un registro que es iniciado por la empresa.

Compañía entregará a dicho inversor:

1. Estados financieros anuales, trimestrales y mensuales y aquella información que determine la Junta Directiva
2. Treinta días antes del final de cada año fiscal, un presupuesto operativo integral de previsión de ingresos y gastos de Las Compañías.
3. Inmediatamente después del final de cada trimestre, una tabla de capitalización actualizada

**Derecho a Participar Pro Rata en Rondas Futuras**

Todos los Inversionistas tendrán el derecho, basado en su porcentaje de participación en Las Compañías, a participar en futuras rondas de financiamiento. En el caso de que un Inversor opte por no comprar su participación proporcional completa, los demás inversores tendrán derecho a adquirir las acciones prorrateadas restantes.

**Asuntos que requieren la aprobación del Director Inversor**

Mientras los tenedores de las Acciones Preferidas Clase A tengan derecho a elegir a un miembro de la Junta Directiva, la Sociedad no aprobará sin su voto positivo:

1. Hacer cualquier préstamo o adelantar o poseer acciones u otros valores de cualquier subsidiaria u otra corporación, sociedad o cualquier otra entidad a menos que sea propiedad total de Las Compañías.
2. Hacer cualquier préstamo o adelanto a cualquier persona, incluyendo cualquier empleado o director, excepto anticipos y gastos similares del curso ordinario de los negocios o bajo los términos de un plan pre aprobado.
3. Cualquier endeudamiento, con excepción de las cuentas comerciales de Las Compañías.
4. Realizar inversiones inconsistentes con los planes de inversión aprobados.
5. Incurrir en un endeudamiento agregado de más del 20% del Patrimonio Neto de Las Compañías que no esté ya incluido en el presupuesto y previamente aprobado por la Junta Directiva.
6. Contratar, despedir, o cambiar la compensación de los

ejecutivos.

7. Cambiar el negocio principal de Las Compañías, entrar en nuevas líneas de negocio, o salir de la línea de negocio actual.

8. Entrar en cualquier relación estratégica corporativa que implique la contribución de pagos por parte de Las Compañías de montos superiores al 10% de los ingresos mensuales.

**Acuerdo de No Competencia**

Cada fundador y empleado clave firmarán un acuerdo de No Competencia de un año.

**Acuerdo de No Divulgación**

Cada fundador, empleado y consultor actual firmará un contrato de No Divulgación y de Derechos de Propiedad.

**Opciones de acciones para empleados**

A partir del ingreso de los inversionistas, todas las opciones de los empleados se otorgarán de la siguiente manera: 25% después de un año, con el derecho de adquisición restante mensualmente durante los próximos 36 meses.

**Seguro de persona clave**

Los inversores tienen el derecho de exigir a Las Compañías adquirir un seguro de vida para los socios fundadores a cargo de las mismas Compañías.

**First Refusal**

En el caso de que los emprendedores quieran vender acciones propias, bajo este derecho se les otorga a los inversores la oportunidad de que primero se las ofrezcan a ellos. Sólo si los inversores rechazarán la oferta, los emprendedores quedan habilitados a ofrecérsela a otras.

**Drag Along**

Los tenedores de Acciones Preferidas, los fundadores y aquellos tenedores futuros con más del 1% de las acciones ordinarias deberán firmar un acuerdo que disponga que dichos accionistas votarán a favor de un supuesto evento de liquidación reenumerado.

**ACLARACIONES EXTRA**

**Derecho de Venta:**

Las Compañías deberán notificar por escrito en el caso de que se inicie un proceso destinado de resultar en una venta.

**Acuerdo de Confidencialidad**

Las Compañías se comprometen a trabajar de buena fe hasta el cierre del acuerdo. Las Compañías no revelarán los términos de las negociaciones presentes a cualquier persona

que no sea participe del acto como tal. En el caso de que la Compañía incumpla esta obligación pagarán a los Inversionistas un monto similar al 10% del Valor Post Money de la Cartera en concepto de daños y perjuicios.

**Vencimiento del Term Sheet**

Esta propuesta vence el día 01 de Julio de 2017 si no es aceptada por Las Compañías antes de esa fecha.

---

---

---

---

Con el fin de consolidar la propuesta de inversión, se anexa la presentación correspondiente del fondo Venture Capital AG.<sup>124</sup>

---

<sup>124</sup> Ver Anexo, Presentación Venture Capital AG

Transcurridos 7 años, el fondo decide realizar una nueva ronda de financiamiento para promover aún más el crecimiento del grupo de compañías seleccionadas, en las industrias en las que operan. Esta nueva ronda se realizará a través de la emisión de acciones preferidas. Para determinar su precio, se propone valuar las compañías a través del método DCF.

Se desestima la utilización del método por comparables debido a la dificultad para encontrar transacciones de M&A de firmas similares a las que actualmente posee la cartera. Fueron precisamente sus características de innovación y de originalidad las que hicieron que se destaquen de las demás, a la hora de elegir las para nuestro portafolio.

Suponemos a su vez que al séptimo año las compañías ya son capaces de generar cash flow positivos, y que adicionalmente han logrado desarrollar un modelo de negocio sólido y probado, que puede ser escalado con una nueva inyección de capital.

La proyección de los flujos futuros y de sus capacidades para generar valor estarán positivamente influenciadas por el rumbo que están tomando las políticas implementadas por el nuevo gobierno, su impacto general en la economía, y en la matriz productiva del país. La salida del cepo cambiario y el acuerdo con los Hold-Outs son ejemplos concretos que auguran un nuevo sendero de crecimiento auspicioso y sostenible para la Argentina.

Asumimos un proceso de baja de inflación ya consolidado, cuentas fiscales convergiendo hacia el equilibrio, reformas estructurales que den impulso al sector privado (como ser las necesarias reformas impositiva y previsional pendientes), que den un marco adecuado, con estabilidad macroeconómica y seguridad jurídica. Todo ello resultará finalmente en un escenario óptimo para que las compañías puedan enfrentar una nueva ronda de financiamiento con éxito, que potencie su desarrollo hacia adelante.

## 7. Resultados y Consideraciones

A lo largo del trabajo se recorrió la historia de la industria del Capital de Riesgo, desde sus comienzos en los Estados Unidos hasta la actualidad (2017) en la Argentina. Teniendo en cuenta todo ese recorrido, se reafirma la hipótesis de la necesidad de encauzar el surgimiento de esta industria para participar en la revolución industrial en curso, construyendo así la economía del siglo XXI.

No hay duda de que la Argentina tiene un amplio potencial, que lo demuestra teniendo la mayor cantidad de Compañías Unicornio del continente<sup>125</sup>. Para el despegue definitivo es necesaria una acción consistente y deliberada para que los jugadores puedan hacer de la innovación emprendedora, el motor principal de una creciente economía creativa. Para este objetivo podemos discernir 4 ramas fundamentales.

A partir de la opinión de los profesionales que se han entrevistado, la primera rama se enmarca en la inmediata necesidad de suplir la falta de financiamiento. El financiamiento local en etapas tempranas es particularmente crítico. Es necesario más capital inteligente para permitirles a los emprendedores perseguir con éxito sus proyectos.

Otra de las ramas se refiere a la actividad del gobierno. El cambio de autoridades impulsó el ecosistema de los inversores, sin embargo aún es necesario terminar de remover los obstáculos legales y fiscales que aún existen, permitiendo un crowdfunding equitativo. Como también nos han transmitido los profesionales entrevistados, es fundamental que el gobierno ofrezca previsibilidad a los inversores, no sólo relacionada con la estabilidad macroeconómica sino también con su capacidad de cumplir con los compromisos establecidos.

La falta de confianza es crítica, desincentiva a los inversores e incrementa sus exigencias a la hora de evaluar un posible acuerdo. Las predicciones acerca de lo que va a ocurrir en las próximas elecciones<sup>126</sup> son multivariadas, los medios de comunicación fomentan aún más las rivalidades y muchos profesionales opinan que las decisiones de política serán disimiles, dependiendo de quién resulte victorioso en el escrutinio. En estas circunstancias, es elemental ofrecer estrategias de salida claras para que los Venture Capitalists puedan hacer líquidas sus inversiones en el caso de que así lo requieran.

Una tercera rama está relacionada al fomento de una cultura que celebre la toma de riesgos y encare el fracaso como una oportunidad de crecer y aprender. La falta de desarrollo de una cultura financiera es un punto crucial a la hora de comparar el país contra otras regiones del mundo. Es muy importante crear programas y actuar en conjunto con Universidades, Incubadoras e Instituciones de Conocimiento para crear espacios y diseñar nuevos senderos de innovación tecnológica.

Finalmente, las oportunidades también se encuentran fortaleciendo la relación entre las compañías innovadoras, las grandes empresas, el Estado Nacional y el

---

<sup>125</sup> Ver Anexo, Cuadro 5.

<sup>126</sup> A realizarse el 22 de octubre: Elecciones legislativas para elegir diputados y senadores del Congreso de la Nación Argentina.

mercado. Estableciendo planes coordinados de desarrollo a largo plazo, rompiendo los conflictos de intereses, reteniendo y atrayendo a los mejores emprendedores y fundamentalmente eliminando las asimetrías de información, se pueden crear negocios exitosos.

Vivimos en una época de acelerado progreso tecnológico, por lo que resulta necesario dejar atrás la ilusión de que los recursos naturales son el único motor que puede propulsar al país. Adecuarse a este contexto toma tiempo y no hay dudas de que el ecosistema necesita madurar. Es por eso que los esfuerzos en esa dirección deben ser sostenidos, con políticas firmes y capaces de perdurar en el tiempo.

Las perspectivas son positivas, el gobierno está tomando conciencia de que las compañías innovadoras son la llave para construir una economía dinámica y para lograr ser más agresivos en la búsqueda de nuevas estrategias para el desarrollo. Los profesionales consultados afirman que el contexto actual presenta todas las oportunidades y características para configurar un despegue definitivo.

La selección de las industrias que conforman la cartera del Fondo de Capital de Riesgo demuestra que existen áreas con gran potencial de crecimiento que aún no han sido exploradas. Las deficiencias que hoy se presentan son, de alguna manera u otra, corregidas a través de la correcta redacción de los acuerdos legales.

Las cláusulas económicas que se incluyen, es decir aquellas relacionadas al pago de dividendos, las preferencias de liquidación, las cláusulas antidilutivas, de arrastre y acompañamiento, entre otras, regulan las atribuciones económicas de cada una de las partes. Su principal objetivo es proteger la inversión financiera del Venture Capitalist y asegurarle en la medida de lo posible un retorno.

Las cláusulas políticas, es decir aquellas relacionadas a los derechos de votación, composición del Directorio, derechos de información, venta y confidencialidad, entre otros, tienen por objeto regular el gobierno corporativo de la sociedad, protegiendo los intereses del socio minoritario que en la mayoría de las ocasiones son los inversores. Más allá de llamarse “políticas” tienen gran repercusión económica.

En conclusión, son estas compañías las que suministran uno de los vehículos fundamentales para insertarse en la economía mundial globalizada abriendo a su vez la posibilidad de una profunda transformación cultural y social.

## 8. Bibliografía

- CAIA (2012). “*Level II: Advanced Core Topics in Alternative Investments*” 2nd Edition. Amherst, MA USA.
- Pereyra, Ariel (2002). “*Hacer Venture Capital en la Argentina: Una visión a largo plazo*”, Departamento de Investigación, Universidad de Belgrano. Buenos Aires, Argentina.
- UCA (2011). “*Desarrollo del mercado de capital de riesgo (o capital emprendedor) y otras alternativas de financiamiento para las Pymes a través del mercado de capitales*”, Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Católica Argentina para la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Buenos Aires, Argentina.
- Ferreira, Mariana (2008). “*Políticas públicas para el desarrollo del capital de Riesgo en Argentina*”, Fundación Empresa Global, Banco Interamericano de desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones miembro del grupo BID.
- Jeng, Leslie A. & Wells, Philippe C. (1998). “*The determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries*”, Harvard Business School.
- Ernest & Young (2015). “*Back to reality. EY Global Venture Capital trends 2015*”, Worldwide Strategic Growth Markets Network, USA.
- Small Business Administration (2014). “*Policy Directive*”, Office of Investment and Innovation, NY, USA.
- Price Waterhouse Coopers & CB Insights (2017). “*MoneyTree™ Report Q1 2017*”, 7 de Abril de 2017, USA.
- Ricardo Chelen y Gerardo Gutiérrez Bello (2014). “*Capital de Riesgo para el Desarrollo de Empresas Innovadoras*” Preparado para el Foro Consultivo Científico y Tecnológico; DF, México.
- Ferran, Lemus (2016). “*El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico*”, Documento de Trabajo N° 23, Observatorio de Divulgación Financiera, Septiembre 2016.
- Comisión Europea (2012). “*Evaluation of EU Member State Business Angel Markets and Policies*” Report of the Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors.
- OECD, (2016) “*Entrepreneurship at a Glance 2016*”, OECD Publishing, Paris.

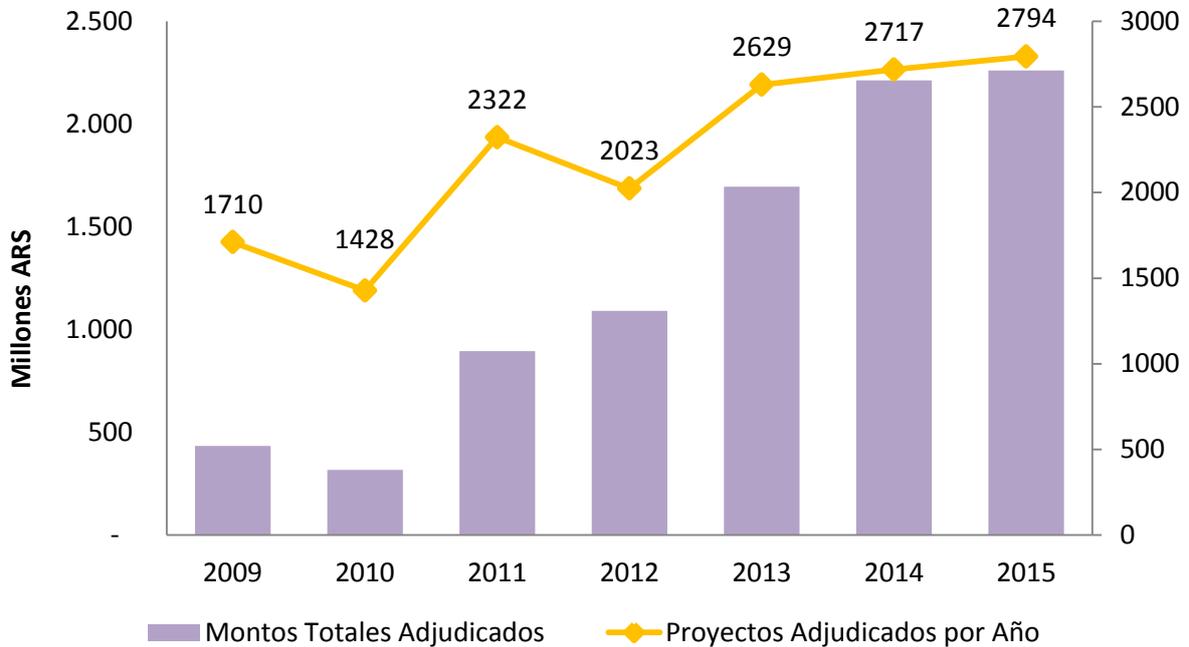
- 
- Baltin, Matthias & Bell, Philipp (2001). “*Venture Capital in South America: Unlocking the Potencial for Venture Creation in an Emerfing Market*”, Otto Beisheim Graduate School of Management, Germany.
  - Anlló, Guillermo & Peirano Fernando (2005). “*Una Mirada a los sistemas nacionales de innovación en el Mercosur: análisis y reflexiones a partir de los casos de Argentina y Uruguay*”, Oficina de la CEPAL, Buenos Aires, Argentina.
  - Pereiro, Luis E. (2001). “*Tango & Cash: Entrepreneurial Finance and Venture Capital in Argentina*”, Center for Entrepreneurship & Business Venturing Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina.
  - Savino, Juan (2015). “*Qué pasará con el Private Equity y el Venture Capital en Argentina*”, Departamento de Finanzas, UCEMA, Buenos Aires.
  - Ortega, Sebastián (2012). “*Term Sheets en Venture Capital*”, Club de Inversores Ángeles”, Diciembre de 2012, Buenos Aires, Argentina.
  - Manzanera, Antonio (2010). “*Finanzas para Emprendedores*”, Ediciones Deusto, Buenos Aires, Argentina.

**Páginas Web consultadas:**

- <http://tecnolatinas.com>
- <Http://www.sbir.gov>
- <http://www.eib.europa.eu>
- <https://www.caf.com>
- <http://www.bancomundial.org>
- <https://europa.eu>
- <http://www.businessinsider.com/>
- <http://www.mincyt.gob.ar/>

## 9. Anexo

Gráfico 1: Adjudicaciones AGENCIA , 2009 – 2015



Fuente: AGENCIA, Informe de Gestión 2015

### Lista 1: Glosario de Instrumentos

- ANR (Aportes No Reembolsables): Esta clasificación agrupa los ANR Proyectos de desarrollo tecnológico (ANR PDT) que buscan financiar las actividades de I+D emprendidas por empresas; los ANR Producción más limpia (ANR P+L) para mejorar el desempeño ambiental de las PyMEs; ANR Investigación y Desarrollo (ANR I+D) cuyo objetivo es la creación o el fortalecimiento de una unidad de I+D en empresas a través de la incorporación de investigadores y equipamiento de investigación; ANR BIO NANO TICS para financiar proyectos en áreas de biotecnología, nanotecnología y tecnologías de la comunicación; ANR INTERNACIONAL, que son ANR PDT realizados en un ámbito de cooperación internacional y ANR Patente, cuyo objetivo es promover la protección de los resultados innovativos producto de la actividad de investigación y desarrollo. Este instrumento se implementa a través del otorgamiento de subsidios.
- ARSET (Aportes Reembolsables para la prestación y consolidación de servicios tecnológicos): El objetivo del componente es fortalecer y desarrollar capacidades para la prestación de servicios tecnológicos a través de la creación,

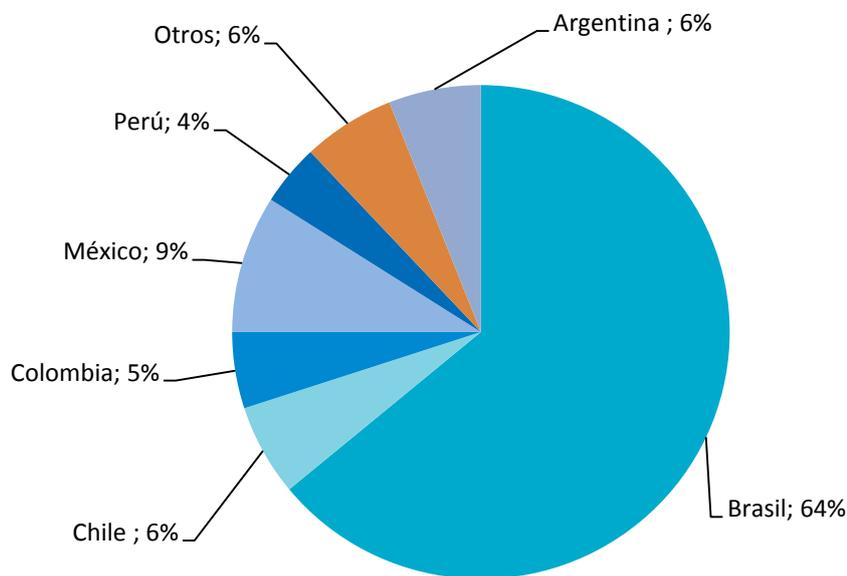
ampliación o mejoras en la infraestructura, equipamiento y capacitación de recursos humanos, entre otros.

- CAE (Créditos a empresas): El objetivo es financiar proyectos cuyo objetivo sea mejorar la competitividad de empresas productoras de bienes y servicios a través de la Modernización Tecnológica de productos o procesos.
- Consejerías Tecnológicas (Individual y Grupal): Financia parcialmente proyectos que tengan como meta ayudar a PyMEs (individual o colectivamente) a identificar y solucionar retos tecnológicos que afecten a su competitividad mediante el apoyo de Consejeros Tecnológicos expertos en su sector de actividad.
- Crédito Fiscal: Esta subvención está dirigida a personas físicas o jurídicas titulares de empresas productoras de bienes y servicios. Se pone en práctica a través de la adjudicación de Certificados de Crédito Fiscal que pueden descontarse del Impuesto a las Ganancias. El monto del apoyo no podrá exceder el 50% del presupuesto total del proyecto.
- CEN-TEC (Centros de Desarrollo Tecnológico): El objetivo del componente es crear centros de desarrollo tecnológico y servicios que generen masa crítica en actividades de transferencia, I+D y servicios técnicos de alto valor agregado con I+D orientada a la producción y con amplio alcance a nivel territorial. Los Centros a crear deberán orientarse a facilitar la puesta en marcha de actividades intensivas en conocimiento relacionadas con núcleos industriales y conglomerados de empresas donde existen demandas tecnológicas precisas que justifiquen la inversión a realizar.
- CRE+CO (Crédito para la mejora de la Competitividad): El instrumento financia parcialmente proyectos que tengan como meta mejorar la competitividad de las empresas productoras de bienes y servicios en distintas ramas de actividad, mediante “proyectos de investigación, desarrollo tecnológico o modernización tecnológica”. Para ello, es importante articular los impulsos emprendedores de las empresas con la capacidad y desarrollo de las instituciones científico tecnológicas de todo el país.
- FINSET: A través de este instrumento se financiarán proyectos que propendan a:  
1) Promover la prestación de nuevos servicios tecnológicos y/o mejorar los existentes tendiendo a lograr estándares de calidad para poder contribuir con la innovación y el desarrollo nacional. 2) Desarrollar nuevas soluciones tecnológicas para la prestación de servicios orientados a aumentar la competitividad del sector productivo basado en el conocimiento científico y/o tecnológico
- FIT-AP (Fortalecimiento a la Innovación Tecnológica en Aglomerados Productivos): El objetivo de este instrumento es aumentar la inversión y fortalecer los procesos de innovación asociativos en los que deberán participar tanto empresas como instituciones científicas y tecnológicas. Podrán a su vez,

intervenir entidades públicas o privadas que contribuyan al desarrollo tecnológico e innovador del aglomerado productivo y sectores de Gobierno.

- FIT-PDP (Fortalecimiento de la Innovación Tecnológica en proyectos de Desarrollo de Proveedores): Pretende aumentar el desempeño tecnológico y productividad de PyMEs proveedoras o clientes de una gran empresa de una misma cadena de valor. Se apoyará el fortalecimiento de cadenas de proveedores o distribuidores a partir de una Empresa Tractora o Líder.
- Ley 23.877 - Créditos Art. 2do: El instrumento financia proyectos que tengan por objetivo realizar adaptaciones y mejoras, desarrollos tendientes a adecuar tecnologías y a introducir perfeccionamiento de productos y procesos con bajo nivel de riesgo técnico.
- RRHH-AC (Recursos humanos altamente calificados): Su objetivo es reforzar las capacidades científicas y tecnológicas de las empresas mediante la integración de personal con titulación de doctorado. Para ello, financian la incorporación de profesionales altamente calificados con título de doctor al sector productivo.

Gráfico 2: % Exits por país, 2008 – 2013



Fuente: LAVCA, Exits Infographic Final 2013

Cuadro 1: Índice IESE

País	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay
<b>Índice de Atracción de VC/PE</b>	<b>51.3</b>	<b>64</b>	<b>76.2</b>	<b>65</b>	<b>64.1</b>	<b>57.3</b>	<b>47.2</b>
<b>1. Actividad Económica</b>	<b>91.9</b>	<b>94.7</b>	<b>88.7</b>	<b>85.7</b>	<b>89.3</b>	<b>86.2</b>	<b>77.1</b>
1.1 Tamaño de la Economía	60.5	77.5	54.4	57.6	71.1	50.9	36.3
1.2 Crecimiento PIB Real	128.7	103.7	122.2	117.6	92.6	128.7	124.1
1.3 Desempleo	99.7	105.6	104.9	92.8	108.2	97.7	101.6
<b>2. Mercado de Capitales</b>	<b>44.1</b>	<b>77.3</b>	<b>71.7</b>	<b>63.3</b>	<b>68.9</b>	<b>62</b>	<b>24.5</b>
2.1 Tamaño y Liquidez Mercado de Valores	59.2	76.9	70.5	62.6	68.3	66.8	26.8
2.2 Volumen de Transacciones	43.8	80.6	64.1	60.5	69.6	51	4
2.3 OPIs y Actividades de Oferta Pública	25.2	58.8	41.6	36.3	50.3	28.1	3.4
2.4 Mercado de Fusiones y Adquisiciones	56.6	74.6	61.8	56.3	65	55.3	36.7
2.5 Mercado de Deuda y Crédito	38.7	76.1	91	76.3	75.1	92.8	78.4
2.6 Créditos No-Cobrados sobre Total Bruto	108.5	101.1	105.3	103.2	106	102.8	108.5
2.7 Sofisticación del Mercado Financiero	20.9	78.6	87.2	67.2	59.8	69.4	46.6
<b>3. Impuestos</b>	<b>93.7</b>	<b>23</b>	<b>111</b>	<b>107.2</b>	<b>98.7</b>	<b>99.1</b>	<b>83.7</b>
3.1 Incentivos Impositivos al Emprendimiento	93.7	23	111	107.2	98.7	99.1	83.7
<b>4. Protección de Inversionistas y Gobierno Corporativo</b>	<b>38.2</b>	<b>58</b>	<b>84.1</b>	<b>57.7</b>	<b>61.3</b>	<b>59.9</b>	<b>66.5</b>
4.1 Calidad del Gobierno Corporativo	49.5	51.2	73.6	83.3	63.7	81.3	53.9
4.2 Derechos de Propiedad	34.9	66.2	79.2	45	69.9	54	73.5
4.3 Estado de Derecho	32.3	57.6	101.9	51	51.6	49	74.2
<b>5. Contexto Social y Humano</b>	<b>43.9</b>	<b>55.1</b>	<b>87.1</b>	<b>54.8</b>	<b>33.5</b>	<b>31.4</b>	<b>63</b>
5.1 Capital Humano	46.4	43.1	56.3	42.3	40.8	20.7	36.4
5.2 Regulación Laboral	60.4	71.6	104.4	97.9	22.3	32.8	63.5
5.3 Corrupción	30.3	54.1	112.7	39.8	41.4	45.8	108.2
<b>6. Oportunidades de Emprendimiento</b>	<b>51.8</b>	<b>55.5</b>	<b>61.3</b>	<b>61.6</b>	<b>65.9</b>	<b>50.2</b>	<b>53.6</b>
6.1 Innovación	39.5	47.3	46.2	40	40.5	34.7	40.5
6.2 Publicaciones Científicas	70.9	83	68.5	66	73.8	54.2	53
6.3 Dificultades para Iniciar y Hacer Negocios	60.3	46.3	96.9	86.9	96.4	96.2	98.5
6.4 Facilidad para Cerrar Negocios	65.4	51.8	61.3	94.9	85.8	64.1	81.1
6.5 IyD Corporativo	33.8	56	46	40.6	50.6	27.5	25.7

## Lista 2: Listado de preguntas - Entrevista

- 1- ¿Cuál es su experiencia con el sector?
- 2- En su opinión ¿Cuál es el estado en el que se encuentra el Venture Capital en la Argentina?
- 3- ¿Cuáles cree que son los motivos principales por los que la industria de Venture Capital no se ha desarrollado de la misma forma en la Argentina que en otros lugares del mundo?
- 4- ¿Podría indicarnos los incentivos que considera necesarios (tanto desde el ámbito público como privado) para mitigar las barreras estructurales que actualmente existen?
- 5- Más allá de que la situación del país continúe atrasada en comparación con el resto del mundo, ¿Cree que en estos últimos años ha habido mejoras sustanciales respecto del pasado?
- 6- ¿Cuáles considera que son las habilidades más importantes que debe poseer un emprendedor que aplique a la financiación a través de este instrumento? ¿Cree que los emprendedores argentinos se encuentran dentro de esta descripción?
- 7- ¿Qué beneficios implica la nueva Ley de Emprendedores?
- 8- ¿Considera que hay interés suficiente en la banca nacional o extranjera por financiar este tipo de operaciones?

Cuadro 2: Capitalización Pre y Post Money

Tipo de Acciones	Pre Money		Post Money	
	N° de Acciones	%	N° de Acciones	%
<b>Ordinarias - Fundadores</b>	<b>14.000.000</b>	<b>93%</b>	<b>14.000.000</b>	<b>56%</b>
<b>Ordinarias – Acciones en empleados</b>	<b>1.000.000</b>	<b>7%</b>	<b>1.000.000</b>	<b>4,0%</b>
<b>Emitidas</b>	1.000.000	6,7%	1.000.000	4,0%
<b>Sin Emitir</b>	-	0,0%	-	0,0%
<b>Preferidas Clase A</b>	-	<b>0%</b>	<b>10.000.000</b>	<b>40%</b>
<b>Total</b>	<b>15.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100%</b>

Cuadro 3: Composición Inversores

Participaciones	N° de Acciones	% sobre la inversión del Fondo	% en Las Compañías	ARS \$
Inversor 1	2.500.000	25%	10%	2.500.000
Inversor 2	2.500.000	25%	10%	2.500.000
Inversor 3	2.500.000	25%	10%	2.500.000
Inversor 4	2.500.000	25%	10%	2.500.000
<b>Total</b>	<b>10.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>40%</b>	<b>10.000.000</b>

Cuadro 4: Las 8 Compañías Latinoamericanas entre  
USD\$500M -1B

Etermax	 Argentina
HotelUrbano	 Brazil
LetGo	 Argentina
Linx	 Brazil
Netshoes	 Brazil
Nubank	 Brazil
Taringa	 Argentina
UOL	 Brazil

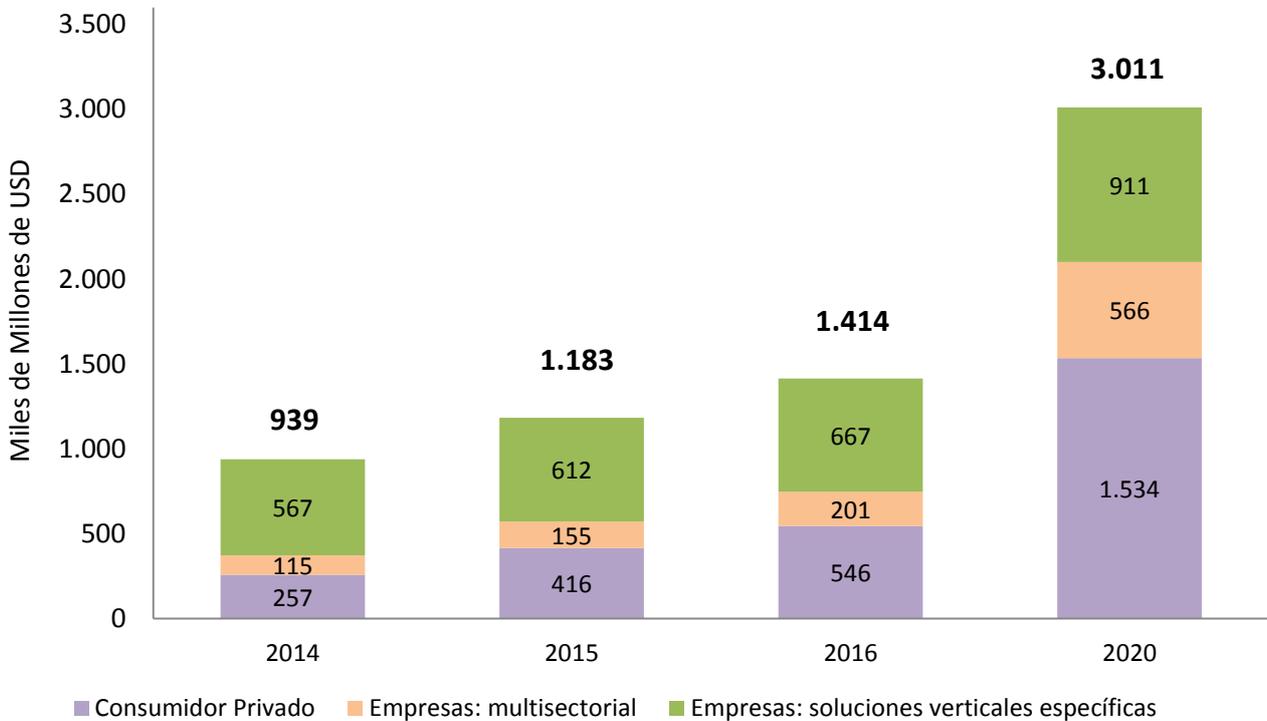
Fuente: Tecnolatinas.com

Cuadro 5: Las 9 Compañías Latinoamericanas > US\$ 1B



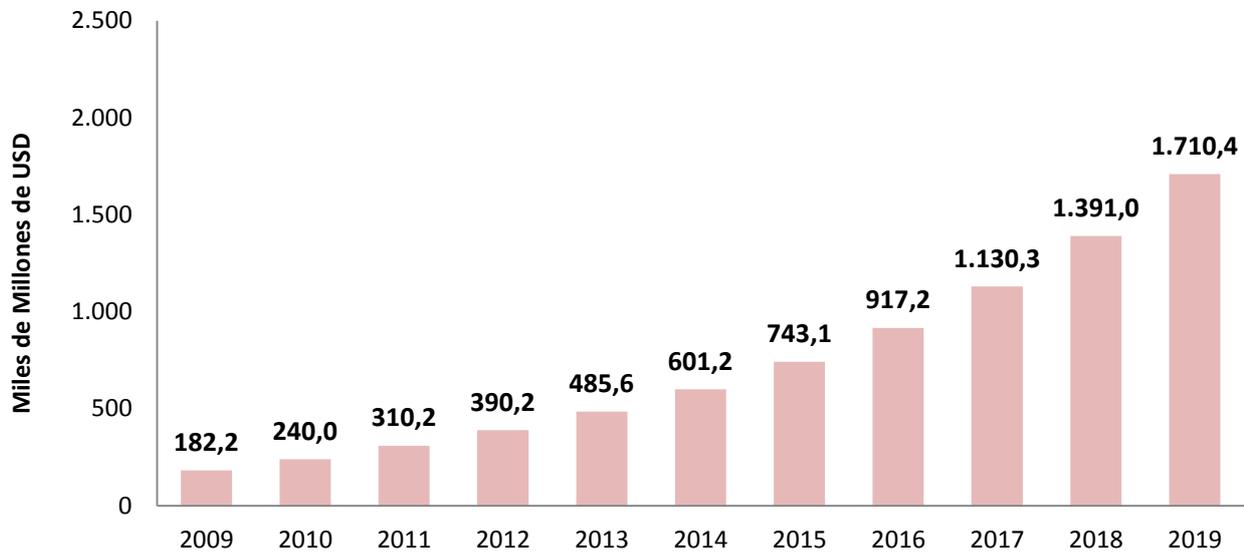
Fuente: Tecnolatinas.com

Gráfico 3: Gasto en Internet de las cosas a nivel mundial, 2014 – 2020 (Proyección).



Fuente: statista.com

Gráfico 4: Tamaño del mercado global de Internet de las cosas 2009 – 2020 (Proyección).



Fuente: statista.com

### Presentación Venture Capital AG



## Índice

- 1 ¿Por qué Argentina?
- 2 Composición del Fondo
- 3 Expectativas, Emprendimientos, Exit
- 4 Conclusión

## Índice

- 1 ¿Por qué Argentina?
- 2 Composición del Fondo
- 3 Expectativas, Emprendimientos, Exit
- 4 Conclusión

## 1 ¿Porqué Argentina?

Basados fundamentalmente en el cambio de gobierno y en los esfuerzos que se han realizado en generar un marco macroeconómico y regulatorio estable que le permite al país convertirse en un destino atractivo para las inversiones, existen expectativas positivas respecto de una mejora en las condiciones globales del país.

Entre las principales medidas que se tomaron podemos destacar:

- Eliminación de las restricciones de capital/repatriación,
- Moneda flotante libre
- Acuerdo con los Holdouts
- Acceso con éxito a los mercados de capitales globales
- Control de la inflación
- Control del déficit público
- Eliminación de los impuestos a la exportación
- Nueva Ley de Emprendedores

Este clima favorable para las inversiones, junto con las ventajas comparativas del país y las perspectivas de crecimiento, brindan oportunidades únicas de inversión. Se consolida así una plataforma sólida para que la inversión financiera y el consumo estimulen un crecimiento sostenible de la economía.

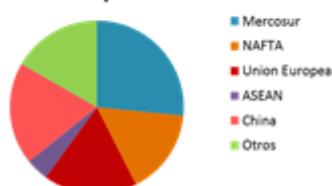
4

Trabajo Final Maestría en Finanzas - UTDT - Betsabé Lopez

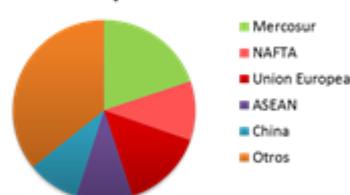
## 1 ¿Porqué Argentina? - Datos Clave

- 3° economía más grande en la región con un PBI de US \$500 mil millones (después de Brasil y México)
- 2° PBI más alto per cápita en la región en términos de poder adquisitivo (USD 22.600, después de Chile).
- 4° país en la región en tamaño de población (43 millones)
- 8 yacimientos prolíficos de petróleo y gas. Condiciones óptimas para la producción de energías renovables (eólica, solar).
- Reservas de metales y minerales sin explotar (cobre, oro, plata, litio, potasio).
- Mano de obra de primer nivel, reconocida por sus capacidades técnicas, creatividad y versatilidad
- 1° Puesto en América Latina en el Índice de Desarrollo Humano y 1° puesto en Índice de Educación
- 2° con mayor conectividad de la región (65% de usuarios de internet)
- Consumo e inversión contenidos (logística, infraestructura, servicios públicos, energía)

### Importaciones



### Exportaciones



5

Trabajo Final Maestría en Finanzas - UTDT - Betsabé Lopez

## 1 ¿Porqué Argentina? - MSCI Index

En Mayo de 2009, Argentina pasó de ser considerada economía emergente a economía de frontera debido a las grandes restricciones en los flujos de capitales. Hoy en día dichas restricciones ya no están vigente. De todas formas, aún el país continúa dentro de la categoría de economías de frontera, con una potencial posibilidad de ser reclasificados a emergentes en Junio del corriente año (2017).

Mayor clasificación crediticia ⇄ Disminución del riesgo ⇄ Entrada de Capitales

American Countries Markets – MSCI Index		
Desarrollados	Emergentes	Frontera
Canadá – Estados Unidos	Brazil – Chile – Colombia – México – Perú	Argentina

6 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas – UTDT – Betsabé Lopez

## 1 ¿Porqué Argentina? - Ley de Emprendedores

 <b>COMPAÑÍAS EN 24HS</b>	 <b>BENEFICIOS IMPOSITIVOS</b>
 <b>MENORES COSTOS</b>	 <b>MEJOR ACCESO A SERVICIOS FINANCIEROS</b>
 <b>DEDUCIBLE DE GANANCIAS</b>	 <b>PLATAFORMAS DE CROWDFUNDING</b>

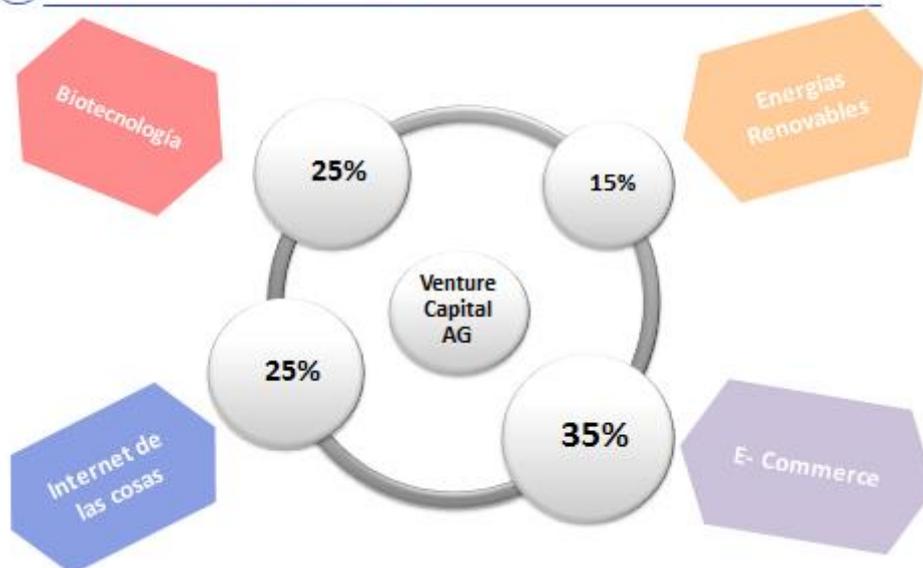
7 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas – UTDT – Betsabé Lopez

## Índice

- 1 ¿Por qué Argentina?
- 2 **Composición del Fondo**
- 3 Expectativas, Emprendimientos, Exit
- 4 Conclusión

## 2 Composición del Fondo



## ② Composición del Fondo

### E - Commerce

- En Argentina la conectividad es superior al promedio de LATAM.
- La facturación de E-Commerce en 2016 fue de ARS \$102.700 Millones. Un crecimiento del 51% respecto al año anterior.
- A diferencia de otras regiones del mundo, el E-Commerce aún sigue siendo un rubro a desarrollar, por lo tanto, hay oportunidades sin explorar.
- Apuntamos al desarrollo de industrias de Fintech, Agtech, M-Commerce.

10 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas – UTDT – Betsabé Lopez

## ② Composición del Fondo

### Biotecnología

- Ventajas competitivas en el sector frente a otros países de la región.
- Polos tecnológicos de excelencia.
- Oportunidades en las áreas de nanotecnología y biología sintética.
- Ventas totales según el Ministerio de Ciencia y Tecnología en 2014: ARS \$121.000 millones.

11 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas – UTDT – Betsabé Lopez

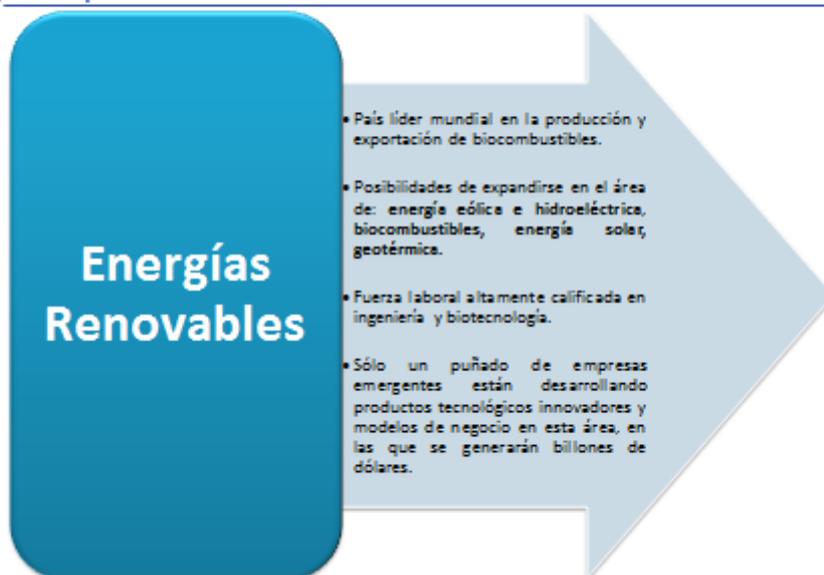
## 2 Composición del Fondo



14 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas – UTDT – Betsabé Lopez

## 2 Composición del fondo



15 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas – UTDT – Betsabé Lopez

## Índice

1	Contexto Internacional Actual
2	Contexto Nacional Actual
3	Expectativas, Emprendimientos, Exit
4	Conclusión

14 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas - UTDT - Betsabé Lopez

## 3 Expectativas, Emprendimientos & Exit

Expectativas	Emprendimientos	Exit
<p>Los sectores elegidos presentan alta potencialidad de crecimiento, en parte, por dos razones:</p> <p>Sabemos, por un lado, que estas 4 áreas exhiben a nivel global aceleradas tasas de desarrollo, no sólo por la transformación del mundo tecnológico sino también porque su impulso impacta directamente en la calidad de vida de las personas.</p> <p>Por este mismo motivo, y considerando además que en la Argentina aún son mercados incipientes, se estima que existen grandes oportunidades latentes.</p>	<p>Algunos de los emprendimientos que existen al día de hoy en Argentina son:</p> <p><b>E-Commerce:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Agrofy</li> <li>• Afuenta</li> <li>• Technisys (Fintech)</li> </ul> <p><b>Biotecnología:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Neogram</li> <li>• Satellogic</li> </ul> <p><b>IOT:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• QuadMinds</li> <li>• BFC Sensors</li> <li>• Varix</li> <li>• IguanaFix</li> </ul> <p><b>Energías Renovables:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• IMPACTUM</li> <li>• Iresud</li> </ul>	<p>Venture Capital AG busca asegurarse al inversor, a través de una cartera lo suficientemente diversificada y considerando industrias que particularmente han tenido records históricos en Ofertas Públicas, que por lo menos el 40% de las compañías lleguen a listarse en el Mercado de Capitales en un período de entre 7 a 9 años. El 60% de la inversión restante encontrará la forma de hacerse líquida a través de la venta estratégica.</p>

15 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas - UTDT - Betsabé Lopez

## Índice

- 1 ¿Por qué Argentina?
- 2 Composición del Fondo
- 3 Expectativas, Rentabilidad, Exits
- 4 **Conclusión**

16 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas - UTDT - Betsabé Lopez

## 4 Conclusión



17 |

Trabajo Final Maestría en Finanzas - UTDT - Betsabé Lopez