

VENTURE CAPITAL: UNA MIRADA AL CONSTRUCTO TEÓRICO, SU ROL EN LOS NUEVOS EMPRENDIMIENTOS Y AGENDA DE INVESTIGACIÓN FUTURA*

MARÍA ANDREA TRUJILLO DÁVILA**
ALEXANDER GUZMÁN VÁSQUEZ***
UNIVERSIDAD DE LOS ANDES

(Recibido: Enero 23 de 2008- Aprobado: Marzo 5 de 2008)

Resumen

La consolidación de los venture capital como industria, ha señalado un camino alternativo para la consecución de recursos financieros para aquellas empresas con características particulares tales como el pertenecer a sectores de alto riesgo, ser jóvenes, poseer problemas de asimetrías de información y no contar con un reconocimiento de su potencial futuro en un determinado sector. Una discusión alrededor del constructo teórico de los venture capital, el rol de los mismos más allá de la intermediación financiera, sus implicaciones en el área de política pública, así como oportunidades de investigación futura, son los tópicos abordados en la presente revisión a la literatura; la cual es construida bajo diferentes aportes teóricos y empíricos realizados y publicados en distintos journals académicos en la última década.

Palabras claves: venture capital, política pública, emprendimiento.

VENTURE CAPITAL: THEORETICAL CONSTRUCTION, THE ROLE OF NEW ENDEAVORS AND THE FUTURE AGENDA OF RESEARCH

Abstract

The consolidation of venture capital firms has proven to be an alternative way to attain financial resources for those firms with special characteristics, such as belonging to high-risk sectors, being new, having information asymmetry problems and lacking acknowledgment of its future potential. This paper discusses the theoretical construction of venture capital firms during the past decade, its role beyond financial intermediation, its consequences in the public sector, and the opportunities for future research.

Key words: Venture capital, public policy, entrepreneurship.

JEL: M13, P16, O16.

Trujillo, M. & Guzmán, A. (2008). Venture Capital: Una mirada al constructo teórico, su rol en los nuevos emprendimientos y agenda de investigación futura. Revista Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Militar Nueva Granada, XVI,(1).

* Agradecimientos a los profesores del seminario de Finanzas Corporativas del Doctorado en Administración de la Universidad de los Andes, Dr. Carlos Pombo y Dr. Eric Rodríguez, por sus valiosos aportes y seguimiento en la elaboración de este artículo, como trabajo final del curso en mención. Igualmente, agradecimientos al Dr. Juan Benavides, profesor del Doctorado en Administración, por su colaboración y orientación en este trabajo.

** Ingeniera sanitaria de la Universidad de Antioquia, Magíster en Administración de Empresas de la Universidad de los Andes, Estudiante Doctorado en Administración, Facultad de Administración, Universidad de los Andes. Bogotá, Colombia. Correo electrónico: ma.trujillo53@uniandes.edu.co

*** Magíster en administración, administrador de empresas. Estudiante Doctorado en Administración, Facultad de Administración, Universidad de los Andes. Bogotá, Colombia. Correo electrónico: ale-guzm@uniandes.edu.co

1. Introducción

En las últimas décadas, la investigación alrededor de los *venture capital* (de ahora en adelante VC) ha emergido como un área de creciente interés en el campo de las finanzas, no sólo para actores en el ámbito académico, sino también para directivos al interior de las organizaciones y para quiénes se desempeñan como hacedores de política pública. Tal interés ha dado lugar al surgimiento y consolidación de los VC como industria. Uno de los países pioneros en el desarrollo de la misma ha sido Estados Unidos. Gompers y Lerner (2001a), señalan el surgimiento de los VC en este país, a través de la realización de inversiones de alto riesgo desde la segunda guerra mundial hasta la actualidad, principalmente en compañías emergentes basadas en tecnología, comunicaciones, desarrollo de software y servicios de información. El comportamiento de la industria en términos de retornos sobre la inversión ha superado las expectativas en forma apreciable, presentando retornos sobre las inversiones desde niveles del 20% a comienzos de los años setenta, hasta retornos que superan el 125% a finales de los años noventa. El interés corporativo en los VC ha incrementado, no sólo por los altos retornos percibidos sobre la inversión, sino porque los VC comienzan a ser considerados fuentes de ventajas competitivas sostenibles para la organización (Gompers y Lerner, 2001a: 151).

Sin embargo, la consolidación de los VC como industria, ha sido desigual en el ámbito mundial. Santos (2003) estimó que más de seiscientos diez millones de dólares fueron invertidos por los VC en 1980 en los Estados Unidos, y que para 1998, el nivel de inversión se incrementó a doce punto cinco billones de dólares. De esta manera, el número de compañías que recibieron financiación seguidas de un desarrollo paralelo, paso de quinientos cuatro firmas en 1980 a mil ochocientas veinticuatro en 1998. En Europa en 1999, veinte millones de euros fueron direccionados a estimular el crecimiento de las inversiones de VC, lo que implica una consolidación de la industria en este continente. En América Latina la situación es sustancialmente diferente, pues la inversión en la industria de VC es aún incipiente. En 1996 se destinaron uno punto seis

billones de dólares, mientras que en el año 2002, la inversión decreció a setecientos nueve millones de dólares aproximadamente.

La consolidación de esta industria en países desarrollados ha llevado a que los VC sean percibido como un tópico a ser analizado a través de diferentes estudios, en su gran mayoría empíricos, que han delineado distintos enfoques sobre los cuales puede construirse teoría respecto a la temática de financiación de empresas y las diversas implicaciones que tienen los diversos mecanismos de financiación en el desempeño de la firma y del mercado.

El presente documento centrado en los VC, está basado en diferentes aportes teóricos y empíricos realizados y publicados en distintos *journals* académicos en las últimas décadas. El mismo representa una oportunidad para retomar el estado en el que se encuentra este tópico y dar respuesta a algunos interrogantes, tales como *¿cuál ha sido la construcción teórica del concepto?, ¿qué implicaciones ha tenido esta figura a nivel de firma y a nivel de mercado?, ¿qué áreas de consenso y debate alienan la investigación?* Para dar cumplimiento a lo mencionado, inicialmente se abordarán diferentes aportes en relación con el constructo teórico, posteriormente se analizará el papel que desempeñan los VC, los problemas de agencia y aspectos de política pública en relación con los mismos, y algunos tópicos sobre la investigación futura al respecto.

2. Constructo teórico

Desde un punto de vista conceptual, los distintos aportes teóricos recogidos en la literatura relacionada con VC, no han convergido hacia una definición unificada del constructo. En términos generales, los VC han sido concebidos como mecanismos de financiación para las empresas, principalmente para las nuevas empresas o nuevos emprendimientos. Gompers y Lerner (2001a) conciben los VC como un importante intermediario en los mercados financieros, que proveen capital a las firmas que podrían de otra manera tener dificultades para atraer financiamiento. Estas firmas generalmente se caracterizan por ser jóvenes, pequeñas, estar inmersas en altos

niveles de incertidumbre y poseer grandes asimetrías de información entre los emprendedores e inversionistas (Gompers y Lerner, 2001b:145).

Wright y Robbie (1998), afirman que los VC representan “la inversión llevada a cabo por inversionistas profesionales en el largo plazo, como el capital de riesgo financiero en nuevas firmas, donde la principal retribución es una ganancia eventual sobre el capital, complementada por un retorno en dividendos” (Wright y Robbie, 1998:521). Para estos autores, los VC incluyen no sólo la financiación de nuevas firmas, sino también la financiación de aquellas firmas que realizan reestructuraciones de forma radical, las cuales, en comparación con aquellas que cotizan en el mercado de capitales, presentan notables problemas de asimetría de información.

Una de las definiciones más precisas de VC que ha reconocido la literatura, es la propuesta por Deutsche Bundesbank (2000). En un sentido reducido, VC denota “la participación de capital en firmas jóvenes, tecnológicamente innovadoras, pequeñas y medianas, que no cotizan en el mercado de capitales, las cuales, a pesar de los bajos rendimientos actuales, poseen un alto potencial de crecimiento futuro [...] las compañías VC proveen a firmas jóvenes no sólo requerimientos de capital sino también amplia experiencia gerencial y otros servicios de consultoría” (Deutsche Bundesbank, 2000:16). Del mismo modo, Plagge (2006) concibe los VC, según la industria estadounidense, como el capital financiero adicional, proveído por terceras partes independientes, para financiar las primeras etapas de operación de la firma y que buscan permanecer en una compañía no transada públicamente en un periodo limitado de tiempo (Plagge, 2006:3).

Las definiciones proporcionadas por Deutsche Bundesbank (2000) y Plagge (2006) dan lugar a una conceptualización más específica de los VC, en el sentido en que consideran el propósito de operación

de los mismos más allá de la financiación de capital, al incluir dentro del funcionamiento de los VC, otras actividades relacionadas con el acompañamiento en el proceso de gestión y creación de valor para las firmas en un periodo de tiempo específico. Algunos autores han reconocido como propósito fundamental de los VC, la participación temporal en el capital de la firma con el fin de aumentar el valor de esta última, y una vez madurada la inversión realizada, el VC retira su participación a través de estrategias de salida obteniendo un beneficio¹.

Por otro lado, y considerando la importancia que han tenido las firmas pertenecientes a sectores de desarrollo tecnológico en el origen y crecimiento de la industria de los VC, este término ha sido concebido como una institución ligada a la necesidad de llevar rápidamente al mercado innovaciones tecnológicas y re-direccionar los flujos de capital hacia negocios de alto rendimiento. Gilson (2002) considera que los VC representan un importante motor del crecimiento macroeconómico y creación de trabajo. De este modo, los VC han sido la mayor fuerza en la comercialización de ciencia de vanguardia tal como la biotecnología y el catalizador de cambios en sectores altamente dinámicos en los Estados Unidos (Gilson, 2002:2).

Con el propósito de contextualizar la definición alrededor de este concepto, Santos (2003) en su trabajo realizado para LAVCA², propone una conceptualización de VC diferenciada por regiones, teniendo en cuenta las características de esta industria en Estados Unidos, Europa y América Latina. Santos señala que VC en Estados Unidos consiste en la inversión llevada a cabo por una organización financiera especializada en empresas de alto crecimiento y alto riesgo, las cuales están en las primeras etapas de desarrollo y necesitan capital y direccionamiento especializado.

Por otro lado, señala que en Europa el concepto de VC está menos diferenciado debido a que cual-

¹ Black and Gilson (1998) señalan que dentro de las principales estrategias de salida reconocidas por la literatura se encuentran las IPO (Initial Public Offering) por dos razones. En primer lugar proveen incentivos financieros para que los gerentes expandan su esfuerzo y compensen el capital; y en segundo lugar porque brindan a los gerentes una call option sobre el control de la firma desde que los venture capital renuncian al control.

² Latin America Venture Capital Association.

quier empresa dedicada a proveer capital de riesgo es considerada como *VC*. Cualquier operación de un proveedor privado de capital en Europa que proporcione capital de riesgo en la etapa de siembra, en la fase de iniciación de la empresa, en la etapa de crecimiento temprano o en expansiones en empresas de alto riesgo, es considerada como una operación de *VC*. En el contexto latinoamericano Santos (2003), señala que *VC* puede ser concebido como una operación de capital de riesgo que involucra la financiación, una cantidad de valor agregado generado en la prestación del servicio y el control ejercido por el *VC*.

Si bien en los párrafos precedentes se han esbozado algunas de las concepciones de *VC*, vale la pena señalar que el término ha sido en ocasiones conceptualizado como un tipo de capital privado. Plagge (2006), señala que en Europa la noción de *VC* se encuentra incluida dentro del capital privado. Mientras que generalmente el *VC* se asocia a la financiación de capital en las etapas tempranas de desarrollo de una empresa con potencial crecimiento, el término capital privado se ha reservado a firmas que pueden pasar al siguiente nivel. En otras palabras, los recursos de capital proveídos por el *VC*, alimentan el capital privado en sus etapas posteriores.

Otra concepción del término *VC* ha sido propuesta desde la teoría de redes organizacionales. Según Burt (1992), el *VC* crea valor llenando los vacíos estructurales –*structural holes*– que existen en las redes sociales, conectando proveedores de fondos sofisticados, por un lado, y emprendedores que intentan iniciar y hacer crecer sus compañías, por el otro. Es pertinente entonces aclarar los conceptos de red social y de *structural holes*. Sanz (2003) concibe una red como un “constructo relacional, en el cual las descripciones se basan en los conceptos de vínculos que unen actores que pueden ser personas, grupos, organizaciones o clusters de vínculos –así como de personas– en un sistema social” (Sanz, 2003:25). La constitución de redes representa una acción que busca mejorar el desempeño económico, y generar escenarios de aprendizaje y crecimiento organizacional. En todo caso, los beneficios económicos y el aprendizaje alcanzado en estos escenarios son determinados por la dinámica social

subyacente. En este sentido, la estructura que emerge de la interrelación se traduce en la existencia de una *red social* (Uzzi, 1997).

Por otra parte, los vacíos estructurales –*structural holes*–, son definidos por Burt (1992) como los brechas en los flujos de información entre los actores vinculados en una misma firma, pero que no están vinculados con otra. Un vacío estructural indica que los individuos a ambos lados del mismo tienen acceso a flujos de información diferentes (Hargadon y Sutton, 1997). Las redes con altos vacíos estructurales representan potencial acceso a socios no vinculados y consecuentemente a distintos flujos de información. De ahí, que los vacíos estructurales representen oportunidades para el intercambio de flujos de información entre firmas. Son entonces los *VC* quienes han llevado a cabo la tarea de hacer la interconexión entre firmas con necesidades de financiación y el capital necesario para llevar a cabo distintos emprendimientos.

En los párrafos precedentes se evidencia una tarea multipropósito llevada a cabo por los *VC*, la cual trasciende la financiación de capital, haciendo de éstos, inversionistas activos para la firma involucrados en actividades de control, monitoreo y acompañamiento a la gestión de la empresa hacia la búsqueda de altos desempeños y perdurabilidad en el corto y mediano plazo. Por lo anterior en el siguiente aparte se retomarán algunos de los principales roles que han señalado algunas investigaciones alrededor de los *VC*.

3. El rol de los “*venture capital*”

La teoría tradicional de intermediación financiera ha tendido a focalizarse en los roles que deben asumir los distintos actores dedicados a esta actividad con el fin de disminuir y hacer frente a los problemas de agencia que están inmersos en la puesta en marcha de una idea de negocio. Dichos problemas de agencia son generados entre los inversionistas –como proveedores de capital– y los emprendedores –como las firmas que son financiadas– Diamond (1984), Fama (1985) y Stiglitz (1985).

De este modo, Hsu (2004), señala que dentro de la literatura relacionada con esta temática se han identificado dos corrientes de investigación sobre las cuales subyacen los distintos roles que asumen los VC como intermediarios financieros. La primera de éstas se ha concentrado en el diseño de estructuras institucionales que permitan financiar los emprendimientos en sus etapas iniciales. Bajo este enfoque contractual el monitoreo y el control se constituyen en mecanismos fundamentales para solucionar los problemas de agencia entre inversionistas y emprendedores (Lerner 1995; Hellmann 1998; y Kaplan y Stromberg 2001, 2003, 2004). La segunda corriente de investigación está relacionada con el impacto de la participación de los VC en la firma, sobre la calidad de los proyectos a financiar, sobre la percepción de los inversionistas externos y la profesionalización del emprendimiento. Cuando la calidad de un nuevo proyecto no es directamente observable, los actores externos evalúan la solidez de los actores involucrados en el mismo; por lo tanto, la señal de la calidad es transmitida por las contrapartes que participan en el emprendimiento, entre ellos, los VC (Megginson y Weiss, 1991).

Abordar la primera corriente, algunos autores han considerado el monitoreo como una actividad necesaria para hacer frente a los problemas de asimetrías de información. Para Gompers (1995), el monitoreo conlleva altos costos y por ende es difícil realizarlo en forma continua. Sin embargo, los VC se ven orientados a evaluar constantemente los proyectos que son financiados y de esta manera, mantener vigente la opción de abandonarlos en cualquier momento. La duración de los fondos de capital proveídos por los VC a los emprendimientos y de ahí, la intensidad del monitoreo, podría estar negativamente relacionada con los costos de agencia esperados. Gompers (1995) considera que los costos de agencia incrementan en la medida en que declina la tangibilidad de los activos y aumentan tanto las opciones de crecimiento en el valor de la firma, así como la especificidad de los activos. De ahí que se requiera de un monitoreo exhaustivo por parte de los VC. (Gompers, 1995:1462).

Otro rol que ha sido reconocido como desempeñado por los VC es el control. Hellmann y Puri (2002),

argumentan que mientras los emprendedores pueden estar interesados en la maximización de sus propios beneficios (los cuales incluyen no sólo la rentabilidad de la firma, sino varios beneficios privados), los inversionistas están solamente enfocados en la maximización del beneficio percibido por los accionistas. Lo anterior sugiere que los fundadores o dueños iniciales de la firma y los inversionistas no logran fácilmente consenso respecto a la decisión de designar a la persona que ejercerá el control en la organización. Hellmann (1998) encuentra soporte en que los contratos eficientes pueden asignar el control a los VC sobre la decisión de contratar ó no a un gerente externo para ejercer el control en la organización. Por otro lado, Kaplan y Stromberg (2003) proveen evidencia empírica desde los contratos realizados entre los VC y las firmas financiadas, indicando que los derechos de control son en gran parte asignados a los VC.

Si se tienen en cuenta las asimetrías de información asociadas con las nuevas firmas, los proyectos de gobierno o control al interior de la organización toman un papel fundamental. Gompers (1995) argumenta que durante el proceso de exploración, los VC revisan los planes de negocio de las compañías jóvenes y diseñan contratos con éstas buscando disminuir los potenciales costos de agencia. Este planteamiento es sustentado por el trabajo de Sahlman (1990). Allí, este autor describe a los VC en términos de mecanismos de control que son comunes a la financiación a través de VC y que se emplean para administrar los costos de agencia. De esta manera Sahlman menciona tres mecanismos de control. El primero de ellos hace referencia al uso de activos financieros convertibles, el segundo a la sindicación de la inversión y el tercero al diseño de infusiones de capital. Este último mecanismo de control según Gompers (1995) permite a los VC reunir información y monitorear el progreso de las firmas, manteniendo la opción de abandonar los proyectos cuando sea el caso. El rol de la infusión de capital es análogo al de la deuda en las transacciones altamente apalancadas, ya que conserva la propiedad o la gerencia soportada en un "alto control" y reduciendo las pérdidas potenciales de las malas decisiones que puedan ser tomadas (Gompers, 1995, 1462).

Por otro lado para Sheu y Lin (2006), la gestión de los VC se focaliza en promover los principios de gobierno corporativo tales como la conformidad regulatoria y la revelación de la información y transparencia, en orden de proteger sus derechos y futuros incrementos de valor en las compañías en las que ellos invierten. Barry et al (1990), Megginson y Weiss (1991) sugieren que las compañías VC tienen funciones de supervisión y verificación.

Bajo esta misma línea de pensamiento, Lerner (1995) retoma el control ejercido por los venture capital. Lerner sostiene que los VC son reconocidos por proveer un control intensivo en los portafolios de las firmas que ellos financian. Dicho control se ve reflejado en la participación de los VC en los equipos directivos de las firmas, en la realización de visitas informales de manera frecuente, en las reuniones llevadas a cabo con clientes y proveedores y en la participación activa en las decisiones estratégicas del personal (Lerner, 1995:302). Para Lerner, la participación de los VC en las juntas directivas de las firmas privadas es mayor cuando es mayor la necesidad del control. Este enfoque es sugerido por Fama y Jensen (1983) y por Williamson (1983) quienes hipotetizaron que la composición de la junta directiva podría ser configurada por la necesidad del control en la organización. Estos autores argumentan que la junta podría tener una mayor responsabilidad para el control y consecuentemente los inversionistas externos tener una mayor representación, cuando es evidente el peligro de las desviaciones gerenciales sobre la maximización del valor de la firma.

Lerner (1995) revisó los cambios en los miembros de la junta directiva alrededor del tiempo en que la firma decidía cambiar al gerente. Lo anterior le permitió constatar que el reemplazo de los altos ejecutivos en las firmas de emprendimientos coincide con una crisis organizacional y con el aumento de las necesidades de monitoreo (Lerner, 1995:302).

Por otro lado vale la pena señalar que el control ejercido por los VC en las nuevas firmas involucra costos sustanciales. Lerner evidenció que los costos de transacción asociados con las visitas frecuentes y la intensiva participación de los VC en las activida-

des de la firma, son probablemente reducidos si los VC tienen una proximidad geográfica con las firmas que ellos financian, y por ende, controlan. En este sentido se encontró que la proximidad geográfica es un determinante importante de la membresía de los VC en la junta directiva de la organización y en la disminución de los costos asociados a dicho control (Lerner, 1995:302).

La segunda corriente de investigación acerca del rol desempeñado por los VC, destaca el impacto que pueden tener los VC en la percepción y confiabilidad de la información de la firma en el mercado. El trabajo realizado por Megginson y Weiss (1991), se enfoca en revisar como la presencia de los VC, como inversionistas en una firma, puede ser indicio de procesos de transparencia en la información disponible en el mercado para una firma que transa públicamente. De ahí, que si los VC asumen el rol de ente certificador, éstos pueden certificar que el precio de oferta de la emisión refleja toda la información disponible y relevante al interior de la organización.

A través del trabajo de Megginson y Weiss, se planteó la hipótesis acerca del rol de los VC como entes certificadores, el cual puede ser una función valiosa desde el punto de vista económico. La certificación proveída por los VC puede ser considerada como un sustituto parcial para complementar la certificación proveída por prestigiosos auditores y banqueros de inversión (Megginson y Weiss, 1991:879). Los resultados de esta investigación indican que la presencia de VC en la emisión de las firmas, maximiza la fracción de las ganancias de la IPO, y minimiza la subvaloración y los costos directos acumulados por la firma emisora. Un aspecto importante respecto al rol de ente certificador radica en que la credibilidad de la información de los VC se incrementa por el hecho de que ellos son los accionistas principales de la IPO y retienen porciones significativas de su participación después de la emisión. La presencia de los venture capital en la oferta de la firma, certifica la calidad de la emisión a través de la inversión en el capital financiero y reputacional.

Respecto al capital reputacional Hsu (2004), señala que mientras el capital financiero *per se* no es un bien diferenciado, la reputación de los VC que pro-

veen capital financiero puede ser una fuente de diferenciación entre las organizaciones dedicadas a financiar nuevos emprendimientos. Adicionalmente, Megginson y Weiss (1991) encontraron soporte de que las firmas con presencia de VC están dispuestas a atraer colocadores y auditores de alta calidad, así como una gran cantidad de inversionistas institucionales. Al reducir la asimetría de información entre la firma emisora y los inversionistas y especialistas financieros tales como los colocadores y auditores, los VC logran reducir los costos de la emisión pública (Megginson y Weiss, 1991:901).

Tal como lo ha reconocido parte de la literatura, el rol de los VC se extiende más allá de la intermediación financiera tradicional, ya que éstos juegan un amplio rol en la profesionalización de las compañías que financian (Gorman y Sahlman 1989; Bygrave y Timmons 1992). Utilizando un conjunto de datos que permitiera observar aspectos de la organización interna de 170 nuevos emprendimientos de alta tecnología en Silicon Valley, Hellmann y Puri (2002), evidenciaron el rol que juegan los VC en influenciar los desarrollos futuros de la organización en términos de los planes de opciones sobre acciones de la compañía, las contrataciones para cargos de alta gerencia y la formulación de políticas de recursos humanos. En términos generales los VC proveen soporte para la construcción de la organización interna en todos los niveles de la misma (Hellmann y Puri, 2002:169).

Otros de los roles asignados a los VC aparte de las funciones de monitoreo, control y certificación, son los relacionados con la valoración más precisa de los proyectos de inversión de las firmas emprendedoras y la inducción de procesos de transparencia en la supervisión y verificación de la información.

A pesar de las ventajas proporcionadas por los VC, éstos representan ciertas amenazas para los emprendedores. Si bien generan los beneficios abordados en los párrafos anteriores, representan una amenaza latente de expropiación ante ideas exitosas. El estudio realizado por Ueda (2004), sostiene que un entorno legal que soporte la provisión de capital a través de los VC, puede constituirse en una fuente de protección de los derechos de propiedad intelectual.

Ueda argumenta que los VC pueden evaluar de mejor manera la idea del emprendedor que los bancos, y dicha ventaja en la valoración de la idea supone el costo de revelación de la información de los propietarios y la amenaza de expropiación por parte de los VC. Por lo anterior, una fuerte protección a los derechos de propiedad intelectual debilita la amenaza de que los VC actúen de manera oportunista y puedan expropiar el proyecto del emprendedor (Ueda, 2004:620).

En síntesis, la literatura ha enfatizado principalmente en la función de los VC en el monitoreo y control realizado a las firmas, el mejoramiento de los proyectos de inversión adelantados por las mismas, la valoración más precisa de éstos proyectos, la profesionalización de las firmas financiadas, la inducción de procesos de transparencia y el mejoramiento de la percepción de éstas firmas por parte de los inversionistas. La reducción de los costos de agencia y de la asimetría de información es vital para el dinamismo de la economía. Por ende, la política pública juega un papel fundamental para la potenciación y consolidación de esta industria, y los impactos positivos de la misma en el bienestar económico y social. A continuación se revisarán algunos planteamientos teóricos respecto a la relación entre los VC y la política pública.

4. Venture Capital y política pública

Las actividades llevadas a cabo por los VC tienen una gran importancia debido al volumen de recursos que movilizan, el aumento generado en soporte prestado a diferentes emprendimientos, y por constituirse en un mecanismo puente entre la producción de conocimiento y la generación de nuevos negocios y sectores (Baumol, Litan y Schramm, 2007). Dichas actividades complementan el mercado de capitales al financiar prospectos para los cuales la financiación bancaria ya no es la única salida. Además, el sector bancario ha demostrado carecer de habilidades para la evaluación precisa de proyectos y no prestan apoyo permanente en la gestión en las firmas que ellos mismos financian.

Por lo anterior y bajo la asunción razonable de que cada gobierno está en capacidad de inducir altas ta-

sas de crecimiento económico y los planteamientos de la teoría del crecimiento endógeno – la cual sostiene que el principal conductor de crecimiento en un país, es la habilidad de la sociedad para generar y comercializar ideas–, Plagge (2006) señala que fomentar un dinamismo en el mercado de VC, parece ser un instrumento apropiado para incrementar el bienestar como un todo.

Considerando lo anterior, cabe entonces preguntarse ¿cuáles deben ser algunas de las características del entorno, que propicien el emprendimiento, y por ende incentiven el dinamismo requerido para el mercado de los VC? Baumol, Litan y Schramm (2007), resaltan la atención que requiere el rol del emprendimiento en el sistema capitalista. Estos autores señalan cuatro características que al observarlas dentro del marco de política pública, hacen un llamado a ejercer un cambio institucional que propenda por estimular sectores claves para el desarrollo económico y social de las regiones. En primer lugar, *la facilidad para iniciar y desarrollar negocios*, en dónde el gobierno tiene la tarea de disminuir los costos de creación de las mismas, hacer factible el sistema de bancarrotas vigente, y facilitar la formación y crecimiento de sectores financieros formales para canalizar recursos hacia sectores emprendedores e innovativos –en este punto puede hacerse referencia a los VC–. Una segunda característica la constituye la *existencia de sistemas de incentivos para la actividad emprendedora*, actividad que incluye no sólo los nuevos emprendimientos si no los ya existentes. El sistema de incentivos al que los autores hacen referencia, incluye el diseño de contratos soportados en un marco regulatorio que garantice la exigibilidad de los mismos, un sistema impositivo asequible que no vaya en detrimento de las iniciativas emprendedoras, sistemas de regulación o desregulación apropiados que inviten a la eficiencia y desarrollo de la innovación, reconocimiento especial a la generación de nuevas ideas a través de invenciones, y soporte a los procesos de investigación y desarrollo en donde las universidades son actores activos en la comercialización de los mismos.

En tercer lugar, se hace mención a la existencia de *sistemas de desincentivos*, direccionados hacia las actividades no productivas que buscan la extracción de rentas, actividades al margen de la ley y preferen-

cias desde el punto de vista tributario. Finalmente, hacen mención a la *estimulación de un entorno competitivo* que evite la formación de monopolios que inhiban el desarrollo y dinamismo de los sectores productivos en la economía (Baumol, Litan y Schramm, 2007: 121).

Parte de la literatura ha señalado que uno de los principales nichos de mercado sobre los cuales los VC se han enfocado son las empresas de alto riesgo en sectores de alta tecnología, en donde las actividades de investigación y desarrollo juegan un papel fundamental. Lerner (2002), realiza un trabajo direccionado a revisar las motivaciones de los esfuerzos adelantados por los organismos de gobierno para financiar empresas basadas en alta tecnología. Este autor señala que dichos esfuerzos han sido establecidos sobre dos supuestos compartidos. El primero de éstos está relacionado con la insuficiencia de capital proveído por el sector privado para dichos sectores, dada las características inherentes a este tipo de empresas. El segundo supuesto, hace referencia a que el gobierno puede identificar inversiones que en definitiva produzcan altos retornos privados y sociales o puede alentar a los intermediarios financieros a hacerlo. Una manera de canalizar dichos esfuerzos es a través de la creación de programas de VC de carácter público que atiendan los sectores que los VC privados no alcanzan a cubrir. Dichos programas permitirán que el VC público asuma el rol de entes certificadores de manera legítima para los inversionistas externos, y al mismo tiempo fomentar los spillovers tecnológicos generados en los procesos de investigación y desarrollo. Si los programas de gobierno pueden identificar y soportar áreas tecnológicas que son rechazadas por los VC privados, ellos podrían proveer el “sello de aprobación” de aquellas firmas con alto potencial y con necesidades de mostrar resultados. Para ello los oficiales de gobierno, considera Lerner (2002), deberán mitigar los problemas de asimetrías de información e identificar a las firmas con mayor potencial a pesar de los altos requerimientos en cuanto a la valoración precisa que demandan las empresas del sector tecnológico, dado las características particulares de las mismas.

Como parte de este análisis, Lerner (2002), propone algunas recomendaciones aplicables a los progra-

mas de VC de carácter público. La primera es la fuerte necesidad para los oficiales públicos de construir relaciones con y para el entendimiento de la industria de VC. Una segunda recomendación puntualiza en que los oficiales públicos deberán apreciar la flexibilidad que es central en los procesos de inversión de los VC. Lo anterior implica que las inversiones realizadas por los VC en entornos inciertos involucran cambios que no deben ser entendidos como limitaciones al proceso de inversión, sino como parte natural de la evolución de los mismos. Del mismo modo Lerner (2002), acentúa que los organismos de gobierno deberán considerar la identificación y evaluación del camino recorrido por las firmas que buscan financiación a través de los VC. Los oficiales de gobierno deberán identificar nuevos métodos de búsqueda de factores que les permitan de mejor manera diferenciar las firmas de alto desempeño que no han desarrollado completamente su potencial (Lerner, 2002:15).

En un trabajo más reciente, Di Giacomo (2004), resalta que los beneficios percibidos en el mercado de los VC, tales como desempeños superiores de las firmas con presencia de los mismos (Gompers and Lerner 1999), mejores desempeños para firmas post-IPO (Megginson and Weiss 1991), rápido crecimiento, altos spillovers entre las firmas de la misma industria y aumento en la creación de patentes (Kortum and Lerner 2000), mejoran el desarrollo económico del país y aseguran un impacto significativo en la productividad y creación de empleo. Considerando dichos beneficios, señala Di Giacomo, la intervención pública puede ocurrir de manera directa a través de la financiación de empresas nacientes así como en compañías que están en etapas de expansión; y de manera indirecta a través de reformas regulatorias, incentivos en el sistema tributario ó a través de la configuración de políticas de emprendimiento que favorezcan el capital de riesgo proveído por los VC (Di Giacomo, 2004: 23).

Otro de los aspectos relacionados con VC y política pública gira alrededor del cuestionamiento de si la política pública podría tratar de inducir la demanda de los VC, o si la oferta de los mismos puede ser inducida a través de los inversionistas en el mercado. Los planteamientos de Di Giacomo (2004) puede

mirarse desde el punto de vista de oferta y demanda en el mercado de VC. Queen (2002) argumenta que existen varias maneras en las que el sector público puede actuar tanto del lado de la demanda, ayudando a mejorar la calidad de las propuestas de los VC, como del lado de la oferta, a través de la intervención directa del gobierno para proveer fondos de capital, o de forma indirecta mejorando en entorno para los VC (Queen, 2002:3). Por otro lado, este autor señala que la potencialidad de incrementar la oferta de VC a través del sector público podría estimular en el corto plazo la actividad de creación de nuevos emprendimientos y aumentar la disponibilidad de buenas oportunidades de inversión en el mercado. De la misma manera puede considerarse que la provisión de capital financiero por parte del sector público, a la vez, ayuda a atraer fondos adicionales de capital desde el sector privado, lo cual podría contribuir hacia la financiación total de un proyecto de inversión.

Las investigaciones adelantadas por Lawton (2002) y Murray y Marriott (1998), soporta los planteamientos anteriores. Lawton (2002) se enfoca en proveer una visión crítica de las estructuras y dinámicas de VC en Europa y su relación con las iniciativas de política pública. La tesis central de este trabajo es que el sector público puede promover el empleo y el desarrollo económico a través de la estimulación y acceso a los VC, tarea que debe ser llevada a cabo por los hacedores de política. Murray y Marriott (1998), señalan que el establecimiento de políticas por parte del gobierno para incentivar la oferta de VC en los mercados de capitales establecidos para atender ciertas restricciones en cuanto a capital disponible, debilidad gerencial, imperfecciones del mercado y acceso a tecnología, son planes de acción que deben ser incluidos en las agendas políticas de los gobiernos que consideran los VC como actores del desarrollo económico.

Finalmente, puede plantearse que en la medida en que se incentiven actividades emprendedoras en los diferentes sectores de la economía, al mismo tiempo se está jalonando el dinamismo de la industria de los VC. Hart (2003) resalta la importancia de la política pública para el nivel de emprendimiento en una economía. Los esfuerzos en regulación que busquen incentivar los emprendimientos, pueden a su

vez tener un efecto indirecto sobre la industria de los VC. Luego de haber revisado la concepción teórica del concepto de venture capital, los diferentes roles que asumen los mismos y el impacto de la política pública en el desarrollo de actividades emprendedoras y en la industria de los VC, surgen asuntos que necesariamente deben seguir consolidando la investigación alrededor de esta temática.

5. Agenda de investigación futura alrededor de los Venture Capital

En los párrafos siguientes se resaltarán tópicos investigados en relación con los VC, los cuales, a su vez, destacan posibilidades de investigación futura para un mejor entendimiento de esta industria.

Una empresa recibe diferente apoyo dependiendo del tipo de VC que le provea financiación. Maula, Autio y Murray (2005) señalan que los VC independientes adicionan valor a las firmas apoyándolas en la consecución de recursos financieros adicionales, reclutando empleados claves y profesionalizando la organización. Por otra parte, los VC corporativos son mejores ayudando a las firmas jóvenes a construir credibilidad y capacidad comercial, y proveyendo soporte tecnológico. Por lo tanto, es necesario adelantar investigaciones para determinar el tipo de VC apropiado para las diferentes etapas afrontadas por las empresas en su nacimiento, crecimiento y consolidación.

Es necesario aclarar que dentro de los VC corporativos se pueden caracterizar varios subgrupos que igualmente adicionan valor de manera diferente a las empresas que financian. Según una caracterización propuesta por Knyphausen-Aufseß (2005), los VC corporativos se pueden subdividir a su vez en grandes empresas tecnológicas, grandes empresas no tecnológicas, compañías de consultoría gerencial y firmas *start-up* que invierten en otras empresas. De acuerdo con las habilidades de cada una de estas firmas, el valor que generar sobre las firmas financiadas es diferente.

Algunas investigaciones han buscado determinar cuáles son los factores que alientan los VC. Jeng y

Wells (2002) desarrollaron una investigación para encontrar los determinantes de los VC en una muestra de veintiún países. Los resultados sugieren que las políticas gubernamentales tienen un fuerte impacto alentando la inversión y definiendo el marco regulatorio. Además, la investigación demuestra que las IPO's (*Initial Public Offers*, o emisiones primarias de acciones) son extremadamente importantes para la inversión a través de los VC. Una explicación teórica puede encontrarse en que, debido a que el riesgo más relevante afrontado por los inversionistas es no tener su dinero de vuelta, un mecanismo viable de salida es necesario para el desarrollo de la industria (Jeng y Wells, 2002: 254). Además, Black y Gilson (1998) consideran que las IPO's representan la posibilidad para los VC de retornar el control al emprendedor. En referencia a lo anterior, puede desarrollarse futura investigación buscando establecer si las IPO's son las que facilitan los VC, o una cantidad importante de VC genera un número alto de IPO's en una industria, al ser utilizadas como mecanismo de salida.

Otra conclusión de Jeng y Wells (2002) es que las IPO's tienen menor poder explicativo en relación con las variaciones año a año de las inversiones de los VC en las primeras etapas del negocio, respecto a las variaciones realizadas en las últimas etapas del mismo. Estos resultados resaltan la necesidad de investigación futura enfocada en las primeras etapas de las inversiones de los VC, y refuerzan la idea respecto a que las etapas de los VC son diferentes.

En relación con lo anterior, Norton (1995) reconoce cinco etapas en los VC: la consecución de fondos; la identificación, análisis y selección de diferentes entidades para invertir; la estructuración de los términos de la inversión; la implementación del acuerdo y monitoreo a las firmas; y la obtención de retornos y la salida de la firma. Cada una de estas etapas ofrece oportunidades de investigación. Por ejemplo, Maier y Walker (1987) encontraron que tan sólo entre el 2% y el 3% de las firmas que buscan financiación, logran obtenerla. Por lo tanto, los criterios de selección utilizados en la etapa de identificación, análisis y selección de firmas a ser financiadas, es de interés para los emprendedores que buscan financiación.

Otra etapa que ofrece oportunidades de investigación es la relacionada con la obtención de retornos y la salida de la firma. De acuerdo con Gladstone (1988), existen seis estrategias de salida para las firmas de VC: (1) la venta de las acciones a través de una IPO's, (2) la recompra de las acciones por la firma financiada, (3) la venta de las acciones a otra compañía, (4) la liquidación de la firma financiada, (5) la venta de las acciones a otra firma de VC, y (6) la reorganización de la compañía financiada. Wang y Sim (2001) realizaron una investigación para determinar la racionalidad en la escogencia de la estrategia de salida en Singapur durante el periodo comprendido entre 1990 y 1998. En su investigación encontraron que las firmas de propiedad familiar y pertenecientes a industrias de alta tecnología utilizan como estrategia de salida principalmente las IPO's. Ahora bien, es posible realizar investigaciones que permitan determinar bajo qué condiciones del entorno, o en cuáles industrias priman otras estrategias de salida.

Se hace necesario realizar investigaciones en relación con posibles nuevos nichos de mercado para la industria de las VC. Randjelovic, O'Rourke y Orsato (2003) llaman la atención sobre un nuevo tipo de VC con alto potencial de crecimiento, denominado *green VC*. Este tipo de VC representa una provisión de capital de alto riesgo para emprendimientos ecológicos innovadores, que ofrece el potencial para obtener retornos financieros, así como una contribución al desarrollo sostenible (2003: 251). Para estos autores, la relación entre los *green VC* y los *eco-emprendedores* tiende a ser problemática por la falta de redes apropiadas para establecer dichas relaciones, la falta de buenos planes de negocios, y la falta de nichos de mercado para sus productos, entre otros. Sin embargo, el potencial de crecimiento es interesante debido a las regulaciones relacionadas con el desarrollo sostenible.

En el párrafo anterior se resalta cómo Randjelovic, O'Rourke y Orsato (2003) reconocen la importancia de las redes para el éxito de la tarea a realizar por parte de los VC. En este sentido, de acuerdo con Hochberg, Ljungqvist y Lu (2007) los VC que cuentan con relaciones de mayor calidad en las redes tiene un desempeño superior, debido a que una

posición más influyente al interior de la misma les permite el acceso a información privilegiada y a un mejor conjunto de oportunidades de inversión. Dada la importancia de las relaciones de los VC para su desempeño, es necesario realizar investigaciones en relación con los factores que determinan el posicionamiento de éstas empresas al interior de las redes a las cuales pertenece. Finalmente, tal como se abordó en el tercer aparte de este documento, la política pública tiene una alta relación con el desarrollo de la industria de los VC. McGlue (2002) propone cinco preguntas en relación con las políticas públicas y los VC: (1) ¿cuándo y dónde se requiere acción específica por parte de los organismos gubernamentales?, (2) ¿cuáles serían los objetivos específicos de esas acciones?, (3) ¿sobre qué principios debe fomentarse el VC?, (4) ¿cuáles son los mecanismos apropiados para estos propósitos?, y (5) ¿por cuánto tiempo deben ser usados los mismos? (McGlue, 2002:48). Estas preguntas representan una guía para el desarrollo de investigaciones sobre la política pública regional y el apoyo a la financiación de los emprendimientos.

Las oportunidades de investigación presentadas en los párrafos precedentes dan cuenta de la necesidad de participación de la comunidad académica, los organismos del sector público y los practitioners en el estudio de la industria de los VC, como intermediarios financieros con características específicas que favorecen y facilitan el éxito de las compañías financiadas, y generan un impacto positivo en el desarrollo económico de las naciones.

6. Comentarios

De acuerdo con los planteamientos presentados en líneas anteriores, es posible decir que los VC son uno de los principales intermediarios para la financiación de empresas con características particulares, tales como empresas pertenecientes a sectores de alto riesgo, jóvenes, pequeñas, con altos problemas de asimetrías de información y sin un reconocimiento de su potencial futuro en el mercado. Con el propósito de desarrollar dicho potencial, ha emergido de forma contundente la industria de los *venture capital*, liderada por Estados Unidos y Eu-

ropa, la cual continua consolidándose y mostrando resultados altamente positivos respecto a los retornos generados sobre la inversión y reconocimiento legítimo en el mercado de un actor que provee a las firmas que financian, beneficios mucho más allá de los recursos de capital.

La literatura ha reconocido gran variedad de roles llevados a cabo por los VC, los cuales impactan y son determinantes para el desarrollo de las organizaciones. Algunos teóricos han señalado como papel fundamental de los VC las labores de monitoreo y control encaminadas hacia la mitigación de problemas de agencia y asimetrías de información. Otros sin embargo, le han dado prioridad al impacto que genera la presencia de los VC en las firmas que financian. La participación de los VC dentro de la estructura de propiedad de la empresa, así como en las labores de asesoramiento y participación en juntas directivas, genera beneficios como la profesionalización de las firmas a las que se les provee capital, el mejoramiento de los proyectos de inversión adelantados por las mismas, la valoración más precisa de éstos proyectos, la inducción de procesos de transparencia y el mejoramiento de la percepción de éstas firmas por parte de los inversionistas. El impacto en la economía, teniendo en cuenta la cantidad de beneficios generados por los VC a las compañías financiadas, pone en evidencia las bondades de esta industria para el crecimiento económico de un país.

Debido a lo anterior, la política pública debe propiciar una plataforma legal que apoye el desarrollo de esta industria. Para algunos académicos, es necesario que las entidades gubernamentales desarrollen las funciones propias de los VC, apoyando sectores sobre los cuales el VC privado no haya mostrado suficiente interés, pero considerados de vital importancia para el desarrollo del país. Otros académicos recomiendan tomar acciones específicas a favor de esta industria, generando los sistemas de incentivos y desincentivos apropiados para cumplir con este objetivo. Adicional a lo anterior, se considera que estimulando el emprendimiento a través de la política pública, de manera indirecta se beneficia la industria de los VC, por lo que esta puede ser una medida alternativa utilizada por los hacedores de política.

La investigación alrededor de este tema quizás es una de las más pertinentes y con mayor potencial de aplicación. La financiación de nuevos emprendimientos y la generación de innovación a través de los mismos son de vital importancia para el progreso de las naciones.

Determinar los VC apropiados para diferentes etapas vividas por las empresas y para diversos sectores, incrementar la posibilidad de las empresas de obtener la financiación requerida, facilitar el negocio de los VC, encontrar mecanismos apropiados para el apoyo a esta industria a través de la política pública y reconocer nuevos nichos de mercado, son tareas que pueden ser desarrolladas por los centros de investigación y que resultarán en un mayor bienestar para la economía.

7. Referencias

- Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J. & Vetsupens M. (1990). "The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process". *Journal of Financial Economics*, 27: pp-447-471.
- Baumol, W., Litan, R. & Schramm, C. (2007). "Good Capitalism, Bad Capitalism, and the Economics of Growth and Prosperity". New Haven, CT: *Yale University Press*, pp321.
- Black, B. & Gilson, R. (1998). "Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets". *Journal of Financial Economics*; 47. pp- 243-77.
- Burt, S. (1992) "Structural Holes – The Social Structure of Competition". Cambridge, MA: *Harvard University Press*, pp-324.
- Bygrave, W. & Timmons, J. (1992). "Venture Capital at the Crossroads" *Harvard Business School Press*, Cambridge, MA: *Harvard University Press*.
- Deutsche, B. (2000). "The market for Venture capital in Germany". *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, October: pp-15-29.
- Di Giacomo, M. (2004) "Public Support to Entrepreneurial Firms: An Assessment of the Role of Venture Capital in the European Experience". *Journal of Private Equity*. Winter 2004;8(1):22-38.
- Diamond, D. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring" *Review of Economic Studies* LI, pp-393–414.
- Fama, E. (1985), "What's different about banks?" *Journal of Monetary Economics* Vol 15, issue 1; pp-29–39.

**VENTURE CAPITAL: UNA MIRADA AL CONSTRUCTO TEÓRICO, SU ROL EN LOS NUEVOS EMPRENDIMIENTOS
Y AGENDA DE INVESTIGACIÓN FUTURA**

- Fama, E. & Jensen, M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*; Vol 26, pp-301-325.
- Gilson, J. (2002), "Engineering a Venture capital Markets: Lessons from the American Experience". John M Olin Program in Law and economics Working Paper 248, *Stanford Law School, November*.
- Gladstone, J. (1988). "Venture Capital Investing: The Complete Handbook for Investing in Small Private Businesses for Outstanding Profits"(Englewood Cliffs: Prentice Hall).
- Gompers, P. (1995) "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital" *The Journal of Finance*, Vol. 50, No. 5; pp-1461-1489.
- Gompers, P. & Lerner, J. (1999). "What Drives Venture Capital Fund Raising?" *Brookings Papers on Economic Activity Microeconomics*, Vol 1; pp-49-92.
- Gompers, P. & Lerner, J. (2001a), "The Venture capital Revolution", *Journal of Economic Perspectives*, Vol 15, No. 2, Spring, pp- 145-168.
- Gompers, P. & Lerner J. (2001b). "The Money of Invention – How Venture capital Creates New Wealth". Boston, MA: *Harvard Business School Press*; pp-282.
- Gorman, M. & William, S. (1989), "What do venture capitalists do?" *Journal of Business Venturing*; Vol 4, pp-231–248.
- Hargadon, A. & Sutton, R. (1997) "Technology brokering and innovation: Evidence from a product design firm". *Administrative Science Quarterly*; Vol 42, pp-716–49.
- Hart, D. (2003) "Entrepreneurship Policy: What It Is and Where It Came From", en David M. Hart (ed.), *The Emergence of Entrepreneurship Policy. Governance, Start-ups and Growth in the U.S. Knowledge Economy*. Cambridge, UK, Cambridge University Press, pp. 3-19.
- Hellmann, T. (1998), "The allocation of control rights in venture capital contracts", *RAND, Journal of Economics*; Vol 29; pp-57-76.
- Hellmann, T. & Puri, M. (2004) "Venture Capital and the professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence". *Journal of Finance*; Vol 57(1); pp-169.
- Hochberg, L. & Lu. (2007). "Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance". *Journal of Finance*; Vol. LXII, February 2007 No. 1: pp- 251-302.
- Hsu, D. (2004), "What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?". *Journal of finance*. Vol LIX No. 4; pp-1805-1844.
- Jeng, L. & Wells, P. (2002). "The Determinants of Venture Capital Funding Evidence across Countries". *Journal of Corporate Finance*. Vol 6; pp-241-89.
- Kaplan, S. & Strömberg, P. (2001) "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring". *American Economic Review*; Vol 91(2): pp-426-430.
- Kaplan, S. & Strömberg, P. (2003) "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts". *Review of Economic Studies*; Vol 70 (243): pp-281-315.
- Kaplan, S. & Strömberg, P. (2004) "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses". *Journal of Finance*; Vol 59(5): pp-2177-2210.
- Knyphausen-Aufseß, D (2005). "Corporate Venture Capital: Who Adds Value?". *Venture Capital*. January 2005;7(1):pp-23-49.
- Kortum, S. & Lerner, J. (2000). "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation." *Rand Journal of Economics*, Vol. 31, No. 4; 674-692p.
- Lawton, T. (2002) "Missing the target: assessing the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth", *Venture Capital*, Vol 4, pp-7-23.
- Lerner, J. (1995) "Venture capitalist and the oversight of private firms" *Journal of finance*; Vol 50, pp-301-318.
- Lerner, J. (2002) "When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design of Effective 'Public Venture Capital' Programmes". *Economic Journal*; Vol 112 (477):F73.
- Maier, J. & Walker, D. (1987). "The role of venture capital in financing small business". *Journal of Business Venturing*. Vol 2(3), pp-207-214.
- Maula, M. & Autio, E. & Murria, G. (2005). "Corporate Venture Capitalists and Independent Venture Capitalists: What do they know, Who do They Know and Should Entrepreneurs Care?". *Venture Capital*. January 2005;Vol 7(1): pp-3-21
- McGlue, D. (2002). "The funding of venture capital in Europe: issues for public policy". *Venture Capital*. January 2002; Vol4(1): pp-45-58.
- Megginson, W. & Weiss, K. (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings" *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 3, pp- 879-903.
- Murray, C. & Marriott, R. (1998), "Why has the investment performance of technology-specialist, European venture capital funds been so poor?" *Research Policy*, Vol 27, pp-947–976.
- Norton, E. (1995). "Venture Capital as an Alternative Means to Allocate Capital: An Agency-Theoretic View". *Entrepreneurship: Theory & Practice*. Winter 1995; Vol 20(2): pp-19.
- Plagge, A. (2006), "Public policy for Venture capital: A comparison of the United States and Germany". *Deutsche Universitäts Verlag*. January; pp-139.

- Queen, M. (2002). "Government policy to stimulate equity finance and investor readiness". *Venture Capital*; Vol:1, pp-1-5.
- Randjelovic, J. & O'Rourke, A. & Orsato, R. (2003). "The emergence of green venture capital". *Business Strategy & the Environment* (John Wiley & Sons, Inc). July 2003;Vol 12(4): pp- 240-253.
- Sahlman, W. (1990) "The structure and governance of venture capital organizations", *Journal of Financial Economics* Vol 27, pp-473-524.
- Santos, Everett. (2003), "Venture capital: An Option for Financing Latin America's Small and Medium Enterprises". *Latin American VC Association*. Emerging Markets Partnership.
- Sanz, L. (2003): "Análisis de Redes Sociales: o cómo representar las estructuras sociales subyacentes". En *Apuntes de Ciencia y Tecnología* N° 7, Unidad de Políticas Comparadas, Consejo Superior de Investigaciones Científicas. Madrid.
- Sheu, D. & Lin, H. (2006) "A Study on the Information Transparency of the Involvements by Venture capital --Case from Taiwan IT Industry". *Journal of American Academy of Business*, Cambridge. September 2006; Vol 10(1): pp-227-233.
- Stiglitz, J. (1985), "Credit markets and the control of capital" *Journal of Money, Credit and Banking* Vol 17, pp- 133-152.
- Ueda, M. (2004). "Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation". *Journal of Finance*. April 2004;59(2):601-621.
- Uzzi, B. (1997). "Social Structure and Competition in Interfirm Networks: The Paradox of Embeddedness". En: *Administrative Science Quarterly*. Volumen 42, No.1, (March)
- Wang, C. & Sim, V. (2001). "Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore". *Venture Capital*. October 2001;Vol 3(4): pp- 337-358.
- Williamson, E. (1983), "Organization form, residual claimants, and corporate control", *Journal of Law and Economics*; Vol 26; pp-351-366.
- Wright, M & Robbie, K. (1998), "VC and private equity: a review and synthesis". *Journal of Business Finance & Accounting*; Vol 25(5/6): pp-521- 570.