

# Capital riesgo<sup>1</sup> y dinero inteligente: aportes de valor no monetario<sup>2</sup>

LEONEL ARANGO VÁSQUEZ<sup>3</sup>

EDUARDO ALEXANDER DUQUE GRISALES<sup>4</sup>

## RESUMEN

Este artículo se basa en una revisión de la literatura para estudiar las características de las inversiones que realiza la industria del capital riesgo. El análisis permite clasificar estas inversiones como 'dinero inteligente', lo que implica generalmente aportes de valor no monetario. Adicionalmente, se describen los aportes de mayor relevancia, según criterio propio de los autores. Este trabajo permite concluir que la industria del capital riesgo tiene un papel destacado en el crecimiento y la consolidación de muchas empresas, especialmente de las pequeñas y medianas, a través de los aportes no monetarios que realiza, los cuales tienen alto impacto en su fortalecimiento y aumento de valor.

**Palabras clave:** capital riesgo, valor agregado no monetario, dinero inteligente.

- 1 En este artículo se usa el término capital riesgo para hacer referencia tanto a operaciones tipo *Venture Capital* como a operaciones tipo *Private Equity*. Las primeras son las inversiones que se hacen en empresas nacientes o de reciente creación, mientras que las segundas hacen referencia a inversiones en empresas mucho más maduras, que se encuentran en etapas de desarrollo más avanzadas.
- 2 Fecha de recepción: 13 de febrero de 2015. Fecha de modificación: 15 de abril de 2015. Fecha de aceptación: 15 de mayo de 2015.  
Para citar el artículo: Arango V., L. y Duque G., E. (2015). Capital riesgo y dinero inteligente: aportes de valor no monetario. *Revista Con-texto*, (43), pp. DOI: <http://dx.doi.org/10.18601/01236458.n43.06>
- 3 Magister en Banca y Finanzas. Docente e investigador, Institución Universitaria Esumer, Medellín, Colombia. Correo electrónico: [leonel.arango@esumer.edu.co](mailto:leonel.arango@esumer.edu.co)
- 4 Magister en Ingeniería Administrativa. Especialista en Formulación y Evaluación de Proyectos. Docente e investigador, Institución Universitaria Esumer, Medellín, Colombia. Correo electrónico: [eduardo.duque@esumer.edu.co](mailto:eduardo.duque@esumer.edu.co)

## PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL AND SMART MONEY: NON-MONETARY ADDED VALUES

### ABSTRACT

This literature-review paper studies the main characteristics of Private Equity/Venture Capital industry's investments. The analysis allows classifying these investments as 'smart money', which generally mean non-monetary added values to the company. Additionally, the most relevant non-financial added values are described, as judged by the authors. According to this paper, the Private Equity/Venture Capital industry has an important role in the growth and consolidation of many companies, especially small and medium-sized. These non-monetary added values also allow the companies' strength and increase of value.

**Keywords:** private equity, venture capital, non-monetary value added, smart money.

**Clasificación JEL:** G11, G24, G32.

### 1. INTRODUCCIÓN

Las inversiones realizadas por los fondos de capital riesgo se pueden dividir en tres fases: inversión, monitoreo y desinversión (Metrick, 2006) y se concentran en empresas que no están listadas en Bolsa, donde la primera retribución por la inversión es una eventual ganancia de capital que, en ocasiones, puede ir acompañada por el pago de dividendos (Robbie y Mike, 1998).

Los aportes de valor no monetario son aportes de valor agregado que buscan mejorar el desempeño de la empresa y aumentar su valor. Boué (2002) reconocía que los fondos de capital riesgo aportan valor no monetario y cuestionaba la no existencia de un consenso en torno a la definición de 'valor agregado'; además señalaba que la literatura existente respecto a ese tema era contradictoria y que no tenía una base teórica sólida, debido a que encontró algunas fuentes que corroboraban que la industria del capital riesgo sí aporta valor no monetario, mientras que otras no lo hacían.

Quizás hoy todavía exista una falta de consenso en cuanto al concepto 'valor agregado' y tal vez no haya tampoco un común acuerdo sobre si la industria del capital riesgo aporta valor o no a las empresas, pero sea como fuere, el primer caso es una discusión que es más de carácter teórico y no está dentro del alcance de este artículo debatir al respecto, mientras que con relación al segundo caso, la vasta literatura que se ha producido en los últimos años (desde la publicación del artículo de Boué e inclusive antes) ofrece evidencias claras de los impactos positivos que tiene la industria en las empresas a través de los aportes de valor no monetario que realiza.

En este artículo se destacan algunos aportes de valor que hace la industria del capital riesgo y que son de gran relevancia toda vez que en Colombia esta industria se encuentra en etapas iniciales. Se presentan, además, algunos de los impactos positivos que

puede generar la industria en muchas de las empresas colombianas, las cuales son en su mayoría pertenecientes al sector mipymes y donde suelen ser esta clase de empresas las que más dificultades encuentran al momento de acceder a financiación por los canales tradicionales (bancos comerciales).

La industria del capital riesgo es un factor fundamental para el desarrollo empresarial, especialmente en el ámbito tecnológico. Siddiqui (2011) se refiere a este hecho al afirmar que

En la atmósfera económica actual, la financiación de la innovación tecnológica es un elemento clave del crecimiento de la productividad y la industrialización. Así, la industria del Capital Riesgo ha evolucionado como un elemento esencial de la industrialización alrededor del mundo. En las últimas décadas, muchas compañías financiadas por Capital Riesgo como Microsoft, Apple, Yahoo and FedEx no solo se transformaron en corporaciones gigantescas, sino que además cambiaron la forma en que las economías modernas funcionan y los negocios son gestionados para llevarlos a un estado de mejora permanente, simplemente promocionando la innovación y la adaptación tecnológica. Es imposible pensar hoy en una economía industrializada sin la industria del Capital Riesgo. (p. 2) [Traducción de los autores]

El objetivo fundamental de este artículo es contribuir al conocimiento y la divulgación de algunos de los aportes de valor agregado (no monetario) que hace la industria del capital riesgo, la cual se constituye en el apoyo que requieren muchas de las nuevas iniciativas empresariales que surgen día a día.

## 2. DINERO INTELIGENTE (SMART MONEY)

¿Por qué hablar de dinero inteligente en el contexto de la industria del capital riesgo? Es preciso hablar de este concepto porque las operaciones de la industria son finalmente operaciones de inversión. Algunos agentes en su proceso inversor invierten solo porque creen que el momento es el adecuado y no hacen una evaluación más profunda antes de tomar la decisión de invertir, mientras que otros agentes invierten siguiendo un comportamiento racional, es decir, adoptan una serie de medidas que buscan disminuir el riesgo y maximizar la utilidad, incorporando en el proceso sus expectativas y teniendo presente las posibles opciones de desinversión.

En la literatura el término 'dinero inteligente' es utilizado para referirse al comportamiento que tienen los agentes cuando invierten de forma consciente, utilizando toda la información que tienen a su disposición, actuando simultáneamente en un escenario donde todos hacen su apuesta o inversión. Prasch (2011) considera a esos agentes 'inversores inteligentes' o *Smart Money* dado que actúan como *traders* que poseen información superior o que tienen una capacidad analítica superior, percepción que es compartida por Asch, Malkiel y Quandt (1984), pero estos autores además indican que dichos agentes esperan hasta el último momento para revelar la información que poseen, logrando con esa estrategia minimizar el comportamiento "seguidor" de otros agentes. DeGennaro

(1989) utiliza el concepto para referirse no al agente que invierte sino al proceso mismo de inversión, y señala que las inversiones tipo *Smart Money* son aquellas que se realizan justo en el último momento de las apuestas. Este comportamiento estratégico podría asociarse con el tipo de inversiones que realizan los fondos de capital riesgo, puesto que los gestores de los fondos invierten solo después de haber adquirido suficiente información<sup>5</sup> sobre la empresa y siempre se cuidan de no revelar esa información a ningún otro agente.

Por su parte, Shleifer y Summers (1990) definen a los inversores tipo *Smart Money* como arbitrajistas o especuladores racionales, definición que Shiller (2003) complementa al considerar que además de racionales son también maximizadores de utilidad. Por su parte, Feng, Zhou y Chan (2014) y Schmeling (2007) conciben a los agentes de este tipo como inversores institucionales que son informados, que tienen la capacidad de usar esa información para invertir solo en operaciones realmente interesantes y para decidir también cuándo retirarse al identificar un comportamiento desfavorable. Por tanto, una inversión tipo *Smart Money* es aquella que busca siempre obtener la máxima utilidad, actuando de manera racional según la información disponible. Desde la perspectiva de la industria del capital riesgo, esa maximización de la utilidad cobra gran importancia cuando los fondos realizan la desinversión a través de la venta a un comprador estratégico o con una salida a Bolsa (Initial Public Offering [IPO]). El gestor del fondo, por tanto, hará uso de su experiencia para seleccionar el momento adecuado de la desinversión y usará además sus habilidades de negociación para lograr el mejor precio posible (Achleitner y Figge, 2012).

Para Breslin (2010) una inversión es del tipo *Smart Money* cuando el inversor tiene claramente identificados los riesgos asociados a la operación, lo que implica que la inversión no se realizará sin tener datos sólidos, un claro entendimiento de los resultados a corto y a largo plazo, y la convicción de que todos los demás agentes implicados en la inversión están expuestos a cierto nivel de riesgo. Extrapolando la visión de Breslin a las operaciones realizadas en la industria del capital riesgo, los gestores de los fondos, así como los inversores institucionales y los fundadores/dueños de la empresa están todos alineados con el propósito de maximizar la utilidad de la operación y están dispuestos también, desde un primer momento, a compartir los riesgos propios de la inversión.

Cuando los fondos de capital riesgo llegan a una empresa entran aportando tanto recursos financieros (capital) como no financieros (valor agregado). Esto hace que en algunas ocasiones los empresarios/fundadores requieran el soporte de los fondos no tanto por el capital que puedan aportar, sino por ese valor agregado que ninguna otra fuente de financiación les puede ofrecer. El concepto de dinero inteligente toma entonces especial relevancia cuando se tiene en cuenta que no todos los empresarios están dispuestos a conseguir cualquier clase de financiación externa. Como señala Aernoudt (2005), los verdaderos empresarios tienen la capacidad de diferenciar entre clases de financiación, teniendo en cuenta que un determinado tipo de financiación debe corresponder al nivel

5 La información la obtienen los gestores durante el proceso de negociación con la empresa y a través de las distintas *due diligences* que se realizan antes de la firma del acuerdo.

de riesgo propio de la operación. Ese riesgo dependerá fundamentalmente de la etapa de desarrollo en la que se encuentre la empresa, donde etapas tempranas implican mayor riesgo, mientras que etapas más avanzadas llevan asociado un menor riesgo.

Haagen (2008) equipara las inversiones realizadas por los fondos de capital riesgo con inversiones tipo *Smart Money*, debido a que los fondos no solo aportan capital sino que además se involucran de forma muy activa en la gestión; esto hace que los fondos sean muy importantes para el desarrollo del tejido empresarial, porque además de ser proveedores de capital son evaluadores inteligentes que realizan *due diligences* en las empresas y actúan como un compañero que puede aportar valor (Schwienbacher, 2010). En cuanto a la participación activa, esta se ve materializada en el aporte de experiencia valiosa que el fondo ha obtenido previamente en otras operaciones, en su *know-how* y en las oportunidades de asociatividad y de acceso a contactos que le puede ofrecer a la empresa (Mason, 2013; Ramadani y Gerguri, 2011; Tappeiner, Howorth, Achleitner y Schraml, 2012).

El concepto *Smart Money*, en el contexto de la industria del capital riesgo, hace especial énfasis en el valor de la experiencia individual, no solo de quien aporta el capital sino también de quien lo recibe, dado que estos agentes actúan de forma coordinada para lograr maximizar el beneficio. Esta apreciación es también compartida por Gompers, Kovner, Lerner y Scharfstein (2006) al señalar que los agentes que aportan capital deciden hacerlo porque tienen la intención de superar los riesgos propios de la inversión y porque también han evaluado las habilidades de los fundadores de la empresa. Dado que la industria del capital riesgo se caracteriza por realizar inversiones del tipo *Smart Money*, las decisiones inteligentes de inversión impactan de forma positiva el desempeño de la empresa puesto que con ellas no solo se provee capital, sino que además se hace otro tipo de aportes de carácter no monetario que son claves para el desarrollo de la empresa.

A continuación se presentan algunos de esos aportes estrictamente<sup>6</sup> 'no monetarios' que realiza la industria del capital riesgo, los cuales la diferencian radicalmente de otras fuentes de financiación existentes.

### 3. APORTES DE VALOR NO MONETARIO Y LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO

Para medir el éxito de una operación de inversión realizada por los fondos de capital riesgo es posible usar distintos indicadores financieros, como la tasa interna de retorno, donde el fondo tiene la capacidad de incrementar esta tasa si cuenta con un gestor ampliamente experimentado que posea habilidades que logren aportar mayor valor agregado a la empresa (Tykvová y Borell, 2012), condición necesaria en una industria donde los inversores y los fondos obtienen el máximo beneficio de su inversión a través de la venta a otra empresa o de una salida a Bolsa (Clarysse, Bobelyn y del Palacio Aguirre, 2013). Sin embargo, otro indicador usado para evaluar el éxito de una operación es el valor de

6 El término 'estrictamente' lo usamos porque queremos hacer énfasis en que esos aportes son no financieros, es decir, no representan concretamente aportes de dinero.

mercado de la empresa cuando ha salido a Bolsa, el cual también es útil para medir el éxito del fondo, puesto que a mayor valor de mercado más exitosa es la operación y, por tanto, mayor valor no monetario fue aportado por el fondo. El valor de mercado de la empresa representa la percepción del mercado sobre el valor presente de los rendimientos futuros; además es un mecanismo usado por los inversores para medir las decisiones tomadas por los directivos y reúne toda la información relevante que sobre ella tiene el mercado (Lange, Bygrave, Nishimoto, Roedel y Stock, 2001).

Existen varios estudios que buscan determinar el impacto que tienen los aportes de valor no monetario de los fondos, como el realizado por Lange *et al.* (2001), donde intentaron determinar el efecto de la participación de los fondos de capital riesgo y de los bancos de inversión sobre el valor de mercado de la empresa cuando la desinversión se hacía a través de una salida a Bolsa. Los autores llegaron a una importante conclusión: no era posible determinar de forma significativa el efecto individual que cada uno de estos agentes tenía sobre el valor de mercado de la empresa, pero sí encontraron que la reputación y el prestigio de ambos impactaba positivamente al valor de mercado, tanto en el momento de la salida a Bolsa como seis meses después de esta. Adicionalmente, ese valor de mercado era mayor que el de aquellas empresas que también salieron a Bolsa pero siendo respaldadas por fondos y bancos de inversión con menor prestigio y reputación. Al respecto, Avnimelech y Teubal (2004) señalan que las empresas que son respaldadas por fondos de capital riesgo presentan unos indicadores altamente positivos una vez se hace la desinversión, debido al riguroso proceso de selección que realiza el fondo, a las actividades de monitoreo que lleva a cabo y al valor agregado que aporta, valor materializado en su reputación, su red de contactos y en el equipo directivo que puede formar. En el caso de empresas que se encuentran en estados primarios, el valor agregado que aportan los fondos se da a través del soporte a la gestión operativa y al desarrollo de estrategias que permiten el ingreso de la empresa al mercado, mientras que para empresas en fases de desarrollo más avanzadas el aporte de valor se da a través del desarrollo de una estrategia general que hace posible el proceso de internacionalización Boué (2002).

Entre los requisitos mínimos para que los fondos puedan aportar valor se destacan la experiencia obtenida en inversiones previas, el *track record*<sup>7</sup> del gestor y el prestigio del fondo, donde esta última condición es importante para Gompers *et al.* (2006) al encontrar que aquellos fondos con mayor reputación son los que aportan un mayor valor agregado, debido a que aumentan la probabilidad de éxito al hacer una mejor elección de los empresarios, al monitorear de mejor manera la empresa o al tener acceso a las mejores operaciones de desinversión en la industria, esto último gracias a su red de contactos. Hellmann y Puri (2002) reconocen el importante papel de la financiación que proveen los fondos de capital riesgo en el desarrollo de las empresas, dado que esa financiación supone aportes de valor agregado que no están presentes en la financiación aportada por otras fuentes, aportes que para Luukkonen y Maunula (2007) pueden ser la estructura misma del acuerdo de financiación, la planificación estratégica del negocio, la búsqueda

7 El término significa la experiencia del gestor, su trayectoria en la industria.

y la selección de altos perfiles directivos, el monitoreo de los resultados financieros de la empresa e, incluso, el rol de los gestores como consejeros expertos que guían y acompañan a los dueños o fundadores. Otros mecanismos de aporte de valor no monetario son el fortalecimiento del modelo de negocio o del equipo directivo, la profesionalización de la compañía, la facilitación de la creación de alianzas estratégicas con otras empresas, la formación de estructuras de gobierno sólidas, el acceso a otros coinversores para operaciones inmediatas o futuras y los contactos con servicios profesionales especializados como firmas contables (Dimov y Shepherd, 2005; Hochberg, Ljungqvist y Lu, 2007).

Es importante resaltar una característica particular de la industria del capital riesgo: el aporte de valor no monetario que hacen los fondos no se presenta únicamente con las empresas seleccionadas, sino con todas aquellas que tienen la posibilidad de entrar en contacto con los fondos, así no se concrete finalmente la firma de un acuerdo. De hecho, las empresas seleccionadas reciben asesoría y consejo profesional antes, durante y después de la firma del acuerdo, pero también aquellas empresas que son no elegibles logran identificar los aspectos débiles que tienen, entendiendo además la no inversión del fondo (Luukkonen y Maunula, 2007). Habiendo identificado esas falencias, dichas empresas pueden fortalecerse y adquirir mayor valor.

Es también interesante señalar que la característica de los fondos de capital riesgo de aportar valor no monetario es reconocida por los propios gestores, los cuales en muchas ocasiones se definen a sí mismos como creadores de valor agregado. Al respecto, Large y Muegge (2008) traen a colación la afirmación de Earl Storie, director general del fondo de capital riesgo canadiense VenGrowth Asset Management Inc., quien afirma que "nosotros creemos que un fondo de Capital Riesgo activo con una sólida red de contactos influyentes puede efectivamente financiar y desarrollar compañías con un éxito mucho más grande que el que lograría un inversor pasivo" (p. 21) [Traducción de los autores].

#### 4. APORTES DE VALOR NO MONETARIO QUE HACEN LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO

##### 4.1. Impulso a empresas nacientes

Cuando las empresas privadas y de reciente creación no tienen acceso a los recursos que proveen las instituciones financieras tradicionales<sup>8</sup>, los fondos de capital riesgo actúan como fuente de financiación alternativa (Avnimelech y Teubal, 2004). Para esas instituciones las empresas nacientes son sinónimo de riesgo debido a que no tienen activos que puedan usar para respaldar la deuda, como tampoco un historial crediticio que avale su capacidad de pago; adicionalmente, el modelo de negocio de esas instituciones les impide destinar recursos para conocer en detalle las particularidades de la empresa y para evaluar la idoneidad de cada uno de los miembros de la Dirección, variable crítica en el caso de empresas nacientes, especialmente aquellas pertenecientes al sector tecnológico, donde

8 Específicamente los bancos comerciales.

el éxito está ligado a un equipo directivo experimentado (Roure y Maidique, 1986). La naturaleza de esas instituciones, por tanto, reduce considerablemente sus posibilidades de crecimiento al no recibir la financiación requerida. Sin embargo, no todas las empresas nacientes son candidatas a recibir financiación vía fondos de capital riesgo, debido a que estos sí realizan inspecciones muy exhaustivas de la situación real de las empresas y solo se decantan por aquellas que tienen potencial real de crecimiento, lo que los hace inversores altamente selectivos (Berger y Udell, 1998).

Los fondos de capital riesgo cuentan con la experiencia y con los profesionales necesarios para ayudar a la empresa naciente en su proceso de crecimiento, ayuda que se convierte en acompañamiento vital en las primeras etapas del ciclo de vida de la empresa. Adicionalmente, los fondos tienen la capacidad de entender los mercados y las nuevas tecnologías que emergen en ellos, y proveen recursos financieros y asesoría especializada a las empresas, gracias a las capacidades que poseen los gestores y miembros del equipo de trabajo (Davila, Foster y Gupta, 2003). Esa asesoría especializada tiene gran valor puesto que, en muchas ocasiones, el equipo directivo de la empresa requiere conocimientos específicos en la construcción de relaciones con otras empresas del sector, en la contratación de perfiles que se ajusten de manera precisa a los requerimientos de la empresa y en el diseño de políticas de *marketing* de un nuevo producto o servicio (Kanniainen y Keuschnigg, 2004). Así, el fondo de capital riesgo es aquel que tiene la capacidad de aportar esos conocimientos y ayudar a que la empresa naciente pueda crecer.

#### 4.2. Experiencia de los gestores

Para que una iniciativa empresarial sea exitosa se requiere un equipo directivo idóneo, capaz de hacer que la empresa crezca y se consolide, siendo innegable el hecho de que a medida que la empresa crece su gestión se hace más compleja y, por tanto, necesita un conocimiento amplio en materia de administración y dirección, conocimiento que podrían no tener los fundadores. Esa debilidad a nivel de dirección puede intervenir estratégicamente si la empresa cuenta con el acompañamiento de personas que tengan la suficiente experiencia y cualificación, personas como los gestores de fondos de capital riesgo, quienes adquieren una mayor experiencia y aprendizaje con cada nueva operación que realizan y esto hace que cada vez sean más asertivos al seleccionar las empresas, maximizando así las posibilidades de éxito de sus operaciones. Barber y Goold (2007) citan el caso de Permira, uno de los fondos tipo Private Equity más importantes de Europa, el cual realizó entre 2001 y 2006 más de treinta operaciones de adquisición y algo más de veinte operaciones de desinversión, situación que les permitió a los gestores adquirir una mayor experiencia en la compra, transformación y venta de empresas.

Los gestores de fondos de capital riesgo tienen la capacidad de aportar valor a las empresas independientemente de si el crecimiento de estas se da de forma orgánica o inorgánica, capacidad que ha sido planteada por diversos autores como Talmor y Vasvari (2011), quienes señalan que los gestores que tienen experiencia en actividades operativas por haberse desempeñado como consultores o directivos en alguna industria aportan mayor

valor a la empresa cuando esta crece de forma orgánica, mientras que aquellos gestores cuya experiencia se forjó en el área financiera, habiendo sido banqueros o contadores, aportan valor a la empresa cuando esta crece de forma inorgánica<sup>9</sup>. Ese crecimiento implica por supuesto un mayor valor, sobre todo cuando la empresa cuenta con el apoyo de un fondo de Capital Riesgo prestigioso, donde el gestor del fondo tiene una mayor experiencia, condición que aumenta la probabilidad de realizar la desinversión a través de una salida a Bolsa o a través de operaciones societarias, mecanismos de desinversión que son catalogados en la industria como exitosos (Cumming y Dai, 2010).

Otro aspecto importante a tener en consideración es que aquellos gestores que no tienen la experiencia mínima requerida para aportar valor a las empresas no solo afectan negativamente el desempeño de estas sino que pueden afectar el desarrollo de la industria del capital riesgo en general, como bien lo señalan Batjargal y Liu (2004) en su análisis a la industria en la República Popular China, donde encontraron que cerca del 40 % de los gestores de los fondos de capital riesgo fueron previamente empleados del gobierno, es decir, no tenían experiencia y solo el 4 % de ellos tenían algún tipo de experiencia en la gestión de un fondo, situación que explica el lento desarrollo de la industria en ese país.

La importancia que tiene la experiencia del gestor del fondo es reconocida por los propios gestores porque entienden que ella se traduce en aporte de valor. Hsu (2004) ofrece una clara muestra de esta percepción empresarial:

La financiación empresarial puede hacerse a través de distintas fuentes. Los emprendedores eligen el acompañamiento de un socio para aprovechar la experiencia práctica, los contactos y la reputación. "El dinero es siempre el mismo", dice Louis Volpe, presidente de Arrowpoint Communications. "Pero, ¿qué tipo de valor adicional obtienes? Con Matrix Ventures accedes a personas experimentadas y a una buena red de trabajo en el sector de las telecomunicaciones". Esos intangibles pueden hacer la diferencia en atraer los primeros clientes importantes, en atraer empleados de alto nivel y en conseguir los mejores agentes para la operación de salida a Bolsa. La experiencia puede hacer la real diferencia llevando a una nueva empresa en la dirección correcta de forma rápida. (p. 1809) [Traducción de los autores]

#### 4.3. Red de contactos

Uno de los mayores aportes de valor agregado que hacen los fondos es el acceso a su red de contactos, red que construyen con cada una de las operaciones de inversión, monitoreo y desinversión realizadas (Metrick, 2006). La creación, el fortalecimiento y el uso de la red de contactos es un activo muy valioso que le permite al fondo maximizar el beneficio de sus operaciones y hacer frente a las dificultades propias de la industria como las debilidades de las instituciones, del marco regulatorio, de los estándares contables y del marco legal (Ahlstrom y Bruton, 2006). Esa red de contactos de los fondos de capital riesgo suele estar constituida por empresarios, abogados, consultores y expertos

9 Operaciones societarias como fusiones y adquisiciones.

en diversas áreas, los cuales aportan su consejo profesional y le permiten al fondo implementar una gestión multidisciplinar.

Por otra parte, esa red de contactos le permite al gestor acceder a oportunidades de inversión que suelen pasar desapercibidas para muchos otros gestores que no tienen una red lo suficientemente amplia. Muchos de ellos han tenido trayectoria previa en bancos de inversión o en firmas de consultoría, lo que les permite formar una importante red de contactos en el ámbito financiero y de negocios, incrementando con ello las posibilidades de encontrar nuevas operaciones (Barber y Goold, 2007). Sin embargo, es importante resaltar que los fondos amplían su red al realizar operaciones sindicadas con otros fondos, lo que les permite tener acceso a proveedores de servicios especializados como *head hunters*, abogados de patentes, bancos de inversión, firmas contables, despachos de abogados, pudiendo también tener capacidad de encontrar y seleccionar potenciales directivos (Davila, Foster y Gupta, 2003; Hochberg, Ljungqvist y Lu, 2007).

Es importante mencionar que la posibilidad de conectar al fundador con otros agentes de la industria, agentes vitales para el crecimiento de la empresa, dependerá de la confianza existente entre ese fundador y el gestor. Como ejemplo, citamos el siguiente apartado:

Por ejemplo, yo prefiero hacer operaciones con personas con las que he trabajado previamente. Así, aunque hayamos realizado dieciséis o diecisiete transacciones en años anteriores, ellas no fueron realizadas con dieciséis o diecisiete emprendedores, sino que fueron hechas con veinticinco o treinta emprendedores. Muchas de ellas consisten en repetir operaciones. El mayor riesgo en nuestro negocio... es el "riesgo individuo" y cuando tú repites la operación con la persona con la que tuviste una buena experiencia, has eliminado el que considero el mayor riesgo de la industria, el "riesgo individuo". Yo sé que la posibilidad de que esa persona me estafe o me haga trampa es menor que si hiciera la operación con alguien desconocido, porque a esa persona ya la conozco. (Ahlstrom y Bruton, 2006, p. 307) [Traducción de los autores]

#### 4.4. Acceso a otras fuentes de financiación

Para una empresa, además de los fondos de capital riesgo, otras fuentes de financiación disponibles son los recursos que pueden aportar los mismos fundadores, los *business angels*, las corporaciones, los bancos y los gobiernos (Hellman y Puri, 2000). Los *business angels* suelen invertir en fases muy tempranas y lo hacen antes que los fondos de capital riesgo, mientras que las corporaciones y los bancos suelen invertir indirectamente a través de los fondos. Por su parte, los gobiernos aportan recursos gratuitos o subsidios que se obtienen en la mayoría de los casos a través de concursos empresariales o programas similares de impulso al emprendimiento. Con respecto a las inversiones que realizan los bancos en esta industria es preciso destacar que ellos aportan recursos después de que primero lo ha hecho un fondo, lo que significa que la participación de los fondos de capital riesgo le facilita a la empresa el acceso a la financiación bancaria.

Los bancos no invierten directamente en la compañía y buscan obtener beneficios adicionales en el futuro cuando la desinversión se da a través de una salida a Bolsa, debido

a que en ese momento podrán acompañar<sup>10</sup> al fondo en la operación de salida y recibirán entonces su correspondiente beneficio que proviene de dos fuentes: la compensación correspondiente por haber invertido y la comisión que cobran por haber estructurado la operación de desinversión. Además, el éxito de las operaciones aumenta si el fondo realiza diferentes desinversiones con un mismo banco (banco de inversión) que haya logrado ganarse una buena reputación en el mercado con transacciones exitosas (Gulati y Higgins, 2003; Hellman y Puri, 2000; Ivashina y Kovner, 2011; Jain y Kini, 2000). Sin embargo, Berger y Schaeck (2011) al estudiar la relación entre los fondos de capital riesgo y las empresas pequeñas y medianas en Italia, Alemania y Reino Unido, encontraron que cuando estas habían obtenido financiación vía capital riesgo eran menos proclives a buscar financiación bancaria, especialmente porque tenían gran credibilidad en los servicios no monetarios (valor agregado) que el fondo les podía aportar.

Algunas operaciones de inversión se hacen con otros fondos, situación que se conoce como inversión "sindicada", lo que permite generar sinergias dado que cada uno de los fondos tiene una mayor experiencia en aspectos específicos del proceso de inversión y, al agregar esas habilidades individuales, se le aporta mucho más valor a la empresa (Brander, Amit y Antweiler, 2002). Estos autores estudiaron varias operaciones de desinversión realizadas en Canadá durante el periodo 1992-1998 y encontraron que aquellas operaciones de capital riesgo que se realizaron bajo una estructura sindicada tuvieron, en promedio, mayores tasas de retorno que aquellas inversiones que fueron realizadas por un único fondo. Por tanto, otra fuente de financiación a la que puede acceder la empresa son otros fondos de capital riesgo que participan en operaciones sindicadas.

Una vez los fondos de capital riesgo llegan a la empresa, la posibilidad de que otros jugadores muestren interés en aportar capital es mayor. Según Leleux y Surlemont (2003) los gobiernos pueden ser uno de estos jugadores que entran a la escena de la financiación empresarial. En su estudio realizado en quince países de Europa para el periodo 1990-1996, los autores encontraron que algunos gobiernos no solo crearon y gestionaron fondos de capital riesgo para impulsar el desarrollo regional o la reestructuración de una determinada industria, sino que además su participación fue una consecuencia del desarrollo mismo de la industria; es decir, los gobiernos pueden actuar como fuentes adicionales de financiación después de que han participado primero los fondos de capital riesgo.

En relación con el rol del gobierno en la financiación a las empresas, Lerner (2002) destaca otro factor positivo. Debido a que muchas empresas nacientes y pertenecientes al sector tecnológico tienen mayores riesgos, pocos inversores están dispuestos a aportar recursos, inclusive algunos fondos de capital riesgo también se muestran reacios. Por tanto, cuando el gobierno a través del diseño de Programas Públicos de Capital Riesgo (Public Venture Capital Programmes) logra identificar y dar soporte a esas empresas que quedan por fuera del espectro de inversión de los fondos, otorga una especie de "sello de garantía" que certifica que esas iniciativas son de calidad y, de esa manera, algunos de esos fondos de capital riesgo tendrán una mayor disposición a invertir en dichas empresas.

10 El banco actúa como agente estructurador de la operación de salida a Bolsa.

También se destaca el hecho de que aquellas empresas que han tenido una mayor experiencia en la obtención de ese tipo de reconocimientos, que además van acompañados de capital, tienen mayor probabilidad de obtener recursos en el futuro y de consolidar su área particular de investigación, adquiriendo equipo y personal calificado necesario para su trabajo.

#### 4.5. Consejo y asesoría profesional

El acompañamiento del fondo de capital riesgo en la gestión de la empresa es clave en toda operación y debe ser además permanente, debido a que pueden surgir imprevistos a los que se les debe dar pronta solución, lo cual implica una disposición total por parte del gestor del fondo. Brouters, Brouters y Wilkinson (1995) ilustran esta situación al compartir la respuesta que le brindó un gestor de un fondo a otro que quería actuar como coinversor:

Antes de que yo le permita a otra entidad actuar como co-inversor en una de las empresas de mi portafolio, necesito tener un compromiso por parte del director general o de la persona del más alto nivel de esa entidad y nunca de alguien que esté por debajo de ese nivel. El compromiso consiste en que en cualquier momento, siete días a la semana, 365 días al año, yo, el gestor del fondo, debo ser capaz de contactar telefónicamente con ese alto directivo con la intención de ponerlo en comunicación directa con el gerente de la empresa que hace parte de mi portafolio. Si usted no se compromete a tener ese tipo de relación estrecha con el gerente de esa empresa para solucionar los problemas que surjan, entonces no me interesa trabajar con usted. (p. 20) [Traducción de los autores]

Cuando las empresas acceden a financiación vía fondos de capital riesgo deben cumplir con varios requisitos, entre ellos, presentar un plan de negocio. Sin embargo, estos planes suelen ser el reflejo de la percepción positiva que tienen los fundadores acerca del comportamiento futuro de la empresa y es posible entonces que no correspondan con la realidad de esta. Por ejemplo, Feld y Mendelson (2012) afirman que lo único cierto acerca de las predicciones financieras incluidas en los planes de negocio es que el 100 % de ellas son incorrectas. Resulta entonces de vital importancia la asesoría y el consejo profesional que brinda el fondo de capital riesgo, puesto que para lograr diseñar un plan de negocio que se ajuste de forma adecuada a la realidad de la empresa y a sus escenarios potenciales futuros, el fondo cuestionará los supuestos incluidos en el plan inicial; si los fundadores no brindan una respuesta que sea completamente satisfactoria, con la ayuda de consejeros externos formulará nuevos supuestos y modificará los ya presentados (Talmor y Vasvari, 2011).

Otro factor importante en el éxito de las operaciones es la distancia física entre el fondo de capital riesgo y las empresas, especialmente en el caso de los fondos que invierten en compañías nacientes, dado que una mayor cercanía a las empresas facilita el seguimiento de estas y permite aportar consejo y asesoría de forma rápida y eficiente.

Cumming y Dai (2010), al analizar algunas empresas nacientes y fondos de capital riesgo en Estados Unidos para el periodo 1980-2009, encontraron que cuando los fondos estaban geográficamente cerca de las empresas estos tenían mayor éxito<sup>11</sup> en sus operaciones de desinversión, debido a que la cercanía geográfica hace más eficientes los canales de comunicación (como conferencias con los fundadores y redes de trabajo personales y organizacionales) con esas empresas. Adicionalmente, los autores hallaron evidencia de que aquellos fondos con redes de contactos más amplias y con una mayor diversificación geográfica tenían una menor tendencia a invertir en empresas que estaban ubicadas a una menor distancia. Esto podría sugerir que aquellos fondos que cuentan con más experiencia no requieren estar geográficamente cerca de las empresas para incrementar la probabilidad de éxito en la desinversión.

#### 4.6. Servicios de contratación de altos perfiles

Los fondos de capital riesgo dedican gran parte de su tiempo al monitoreo y gestión de las empresas en las que han invertido y prestan especial atención a todos los pormenores del área de recursos humanos, lo que implica que deben ser muy hábiles tanto al evaluar al equipo directivo como al buscar y seleccionar los nuevos miembros que conformarán ese equipo. En esa labor, la reputación del fondo es muy importante y hace más eficiente el proceso de contratación de esos perfiles (Metrick, 2006). Cuando KKR, Bain Capital y Vornado Realty Trust volvieron privada a Toys "R" Us, estas firmas reemplazaron todo el equipo directivo de la compañía y pusieron en su lugar a otros directivos más idóneos, con el fin de desarrollar una nueva estrategia para la empresa (Barber y Goold, 2007), aportando con ello mayor valor y haciendo posible el crecimiento.

La consecución de los nuevos perfiles, en la mayoría de los casos, obedece a la decisión previa de prescindir de los servicios prestados por uno o varios de los colaboradores actuales de la empresa, dado que sus perfiles no se ajustan a las nuevas políticas que el fondo ha acordado con los fundadores o el equipo directivo. Esto hace posible que el fondo le ofrezca un valor agregado a la empresa cuando ocasionalmente decide prescindir de algún directivo que ha tenido un desempeño deficiente, buscando y contratando el directivo que entrará a reemplazarlo (Berger y Udell, 1998). Lo anterior implica que existe la probabilidad de que alguno de los miembros del equipo directivo de la compañía, incluyendo al gerente general, pueda ser removido de su cargo y ser reemplazado por otro perfil designado por el fondo. Lo que buscan los gestores con esos reemplazos<sup>12</sup> a nivel de recursos humanos es asegurar que la dirección de la empresa reúna las habi-

11 Para los autores, una operación de desinversión es exitosa si se hace a través de una salida a Bolsa (IPO) o a través de operaciones societarias como las fusiones y adquisiciones (M&A).

12 Los autores indican que el reemplazo del directivo suele ser una medida de último recurso, después de que habiendo contratado personal de soporte o a un entrenador de ejecutivos, el directivo siga presentando las mismas deficiencias en su gestión corporativa.

lidades y la experiencia necesaria para lograr unas mejores prácticas (Lerner, Leamon, Tighe y García-Robles, 2014).

Es innegable reconocer que muchos fondos de capital riesgo se comprometen directamente con la gestión y dirección de la empresa, logrando así que sus aportes de valor tengan un mayor impacto. Hellmann y Puri (2002) señalan, por ejemplo, que los fondos de capital riesgo cumplen una labor que va más allá del simple aporte de capital, teniendo un papel importante en el nivel directivo de la empresa, reemplazando en ocasiones a los fundadores por directores externos que se ajustan de mejor manera a las condiciones imperantes. Los mismos autores encontraron que aquellas compañías que han sido respaldadas por un fondo de capital riesgo tienen una alta propensión a usar la red de contactos aportada por el fondo para buscar y contratar personal para distintos departamentos, como los de ventas, *marketing*, labores administrativas y labores gerenciales.

#### 4.7. Posibilidad de crear alianzas estratégicas con otras empresas

Existe un concepto que se refiere a un tipo especial de alianzas estratégicas que realizan algunas empresas para cooperar entre sí, concepto conocido como *keiretsu*<sup>13</sup>. Lai (2000) define este término como un acuerdo organizacional creado por un grupo de compañías, el cual se debe a un control interno, a una cohesión, a una coordinación de políticas y a unas relaciones simbióticas entre todas esas compañías. En el contexto de la industria del capital riesgo sería plausible pensar que las empresas que son participadas por un mismo fondo podrían aprovechar su vínculo común y fortalecerse conjuntamente para obtener beneficios que favorezcan al grupo. De hecho, Lindsey (2003) encontró evidencia acerca de la existencia de ese tipo de comportamiento colaborativo entre empresas participadas por un mismo fondo y se apoya en el 'efecto *keiretsu*' para hacer referencia a que existe la probabilidad de que una firma A seleccione a la firma B para establecer una alianza, donde ambas firmas hacen parte del portafolio de un mismo fondo de capital riesgo. Lindsey concluye que un fondo aporta valor agregado a una empresa si, desde un primer momento, fue seleccionada porque se ajustaba adecuadamente a una estrategia de inversión premeditada.

Por su parte, Ivanov y Xie (2010), en su análisis de operaciones de salida a Bolsa por parte de empresas respaldadas por fondos de capital riesgo entre 1981-2000, encontraron que aquellas *start-ups* que obtuvieron mayores valoraciones eran justamente las que disfrutaban de la existencia de una alianza estratégica o relación de negocios muy cercana con las corporaciones a las cuales estaban adscritos<sup>14</sup> los fondos que invertían en ellas, lo que no sucedía cuando las alianzas se daban con otras corporaciones del mercado. Asimismo, Keil, Maula y Wilson (2010) señalan que los fondos de capital riesgo tradicionales cuando realizan operaciones sindicadas con fondos de capital riesgo corporativos,

13 Concepto tomado de la cultura japonesa.

14 Los autores plantean la existencia de dos tipos de inversores de capital riesgo: los tradicionales (independientes) y los corporativos (aquellos que son filiales de grandes corporaciones industriales).

tienen la posibilidad de acceder a recursos a los que no podrían acceder de otra forma, lo que implica que también se presentan alianzas estratégicas entre fondos que le dan a la empresa un mayor valor agregado.

La reputación del fondo de capital riesgo es muy importante cuando se trata de crear relaciones estratégicas para la empresa, debido a que el gestor, apalancado en esa reputación, puede usar sus contactos para que la empresa participada se apoye en otras empresas de su portafolio, inclusive en clientes y proveedores, situación que no sería posible para la empresa si no tuviese ese respaldo y acompañamiento del fondo (Metrick, 2006). La red de contactos y la posibilidad de usarla para crear alianzas es tremendamente importante para el crecimiento y el desarrollo de las empresas, ya que como bien señalan Kaplan y Lerner (2010) en su reflexión acerca del pasado, el presente y el futuro de la industria del capital riesgo, esta ha pasado de invertir en grandes empresas con potencial de crecimiento a hacerlo en compañías que tengan la capacidad de crecer de forma inorgánica a través de adquisiciones y de alianzas estratégicas, no con otras grandes empresas, sino con empresas pequeñas. De esta manera, la industria está presentando una transformación que pone el énfasis en las alianzas estratégicas como mecanismo que posibilita el crecimiento de las empresas.

## 5. CONCLUSIONES

La industria del capital riesgo aporta recursos financieros y no financieros a las empresas a través de los fondos de capital riesgo, vehículos de inversión que posibilitan el crecimiento y la expansión de muchas empresas, fundamentalmente las de menor tamaño, que encuentran dificultades para acceder a la financiación tradicional. Los principales aportes de esta industria son los de carácter no monetario o de valor agregado, puesto que son finalmente los que ayudan a la empresa a pasar a las siguientes etapas en su proceso de desarrollo. Destacamos entre esos aportes el impulso a las empresas nacientes, la experiencia de los gestores, la red de contactos, el acceso a otras fuentes de financiación, el consejo y asesoría profesional, los servicios de contratación de altos perfiles y la posibilidad de crear alianzas estratégicas con otras empresas.

En cuanto a los fondos de capital riesgo, estos son considerados como inversores inteligentes o *Smart Money*, toda vez que toman sus decisiones de inversión con base en la información que poseen, minimizando los riesgos, teniendo en cuenta las posibles formas de realizar la desinversión e incorporando sus expectativas a futuro. Sus decisiones de inversión y desinversión no son arbitrarias; obedecen a un proceso racional y estratégico de toma de decisión.

## REFERENCIAS

ACHLEITNER, A.-K. y FIGGE, C. (2012, marzo). Private equity lemons? Evidence on value creation in secondary buyouts. *European Financial Management*, 20(2), 406-433.

- AERNOUIDT, R. (2005). Executive forum: Seven ways to stimulate business angels' investments. *Venture Capital*, 7(4), 359-371.
- AHLSTROM, D. y BRUTON, G. D. (2006). Venture capital in emerging economies: Networks and institutional change. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(2), 299-320.
- ASCH, P., MALKIEL, B. G. y QUANDT, R. E. (1984, abril). Market efficiency in racetrack betting. *Journal of Business*, 57(2), 165-175.
- AVNIMELECH, G. y TEUBAL, M. (2004). Venture capital start-up co-evolution and the emergence & development of Israel's new high tech cluster: Part 1: Macro-background and industry analysis. *Economics of Innovation and New Technology*, 13(1), 33-60.
- BARBER, F. y GOOLD, M. (2007). The strategic secret of private equity. *Harvard Business Review*, 85(9), 53.
- BATJARGAL, B. y LIU, M. (2004). Entrepreneurs' access to private equity in China: The role of social capital. *Organization Science*, 15(2), 159-172.
- BERGER, A. N. y SCHAECK, K. (2011). Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and the Use of Venture Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 43(2-3), 461-490.
- BERGER, A. N. y UDELL, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, 22(6), 613-673.
- BOUÉ, A. R. (2002). *Value Added from Venture Capital Investors: What Is It And How Does It Get Into The Venture*. Recuperado de [http://webs2002.uab.es/edp/workshop/cd/Proceedings/3EDPW\\_ABoue.pdf](http://webs2002.uab.es/edp/workshop/cd/Proceedings/3EDPW_ABoue.pdf)
- BRANDER, J. A., AMIT, R. y ANTWEILER, W. (2002). Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis. *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- BRESLIN, E. D. (2010). Rethinking hydrophilanthropy: smart money for transformative impact. *Journal of Contemporary Water Research & Education*, 145(1), 65-73.
- BROUTHERS, K. D., BROUTHERS, L. E. y WILKINSON, T. J. (1995). Strategic alliances: choose your partners. *Long Range Planning*, 28(3), 2-25.
- CLARYSSE, B., BOBELYN, A. y DEL PALACIO AGUIRRE, I. (2013). Learning from own and others' previous experience: the contribution of the venture capital firm to the likelihood of a portfolio company's trade sale. *Small Business Economics*, 40(3), 575-590.
- CUMMING, D. y DAI, N. (2010). Local bias in venture capital investments. *Journal of Empirical Finance*, 17(3), 362-380.
- DAVILA, A., FOSTER, G. y GUPTA, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-708.
- DEGENNARO, R. P. (1989). The determinants of wagering behavior. *Managerial and Decision Economics*, 10(3), 221-228.
- DIMOV, D. P. y SHEPHERD, D. A. (2005). Human capital theory and venture capital firms: exploring «home runs» and «strike outs». *Journal of Business Venturing*, 20(1), 1-21.
- FELD, B. y MENDELSON, J. (2012). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. John Wiley & Sons.
- FENG, X., ZHOU, M. y CHAN, K. C. (2014, noviembre). Smart money or dumb money? A study on the selection ability of mutual fund investors in China. *The North American Journal of Economics and Finance*, 30, 154-170.

- GOMPERS, P., KOVNER, A., LERNER, J. y SCHARFSTEIN, D. (2006). Skill vs. luck in entrepreneurship and venture capital: Evidence from serial entrepreneurs. *National Bureau of Economic Research*.
- GULATI, R. y HIGGINS, M. C. (2003). Which ties matter when? The contingent effects of inter-organizational partnerships on IPO success. *Strategic Management Journal*, 24(2), 127-144.
- HAAGEN, F. (2008). The role of smart money: What drives venture capital support and interference within biotechnology ventures? *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 78(4), 397-422.
- HELLMAN, T. y PURI, M. (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. *Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- HELLMANN, T. y PURI, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*, 57(1), 169-197.
- HOCHBERG, Y. V., LJUNGQVIST, A. y LU, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62(1), 251-301.
- HSU, D. H. (2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *The Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- IVASHINA, V. y KOVNER, A. (2011). The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2462-2498.
- IVANOV, V. y XIE, F. (2010). Do corporate venture capitalists add value to start-up firms? Evidence from IPOs and acquisitions of VC-backed companies. *Financial Management*, 39(1), 129-152.
- JAIN, B. A. y KINI, O. (2000). Does the presence of venture capitalists improve the survival profile of IPO firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(9-10), 1139-1183.
- KANNIAINEN, V. y KEUSCHNIGG, C. (2004). Start-up investment with scarce venture capital support. *Journal of Banking & Finance*, 28(8), 1935-1959.
- KAPLAN, S. N. y LERNER, J. (2010). It ain't broke: The past, present, and future of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), 36-47.
- KEIL, T., MAULA, M. V. y WILSON, C. (2010). Unique resources of corporate venture capitalists as a key to entry into rigid venture capital syndication networks. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(1), 83-103.
- LAI, G. M.-H. (2000). Knowing who you are doing business with in Japan: a managerial view of keiretsu and keiretsu business groups. *Journal of World Business*, 34(4), 423-448.
- LANGE, J. E., BYGRAVE, W., NISHIMOTO, S., ROEDEL, J., STOCK, W. (2001). Smart money? The impact of having top venture capital investors and underwriters backing a venture. *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(4), 309-326.
- LARGE, D. y MUEGGE, S. (2008). Venture capitalists' non-financial value-added: an evaluation of the evidence and implications for research. *Venture Capital*, 10(1), 21-53.
- LELEUX, B. y SURLÉMONT, B. (2003). Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 18(1), 81-104.
- LERNER, J. (2002). When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective public venture capital programmes. *The Economic Journal*, 112(477), F73-F84.
- LERNER, J., LEAMON, A., TIGHE, J. y GARCIA-ROBLES, S. (2014). *Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean*. HBS Working Paper Number: 15-024.
- LINDSEY, L. (2003). *The Venture Capital Keiretsu Effect: An Empirical Analysis of Strategic Alliances among Portfolio Firms*. Unpublished working paper, Stanford University.

- LUUKKONEN, T. y MAUNULA, M. (2007). *Non-financial value-added of venture capital: a comparative study of different venture capital investors*. ETLA Discussion Papers, The Research Institute of the Finnish Economy (ETLA).
- MASON, C. (2013). Access to finance. A 'thought piece' for the *North East LEP Independent Economic Review*.
- METRICK, A. (2006). *Venture capital and the finance of innovation*. John Wiley and Sons.
- PRASCH, R. E. (2011). The Instability of Financial Markets: A Critique of Efficient Markets Theory. *Heterodox Analysis of Financial Crisis and Reform: History, Politics and Economics*, 60-71.
- RAMADANI, V. y GERGURI, S. (2011). Innovations: principles and strategies. *Strategic Change*, 20(3-4), 101-110.
- ROBBIE, W. y MIKE, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.
- ROURE, J. B. y MAIDIQUE, M. A. (1986). Linking prefunding factors and high-technology venture success: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 1(3), 295-306.
- SCHMELING, M. (2007). Institutional and individual sentiment: smart money and noise trader risk? *International Journal of Forecasting*, 23(1), 127-145.
- SCHWIENBACHER, A. (2010). Venture capital exits. *Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*, 387-405.
- SHILLER, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83-104.
- SHLEIFER, A. y SUMMERS, L. H. (1990). The noise trader approach to finance. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 19-33.
- SIDDIQUI, A. (2011). *Venture Capital Syndication in Australia: Patterns and Implications*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1750929>
- TALMOR, E. y VASVARI, F. (2011). *International private equity*. John Wiley & Sons.
- TAPPEINER, F., HOWORTH, C., ACHLEITNER, A.-K., SCHRAML, S. (2012). Demand for private equity minority investments: A study of large family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 3(1), 38-51.
- TYKVOVÁ, T. y BORELL, M. (2012). Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18(1), 138-150.