



# **Startups en Colombia, financiamiento de proyectos innovadores a través de capital de riesgo**

**Jonnattan Muñoz Muñoz**

Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar al título de:  
Magister en Contabilidad y Finanzas

**Director:**

**Dr. Luis German Ome**

**Línea de Profundización:**

**Finanzas**

Universidad Nacional De Colombia  
Facultad De Ciencias Económicas  
Maestría En Contabilidad Y Finanzas  
Bogotá D.C., Colombia 2023

## Declaración de obra original

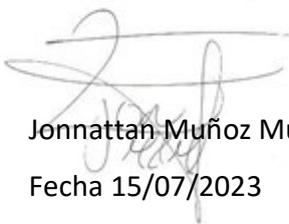
Yo declaro lo siguiente:

He leído el Acuerdo 035 de 2003 del Consejo Académico de la Universidad Nacional. «Reglamento sobre propiedad intelectual» y la Normatividad Nacional relacionada al respeto de los derechos de autor. Esta disertación representa mi trabajo original, excepto donde he reconocido las ideas, las palabras, o materiales de otros autores.

Cuando se han presentado ideas o palabras de otros autores en esta disertación, he realizado su respectivo reconocimiento aplicando correctamente los esquemas de citas y referencias bibliográficas en el estilo requerido.

He obtenido el permiso del autor o editor para incluir cualquier material con derechos de autor (por ejemplo, tablas, figuras, instrumentos de encuesta o grandes porciones de texto).

Por último, he sometido esta disertación a la herramienta de integridad académica, definida por la universidad.



Jonnattan Muñoz Muñoz

Fecha 15/07/2023

## **Startups en Colombia, financiamiento de proyectos innovadores a través de capital de riesgo**

### **Resumen**

Este estudio aborda la importancia y el impacto del capital de riesgo (Venture Capital - VC) en el financiamiento de startups en Colombia, un elemento crucial para el crecimiento económico y la innovación. Se identifican las principales barreras que las startups colombianas enfrentan en su búsqueda de financiamiento, y se proponen estrategias para superar estos desafíos.

Se realiza un análisis comparativo de las prácticas de inversión en capital de riesgo y las políticas públicas en México, Brasil, Chile, Finlandia, Australia y Reino Unido. Este análisis proporciona una visión global de las mejores prácticas y estrategias exitosas que podrían ser aplicables en el contexto colombiano.

A partir de estos hallazgos, se proponen sugerencias para la puesta en práctica de políticas públicas en Colombia que estimulen la evolución de instrumentos de capital riesgo para las startups. Dichas propuestas aspiran a optimizar la disponibilidad de financiación para las startups colombianas y, como resultado final, promover el crecimiento económico y la innovación en la nación.

**Palabras clave:** Startups, Venture Capital, políticas públicas, instrumentos financieros, inversión, estructura de capital, necesidades de financiamiento, fomento de la inversión, desarrollo económico, marco regulatorio y fiscal, gobierno corporativo, opciones de salida.

## **Startups in Colombia, Financing Innovative Projects Through Venture Capital**

### **Abstract**

This study addresses the importance and impact of Venture Capital (VC) in the financing of startups in Colombia, a crucial element for economic growth and innovation. The main barriers that Colombian startups face in their quest for financing are identified, and strategies to overcome these challenges are proposed.

A comparative analysis of venture capital investment practices and public policies in Mexico, Brazil, Chile, Finland, Australia, and the United Kingdom is conducted. This analysis provides a global view of best practices and successful strategies that could be applicable in the Colombian context.

Drawing from these findings, suggestions are put forward for the enactment of public policies in Colombia that catalyze the evolution of venture capital instruments for startups. These proposals strive to optimize the accessibility of financing for Colombian startups, with the ultimate goal of fostering economic growth and innovation across the nation.

**Keywords:** Startups, Venture Capital, Public Policies, Financial Instruments, Investment, Capital Structure, Financing Needs, Investment Promotion, Economic Development, Regulatory and Fiscal Framework, Corporate Governance, Exit Options.

## CONTENIDO

<b>1. Introducción</b> .....	1
<b>1.1. Presentación del problema y justificación de la investigación</b> .....	1
<b>1.2. Objetivos generales y específicos</b> .....	3
<b>1.3. Metodología</b> .....	4
<b>2. Perspectiva teórica y conceptual</b> .....	5
<b>2.1. Conceptos y definiciones de Venture Capital (VC):</b> .....	5
<b>2.1.1. Definición y concepto de VC:</b> .....	5
<b>2.1.2. Diferencias entre VC y otros tipos de financiamiento empresarial:</b> .....	5
<b>2.1.3. Características principales de las inversiones de VC:</b> .....	5
<b>2.2. Antecedentes y evolución de VC:</b> .....	6
<b>2.2.1. Antecedentes históricos del VC:</b> .....	6
<b>2.2.2. Hitos importantes en el desarrollo del VC:</b> .....	7
<b>2.2.3. Tendencias recientes en la evolución del VC:</b> .....	7
<b>2.3. Tipos de VC y sus características:</b> .....	8
<b>2.3.1. VC de primeras etapas (early-stage):</b> .....	8
<b>2.3.2. VC de etapas intermedias (mid-stage):</b> .....	8
<b>2.3.3. VC de última etapa (late-stage):</b> .....	9
<b>2.3.4. VC de crecimiento (growth-stage):</b> .....	9
<b>2.3.5. VC corporativo (corporate Venture Capital):</b> .....	9
<b>2.3.6. VC social (social Venture Capital):</b> .....	9
<b>2.4. Análisis conceptual de las etapas del ciclo de vida de las startups y su impacto en la estructura de capital y necesidades de financiamiento.</b> .....	10
<b>2.5. Fundamentos teóricos de la inversión en capital de riesgo y acceso al financiamiento para empresas emergentes.</b> .....	11
<b>2.5.1. Teoría de la agencia.</b> .....	12
<b>2.5.2. Teoría de la señalización</b> .....	13
<b>2.5.3. Teoría del ciclo de vida de la empresa</b> .....	14
<b>2.5.4. Teoría de la asimetría de información.</b> .....	15
<b>2.5.5. Teoría del capital humano.</b> .....	16
<b>2.5.6. Teoría del mercado de capitales.</b> .....	17
<b>2.6. Diseño, formulación e implementación de instrumentos financieros de Venture Capital</b> .....	18
<b>2.6.1. Tipos de instrumentos financieros de Venture Capital</b> .....	19

2.6.2.	Diseño de instrumentos financieros de Venture Capital.....	20
2.6.3.	Formulación e implementación de instrumentos financieros de Venture Capital.....	22
3.	Identificación de los factores que podrían permitir consolidar la oferta de instrumentos de capital de riesgo de acuerdo con la literatura.....	26
3.1.	Cultura emprendedora.....	26
3.2.	Marco regulatorio para la inversión en VC (modelos euro y anglo).....	27
3.3.	Marco tributario y transparencia fiscal.....	29
3.4.	Requerimientos de gobierno corporativo.....	30
3.5.	Opciones de salida (buyout-exit).....	31
4.	Revisión del estado del arte de los factores identificados y los instrumentos de VC en los países a analizar.....	32
4.1.	México.....	32
4.1.1.	Cultura emprendedora en México.....	32
4.1.2.	Marco regulatorio sobre capital de riesgo en México.....	33
4.1.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en México.....	34
4.1.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en México.....	35
4.1.5.	Opciones de buyout (exit) en México.....	36
4.1.6.	Políticas públicas que fomentan instrumentos de capital de riesgo en México.....	36
4.1.7.	Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en México.....	37
4.2.	Brasil.....	38
4.2.1.	Cultura emprendedora en Brasil.....	38
4.2.2.	Marco regulatorio sobre capital de riesgo en Brasil.....	39
4.2.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en Brasil.....	39
4.2.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en Brasil.....	40
4.2.5.	Opciones de buyout (exit) en Brasil.....	41
4.2.6.	Políticas públicas que fomentan instrumentos de VC en Brasil.....	41
4.2.7.	Instrumentos financieros de VC utilizados en Brasil.....	42
4.3.	Chile.....	43
4.3.1.	Cultura emprendedora en Chile.....	43
4.3.2.	Marco regulatorio sobre VC en Chile.....	43
4.3.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en Chile.....	44
4.3.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en Chile.....	44
4.3.5.	Opciones de buyout (exit) en Chile.....	45
4.3.6.	Políticas públicas que fomentan instrumentos de VC en Chile.....	45

4.3.7.	Instrumentos financieros de VC utilizados en Chile.....	46
4.4.	Finlandia .....	47
4.4.1.	Cultura emprendedora en Finlandia.....	47
4.4.2.	Marco regulatorio sobre VC en Finlandia.....	47
4.4.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en Finlandia .....	48
4.4.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en Finlandia .....	49
4.4.5.	Opciones de buyout (exit) en Finlandia.....	49
4.4.6.	Políticas públicas que fomentan instrumentos de VC en Finlandia .....	50
4.4.7.	Instrumentos financieros de VC utilizados en Finlandia.....	51
4.5.	Australia.....	51
4.5.1.	Cultura emprendedora en Australia.....	51
4.5.2.	Marco regulatorio sobre capital de riesgo en Australia.....	52
4.5.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en Australia .....	53
4.5.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en Australia .....	54
4.5.5.	Opciones de buyout (exit) en Australia .....	54
4.5.6.	Políticas públicas que fomentan los instrumentos de VC en Australia.....	55
4.5.7.	Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en Australia. ....	56
4.6.	Reino Unido.....	57
4.6.1.	Cultura emprendedora en el Reino Unido .....	57
4.6.2.	Marco regulatorio sobre el capital de riesgo en el Reino Unido .....	57
4.6.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en el Reino Unido.....	58
4.6.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en el Reino Unido.....	59
4.6.5.	Opciones de buyout (exit) en el Reino Unido.....	59
4.6.6.	Políticas públicas que fomentan instrumentos de capital de riesgo en el Reino Unido..	60
4.6.7.	Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en el Reino Unido .....	60
4.7.	Colombia.....	61
4.7.2.	Marco regulatorio sobre capital de riesgo en Colombia.....	63
4.7.3.	Marco tributario y transparencia fiscal en Colombia.....	64
4.7.4.	Requerimientos de gobierno corporativo en Colombia.....	65
4.7.5.	Opciones de buyout (exit) en Colombia .....	66
4.7.6.	Políticas públicas que fomentan instrumentos de capital de riesgo en Colombia .....	66
4.7.7.	Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en Colombia.....	67
5.	Propuestas para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia.....	68

5.1. Identificación de factores determinantes en la política pública para fomentar el crecimiento de los fondos de capital de riesgo para startups en Colombia.....	68
5.2. Propuestas para la mejora de las políticas públicas existentes y la implementación de nuevas políticas para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia. ....	70
5.3. Propuestas de instrumentos financieros de VC para Colombia .....	71
5.3.1. Propuesta 1: trust en bolsa (basado en el modelo de Reino Unido y México).....	71
5.3.2. Propuesta 2: fondo de coinversión con respaldo del gobierno (inspirado en Finlandia, Chile y Brasil) .....	74
6. Conclusiones y recomendaciones.....	76
6.1. Resumen de los hallazgos de la investigación.....	76
6.2. Conclusiones sobre los factores determinantes para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia.....	78
6.3. Recomendaciones para la implementación de políticas públicas que fomenten el desarrollo de instrumentos de capital de riesgo para startups en Colombia.....	80
Bibliografía.....	82

## **1. Introducción**

### **1.1. Presentación del problema y justificación de la investigación**

La inversión en capital de riesgo (Venture Capital - VC) puede tener un gran impacto en el crecimiento económico y la innovación. Sin embargo, hay diversas visiones para enriquecer las posibilidades de desarrollo en Colombia, la inversión en startups todavía no ha alcanzado su máximo potencial y las startups enfrentan barreras significativas para obtener financiamiento. Desde distintos autores se identifican esas opciones. Según Avellaneda y Martinelli (2018), el capital emprendedor en América Latina y el Caribe tiene un gran potencial, pero existen barreras que dificultan su desarrollo. Perea y Zuluaga (2017) indican que los retos y oportunidades del financiamiento de startups en Colombia son una realidad, en la que se debe buscar una solución para generar un mayor crecimiento de los fondos de capital de riesgo. La falta de inversión en startups también se observa en otros países de la región, como lo demuestra el informe de la IFC (2019) sobre el desbloqueo del potencial de las mujeres emprendedoras en América Latina y el Caribe.

Para potenciar la inversión en startups, es necesario identificar los factores que obstaculizan la oferta de instrumentos de capital de riesgo en Colombia y proponer soluciones para superar estas barreras. En su libro *Boulevard of Broken Dreams*, Lerner (2009) sugiere que los gobiernos pueden tener un papel importante en el desarrollo de los ecosistemas de startups, y que las políticas públicas pueden fomentar el crecimiento de los fondos de capital de riesgo con destinación a startups. Villanueva (2017) identifica los factores determinantes dentro de la política pública que fomentarían un mayor crecimiento de los fondos de capital de riesgo en Colombia. Además, es importante estudiar las prácticas exitosas en otros países, como lo indica Feld y Mendelson (2016) en su libro *Venture Deals*.

La falta de inversión en startups también se debe en parte a la falta de información sobre estas empresas en Colombia, lo que dificulta a los inversores tomar decisiones de inversión (Restrepo, 2017). Sahlman, W. A. (1990) indica que los inversores de capital de riesgo prefieren invertir en proyectos en etapas avanzadas de desarrollo, lo que limita el acceso a fondos para las startups en las primeras etapas. Para superar estos desafíos, es necesario comprender las necesidades de

financiamiento de las startups de acuerdo con las etapas del ciclo de vida, bajo las ópticas de estructura de capital y posibilidades de financiamiento.

La inversión en capital de riesgo es esencial para el desarrollo de startups, y puede tener un impacto positivo en la productividad de una economía (Hsieh, 2009). Colombo y Grilli (2010) sugieren que el capital humano de los fundadores y el capital de riesgo son factores clave en el crecimiento de las startups de alta tecnología. Por lo tanto, también es importante comprender desde la óptica teórica las limitantes de información presentes en las startups en Colombia, que no permite a los inversionistas tomar decisiones de inversión en este tipo de industria.

Para enriquecer el análisis, es esencial estudiar cómo se ha desarrollado la oferta de instrumentos de capital de riesgo en otros países y las políticas públicas que han fomentado este crecimiento. Stein y Wagner (2019) indican que el capital de riesgo es esencial para el desarrollo económico en América Latina, y que se necesitan más políticas públicas para fomentar su crecimiento. Además, el informe de KPMG (2021) sobre el financiamiento de capital de riesgo en América Latina en el primer trimestre de 2021 muestra que la inversión en startups sigue siendo una opción viable para los inversores, a pesar de los desafíos causados por la pandemia de COVID-19. Por lo tanto, es necesario conocer los factores más relevantes que han permitido consolidar la oferta de instrumentos de capital de riesgo en otros países y el desarrollo actual en Colombia.

La pandemia ha afectado negativamente la inversión en empresas emergentes, reduciendo la cantidad de financiamiento disponible. Según el informe del World Economic Forum (2020) sobre el informe de competitividad global, la pandemia ha afectado la inversión en startups en todo el mundo. A pesar de existir desafíos, la inversión en startups sigue siendo una opción viable para los inversores, lo que sugiere que la inversión en capital de riesgo seguirá siendo un tema importante en el futuro cercano.

En conclusión, para identificar qué factores podrían potenciar la oferta de instrumentos de capital de riesgo en el contexto Colombiano dirigidos a startups, desde la concepción de estos instrumentos y la definición de su implementación, se plantea una aproximación en varias dimensiones: un análisis comparativo con los mercados de México, Brasil, Chile, Finlandia, Australia y Reino Unido para identificar las prácticas exitosas y considerar las políticas públicas que fomentan el crecimiento de los fondos de capital de riesgo; comprender las necesidades de

financiamiento de las startups de acuerdo con las etapas del ciclo de vida, bajo las ópticas de estructura de capital y posibilidades de financiamiento; y comprender desde la óptica teórica las limitantes de información presentes en las startups en Colombia, que no permite a los inversionistas tomar decisiones de inversión en este tipo de industria. Finalmente resaltar que a pesar de los desafíos causados por la pandemia de COVID-19, la inversión en startups sigue siendo una opción viable para los inversores, lo que sugiere que la inversión en capital de riesgo seguirá siendo un tema importante en el futuro cercano.

## **1.2. Objetivos generales y específicos**

- **Objetivo general.**

- Identificar qué factores podrían potenciar la oferta de instrumentos de capital de riesgo en el contexto Colombiano dirigidos a Startups, desde la concepción de estos instrumentos y la definición de su implementación; realizando un comparativo con países como México, Brasil, Chile, Finlandia, Australia y Reino Unido.

- **Objetivos específicos**

- Comprender las necesidades de financiamiento de las Startups de acuerdo con las etapas del ciclo de vida, bajo las ópticas de estructura de capital y posibilidades de financiamiento.
- Comprender desde la óptica teórica las limitantes de información presentes en las Startups en Colombia, que no permite a los inversionistas tomar decisiones de inversión en este tipo de Industria.
- Conocer los factores más relevantes que han permitido consolidar la oferta de instrumentos de capital de riesgo en otros países y el desarrollo actual en Colombia.
- Identificar los factores determinantes dentro de la política pública que fomentarían un mayor crecimiento de los fondos de capital de riesgo con destinación a Startups.

- Proponer desde la oferta actual y las necesidades de financiamiento de las Startups en Colombia instrumentos financieros que permitan atraer una mayor inversión para su consolidación.

### **1.3. Metodología**

La metodología seleccionada para esta investigación es la revisión sistemática de la literatura, que es un enfoque utilizado para recopilar y sintetizar información relevante de manera objetiva y rigurosa (Tranfield, Denyer, & Smart, 2003). Según Fink (2019), la revisión sistemática es una técnica que permite la identificación y evaluación crítica de estudios previos relevantes para el tema de investigación, y la extracción de datos útiles a partir de esos estudios.

Esta metodología se utiliza ampliamente en la investigación de políticas públicas, ya que permite a los investigadores obtener una comprensión completa de un tema, incluyendo sus tendencias y vacíos. Asimismo, en el análisis comparativo de diferentes países y sistemas, la revisión sistemática es una técnica útil para analizar la literatura existente en diferentes contextos y sistemas,

A continuación, se presenta una lista de autores que proponen metodologías similares para el estudio del problema analizado:

- Landström, H. (2018). Handbook of research on Venture Capital. Este libro proporciona un compendio de estudios y reflexiones sobre capital de riesgo, incluyendo diferentes enfoques y temas clave como la gestión, el financiamiento, la inversión y el impacto económico y social.
- Cumming, D., & Johan, S. A. (2013). Venture Capital and private equity contracting: An international perspective. Este libro se centra en los aspectos legales y contractuales de las inversiones en capital de riesgo y private equity, analizando la regulación en diferentes países y las estrategias utilizadas por los inversores y los emprendedores para estructurar sus acuerdos.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). The Venture Capital cycle (2nd ed.). Este libro proporciona una visión general del ciclo de inversión en capital de riesgo, analizando las diferentes fases del proceso y los factores que influyen en las decisiones de inversión, así como los efectos económicos y sociales de la actividad de capital de riesgo.

## **2. Perspectiva teórica y conceptual**

### **2.1. Conceptos y definiciones de Venture Capital (VC):**

#### **2.1.1. Definición y concepto de VC:**

El capital de riesgo (Venture Capital - VC) es un tipo de financiamiento de empresas que implica la inversión de capital en empresas con un alto potencial de crecimiento y rentabilidad, pero también con un alto nivel de riesgo. Según Gompers y Lerner (2001), el VC se define como "el suministro de capital financiero a empresas jóvenes y en crecimiento que tienen el potencial de generar grandes retornos a los inversores". Otros autores, como Sahlman (1990) y Kaplan y Strömberg (2004), destacan que el VC se enfoca en empresas con tecnología avanzada, modelos de negocio innovadores y con un equipo de gestión altamente calificado.

#### **2.1.2. Diferencias entre VC y otros tipos de financiamiento empresarial:**

El VC se diferencia de otras formas de financiamiento empresarial en varias características. En comparación con el financiamiento bancario tradicional, el VC es más arriesgado y se enfoca en empresas más jóvenes e innovadoras. Además, mientras que el financiamiento bancario se basa en el flujo de efectivo proyectado y la garantía de activos, el VC se enfoca en el potencial de crecimiento y rentabilidad de la empresa. Por otro lado, en comparación con la financiación a través de los mercados de capitales, el VC suele implicar una participación más activa en la gestión de la empresa por parte del inversor (Hellmann, 2002).

#### **2.1.3. Características principales de las inversiones de VC:**

Las inversiones de VC suelen tener varias características comunes. Según Jain (2006), estas incluyen una alta tasa de fracaso, una alta rentabilidad esperada, una participación en la propiedad de la empresa y una inversión en acciones preferentes que otorgan derechos y privilegios específicos. Además, el VC suele ser una inversión a largo plazo y requiere un alto grado de participación y asesoramiento por parte del inversor.

La teoría de la agencia sugiere que los inversores de VC pueden actuar como agentes para los inversores institucionales y, por lo tanto, pueden estar más interesados en maximizar el valor de la empresa para los inversores que en maximizar el valor de la empresa en sí (Admati, 1994).

Además, los inversores de VC pueden tener incentivos para "grandstand" <sup>1</sup> o mostrar su capacidad de selección de empresas para atraer más inversores (Gompers P. A., 1996).

Además, según Gompers (1995), la estrategia de inversión en etapas múltiples y la estructuración de las inversiones de capital de riesgo en varias rondas pueden ser óptimas para reducir al mínimo el riesgo para los inversores. Por otro lado, Black y Gilson (1998) resaltan que las restricciones legales, fiscales y regulatorias pueden influir en la elección de financiamiento entre el mercado de valores y las instituciones bancarias.

En síntesis, el Capital de Riesgo (Venture Capital - VC) emerge como un tipo de financiamiento empresarial específico, primordialmente orientado hacia empresas jóvenes y disruptivas, y caracterizado por su alto nivel de riesgo y potencial de rendimientos. A diferencia de otras formas de financiamiento, el VC se distingue por la activa participación de los inversores en la gestión y dirección de la empresa, así como por su enfoque en la promesa de crecimiento y rentabilidad más que en garantías tangibles. Pese a que este modelo de inversión puede desembocar en altas tasas de fracaso, la posibilidad de lograr retornos excepcionales lo torna atractivo para los inversores dispuestos a asumir riesgos. El VC, en su rol dual de agente e inversor, tiene la capacidad de transformar las economías y redefinir los paradigmas de negocio a través de la potenciación de la innovación y el emprendimiento.

## **2.2. Antecedentes y evolución de VC:**

### **2.2.1. Antecedentes históricos del VC:**

El concepto de capital de riesgo no es nuevo y se puede rastrear hasta la época de la navegación de exploración de los siglos XV y XVI. En esa época, los inversores proporcionaban capital a los exploradores a cambio de participación en los ingresos de sus viajes (Fried, 1998). Sin embargo, la historia moderna del VC se remonta a la década de 1940, cuando las empresas emergentes de tecnología comenzaron a florecer en los Estados Unidos. A partir de este punto, se comenzó a observar un creciente interés por parte de los inversores en financiar empresas en sus primeras etapas, a través del suministro de capital para el crecimiento y la expansión.

---

<sup>1</sup> "Grandstand" se refiere a las acciones que toman las firmas jóvenes de capital de riesgo para señalar su habilidad a los inversionistas potenciales. Específicamente, las firmas jóvenes de capital de riesgo llevan empresas a la cotización pública más temprano que las firmas de capital de riesgo más antiguas, en un esfuerzo por establecer una reputación y recaudar con éxito capital para nuevos fondos.

En la década de 1960, se fundaron los primeros fondos de capital de riesgo formalmente organizados en los Estados Unidos. En esta década, se establecieron firmas que se dedicaban exclusivamente a invertir en empresas emergentes de tecnología y ciencias de la vida. Además, las empresas más grandes de capital de riesgo comenzaron a experimentar un crecimiento explosivo en la década de 1980, lo que llevó al establecimiento de firmas especializadas en invertir en empresas de tecnología de la información. Esto, a su vez, llevó a un boom en las empresas punto com de la década de 1990 (Kaplan & Strömberg, 2004)

### **2.2.2. Hitos importantes en el desarrollo del VC:**

Uno de los hitos más importantes en el desarrollo del VC fue la fundación de la American Research and Development Corporation (ARDC) en 1946, que se convirtió en la primera empresa de capital de riesgo organizada. La ARDC invirtió en empresas de tecnología y ciencias de la vida y fue instrumental en el éxito temprano de empresas como Digital Equipment Corporation (DEC) y Texas Instruments.

Otro hito importante fue la fundación de Kleiner Perkins en 1972, que se convirtió en una de las firmas más grandes y exitosas de capital de riesgo de la década de 1980. Kleiner Perkins invirtió en empresas como Genentech, Tandem Computers y Amazon, y ayudó a impulsar la revolución de la tecnología de la información (Metrick, 2010).

En la década de 1990, la industria del VC experimentó un boom en las empresas punto com. Este boom estuvo impulsado por una creciente demanda de capital para financiar empresas emergentes en el sector de la tecnología de la información. Sin embargo, este boom también llevó a una burbuja en las valoraciones de las empresas, y el colapso subsiguiente de muchas empresas punto com en el inicio de la década de 2000 (Lerner, 1995).

### **2.2.3. Tendencias recientes en la evolución del VC:**

En los últimos años, la industria del VC ha seguido evolucionando y experimentando cambios significativos. Una de las tendencias más destacadas es la diversificación geográfica de la actividad del VC, con un aumento en la actividad de VC en países fuera de los Estados Unidos. Esto ha llevado a una mayor atención a la diversidad y la inclusión en la industria, con la creación de fondos centrados en financiar empresas fundadas o dirigidas por mujeres y personas de diferentes etnias (Gompers, Gornall, Kaplan, & Strebulaev, 2017)

Otra tendencia importante en la evolución del VC en los últimos años ha sido el auge de la inversión de impacto. La inversión de impacto se refiere a la inversión en empresas con el objetivo de generar un impacto social o ambiental positivo, además de obtener un retorno financiero. Esta tendencia ha llevado al crecimiento de fondos de VC dedicados a invertir en empresas de impacto y a la creciente importancia de la medición del impacto social y ambiental en la evaluación de las empresas emergentes (Brest & Born, 2013).

Además, ha habido una mayor diversificación de los tipos de inversores, con un aumento en la participación de inversores institucionales y corporativos en la industria del VC. Los inversores institucionales, como los fondos de pensiones y los fondos soberanos, han aumentado su participación en el mercado del VC debido a la búsqueda de rentabilidad en un entorno de bajos rendimientos en otros mercados (Dushnitsky & Shaver, 2018). Por su parte, el VC corporativo ha experimentado un auge en los últimos años debido a la necesidad de las empresas establecidas de mantenerse a la vanguardia de la innovación y el cambio tecnológico (Gao, Huang, & Huang, 2016).

### **2.3. Tipos de VC y sus características:**

#### **2.3.1. VC de primeras etapas (early-stage):**

El VC de primeras etapas, también conocido como seed capital (capital semilla), se refiere a la financiación de empresas emergentes en sus primeras etapas de desarrollo. Este tipo de inversión se considera de alto riesgo, ya que las empresas en las primeras etapas a menudo tienen pocos o ningún ingreso y un alto grado de incertidumbre en cuanto a su éxito futuro. Sin embargo, también se considera de alta recompensa, ya que las empresas emergentes en las primeras etapas tienen un gran potencial de crecimiento (Sahlman, 1990).

#### **2.3.2. VC de etapas intermedias (mid-stage):**

El VC de etapas intermedias se refiere a la financiación de empresas emergentes que ya han pasado la etapa de seed capital y están en la etapa de desarrollo de su producto o servicio. Este tipo de inversión se considera de menor riesgo que el VC de primeras etapas, ya que las empresas emergentes han demostrado un cierto nivel de tracción en el mercado. Sin embargo, el potencial de crecimiento sigue siendo alto y el riesgo sigue siendo considerable (Gompers & Lerner, 2001).

### **2.3.3. VC de última etapa (late-stage):**

El VC de última etapa se refiere a la financiación de empresas emergentes que están en la etapa final de su desarrollo antes de salir a bolsa o de ser adquiridas por otra empresa. Este tipo de inversión se considera de menor riesgo que el VC de primeras etapas y el VC de etapas intermedias, ya que las empresas emergentes han demostrado un alto nivel de tracción en el mercado y están cerca de la rentabilidad. Sin embargo, el potencial de crecimiento es menor que en las etapas anteriores (Gompers & Lerner, 2001).

### **2.3.4. VC de crecimiento (growth-stage):**

El VC de crecimiento se refiere a la financiación de empresas que ya están establecidas y que tienen un alto potencial de crecimiento, pero que aún no han alcanzado su máxima capacidad de mercado. Este tipo de inversión se considera de menor riesgo que el VC de primeras etapas y el VC de etapas intermedias, ya que las empresas tienen un historial de ingresos y rentabilidad. Sin embargo, el potencial de crecimiento sigue siendo alto y el riesgo aún es considerable (Lerner, 1995) .

### **2.3.5. VC corporativo (corporate Venture Capital):**

El VC corporativo se refiere a la financiación de empresas emergentes por parte de corporaciones que buscan impulsar la innovación interna y adquirir nuevas tecnologías. Este tipo de inversión puede ser de cualquier etapa, desde el seed capital hasta la etapa de última ronda. A menudo, el VC corporativo se utiliza como una forma de complementar la estrategia de innovación de la corporación (Gompers & Lerner, 2001)

### **2.3.6. VC social (social Venture Capital):**

El VC social se refiere a la financiación de empresas emergentes con un enfoque en el impacto social o ambiental, además de la rentabilidad financiera. Este tipo de inversión se ha vuelto cada vez más popular en los últimos años y ha llevado a la creación de fondos especializados en la inversión de impacto. El VC social puede ser de cualquier etapa, desde el seed capital hasta la etapa de última ronda, y a menudo se utiliza como una forma de abordar problemas sociales y ambientales importantes (Jain, 2006).

#### **2.4. Análisis conceptual de las etapas del ciclo de vida de las startups y su impacto en la estructura de capital y necesidades de financiamiento.**

Las Startups se caracterizan por pasar por diferentes etapas en su ciclo de vida, cada una con necesidades y retos específicos. En general, se pueden identificar cuatro etapas principales en el ciclo de vida de una Startup: la fase de idea, la fase de puesta en marcha, la fase de crecimiento y la fase de consolidación (Zimmerer & Scarborough, 2015).

Durante la fase de idea, los emprendedores están enfocados en la conceptualización y desarrollo de la idea de negocio. En esta etapa, el financiamiento se enfoca en la obtención de recursos iniciales para la validación del modelo de negocio y la creación del prototipo. Las fuentes de financiamiento para esta etapa pueden ser los amigos y familiares, así como concursos y programas de aceleración empresarial (Brymer, Robertson, & Miner, 2011).

La fase de puesta en marcha se caracteriza por el lanzamiento del producto o servicio al mercado y la adquisición de los primeros clientes. En esta etapa, el financiamiento se enfoca en la consolidación de la empresa y la creación de una base de clientes. Las fuentes de financiamiento para esta etapa incluyen los inversionistas ángeles y las incubadoras de negocios (Blank & Dorf, 2012)

En la fase de crecimiento, la empresa ya tiene una base de clientes y se enfoca en la expansión del negocio. En esta etapa, el financiamiento se enfoca en la adquisición de nuevos clientes y la expansión del equipo de trabajo. Las fuentes de financiamiento para esta etapa incluyen los inversores de capital semilla y los inversores de la Serie A<sup>2</sup> (Zimmerer & Scarborough, 2015)

Finalmente, en la fase de consolidación, la empresa se enfoca en la consolidación de su posición en el mercado y en la expansión internacional. En esta etapa, el financiamiento se enfoca en la expansión a nuevos mercados y la adquisición de empresas complementarias. Las fuentes de

---

<sup>2</sup> Las rondas de financiamiento Serie A son la primera ronda de inversión que recibe una empresa después de la fase de la incubación (Ebben & Johnson, 2006). En esta etapa, la empresa generalmente ha desarrollado un prototipo y ha iniciado operaciones, pero aún no tiene ingresos significativos. La inversión típica en una ronda Serie A es de 2 a 10 millones de dólares.

financiamiento para esta etapa incluyen los inversores de la Serie B<sup>3</sup> y la Serie C<sup>4</sup> (Zimmerer & Scarborough, 2015).

## **2.5. Fundamentos teóricos de la inversión en capital de riesgo y acceso al financiamiento para empresas emergentes.**

Este capítulo profundiza en las teorías fundamentales que permiten explicar el comportamiento y las dinámicas de la inversión en capital de riesgo (VC), centrándose particularmente en su papel en la facilitación del acceso al financiamiento para empresas emergentes. Se exploran seis teorías a partir de.....

- Teoría de la agencia: Esta teoría discute la relación entre los propietarios de una empresa (los accionistas) y los que la administran (los directores y gerentes), y cómo esta relación puede influir en la toma de decisiones financieras y de inversión.
- Teoría de la señalización: Esta teoría explica cómo las empresas emergentes utilizan varias señales para indicar su potencial y calidad a los inversores.
- Teoría del ciclo de vida de la empresa: Según esta teoría, las necesidades y estrategias de financiación de las empresas cambian a medida que atraviesan diferentes etapas de su ciclo de vida.
- Teoría de la asimetría de información: Esta teoría aborda los desafíos que surgen cuando los emprendedores y los inversores poseen diferentes niveles de información sobre un negocio o tecnología.
- Teoría del capital humano: Esta teoría sostiene que la inversión en el equipo de gestión de una empresa emergente, en términos de habilidades y experiencia, es crucial para su éxito.
- Teoría del mercado de capitales: Esta teoría se centra en el papel de los mercados financieros en la asignación eficiente de recursos y la formación de precios, subrayando

---

<sup>3</sup> Las rondas de financiamiento Serie B son la siguiente etapa de inversión después de la ronda Serie A, y generalmente tienen lugar cuando una empresa está en una etapa de crecimiento temprano (Ebben & Johnson, 2006). Las empresas en esta etapa generalmente tienen una base de clientes establecida y están buscando expandirse. La inversión típica en una ronda Serie B es de 10 a 30 millones de dólares.

<sup>4</sup> Las rondas de financiamiento Serie C son la última ronda de inversión antes de que una empresa haga su salida a bolsa o sea adquirida por otra empresa (Ebben & Johnson, 2006). En esta etapa, las empresas generalmente están generando ingresos significativos y buscan capital para acelerar su crecimiento. La inversión típica en una ronda Serie C es de más de 30 millones de dólares.

la importancia del capital de riesgo como fuente de financiación para las empresas emergentes.

Estas teorías proporcionan una comprensión integral de los factores que influyen en las decisiones de inversión en capital de riesgo y cómo estas decisiones afectan a las empresas emergentes en términos de su acceso al financiamiento y su potencial de crecimiento y éxito.

### **2.5.1. Teoría de la agencia.**

La teoría de la agencia se enfoca en la relación entre el agente y el principal en una empresa. Según esta teoría, los conflictos de intereses entre el agente (gestor de la empresa) y el principal (inversor) pueden afectar negativamente el desempeño de la empresa. Para minimizar estos conflictos, se han desarrollado diversos mecanismos, como el monitoreo, la alineación de incentivos y la delegación de responsabilidades (Eisenhardt, 1989).

En el contexto del VC, los inversores institucionales (principales) proporcionan capital a los emprendedores (agentes) con el objetivo de maximizar el retorno de su inversión. Sin embargo, los emprendedores pueden tener intereses diferentes a los de los inversores y pueden tomar decisiones que no son óptimas para la empresa en su conjunto (Gompers & Lerner, 2004)

La teoría de la agencia sugiere que los inversores deben tratar de minimizar estos conflictos de intereses a través del monitoreo y la selección cuidadosa de los emprendedores. Los inversores pueden monitorear el desempeño de la empresa a través de reuniones regulares con los emprendedores y la revisión de los informes financieros de la empresa. Además, los inversores pueden alinear los incentivos de los emprendedores con los suyos a través de contratos de inversión que incluyen cláusulas de salida y programas de opciones sobre acciones (Kaplan & Stromberg, 2003)

Por otro lado, algunos autores han argumentado que los emprendedores también pueden ser vistos como principales en la relación con los inversores. Según esta perspectiva, los inversores pueden tener intereses diferentes a los de los emprendedores y pueden tomar decisiones que no son óptimas para la empresa en su conjunto. Para minimizar estos conflictos, los emprendedores deben seleccionar cuidadosamente a los inversores y negociar los términos de inversión que les permitan mantener el control de la empresa. (Baron & Hannan, 1994)

En conclusión, la teoría de la agencia es una perspectiva útil para entender las dinámicas entre los inversores y los emprendedores en el VC. Los inversores deben tratar de minimizar los conflictos de intereses a través de mecanismos como el monitoreo y la alineación de incentivos. Por otro lado, los emprendedores también deben ser conscientes de los conflictos de intereses y tratar de negociar los términos de inversión que les permitan mantener el control de la empresa.

### **2.5.2. Teoría de la señalización**

La teoría de la señalización se refiere a la forma en que las empresas pueden utilizar señales para transmitir información sobre su calidad y valor potencial a los inversores (Spence, 1973). Según esta teoría, las empresas pueden enviar señales a los inversores utilizando una variedad de medios, como la reputación de la empresa, el nivel de gastos en investigación y desarrollo, y la calidad de la administración (Allen & Faulhaber, 1989).

En el contexto de VC, la teoría de la señalización es particularmente relevante ya que las empresas emergentes enfrentan una gran cantidad de incertidumbre y riesgo, lo que hace difícil para los inversores determinar su calidad y potencial de éxito. Por lo tanto, las empresas emergentes pueden utilizar señales para transmitir información sobre su calidad a los inversores y aumentar la probabilidad de obtener financiamiento de VC (Kaplan & Stromberg, 2003).

Por ejemplo, las empresas pueden utilizar la reputación de sus fundadores o la calidad de su equipo directivo como una señal de su capacidad para gestionar y hacer crecer la empresa. Además, las empresas pueden utilizar el gasto en investigación y desarrollo como una señal de su compromiso con la innovación y la mejora continua de sus productos o servicios. Asimismo, la obtención de patentes o la adopción de estándares de calidad reconocidos en la industria pueden servir como una señal de la calidad y el valor potencial de la empresa (Gompers & Lerner, 2001). Es importante tener en cuenta que las señales no siempre son efectivas y pueden ser costosas de enviar. Además, las empresas pueden enfrentar problemas de credibilidad si sus señales no están respaldadas por hechos concretos. Por lo tanto, es importante para los inversores analizar cuidadosamente las señales que reciben de las empresas emergentes antes de tomar una decisión de inversión (Allen & Faulhaber, 1989).

En resumen, la teoría de la señalización sugiere que las empresas emergentes pueden utilizar señales para transmitir información sobre su calidad y valor potencial a los inversores de VC.

Estas señales pueden incluir la reputación de los fundadores, el gasto en investigación y desarrollo, la obtención de patentes y la adopción de estándares de calidad reconocidos. Sin embargo, es importante que los inversores analicen cuidadosamente estas señales antes de tomar una decisión de inversión.

### **2.5.3. Teoría del ciclo de vida de la empresa**

La teoría del ciclo de vida de la empresa propone que las empresas pasan por diferentes etapas a medida que crecen, y que estas etapas afectan tanto a la estrategia empresarial como a la financiación (Gompers & Lerner, 2004). Según esta teoría, las empresas emergentes, incluyendo a aquellas financiadas por VC, se encuentran en la etapa de desarrollo temprano, donde tienen necesidades de financiación diferentes a las de empresas más establecidas (Sahlman, 1990).

Durante la etapa de desarrollo temprano, las empresas emergentes enfrentan incertidumbres y riesgos significativos, lo que hace que sea difícil para ellas atraer financiación de fuentes tradicionales, como bancos y emisiones de bonos (Gompers & Lerner, 2004). En lugar de eso, las empresas emergentes buscan financiación de VC, que tienen un mayor apetito por el riesgo y una mejor comprensión de las necesidades y desafíos de las empresas emergentes.

A medida que las empresas emergentes crecen y se desarrollan, pasan por diferentes etapas, incluyendo la etapa de crecimiento, la etapa de expansión y la etapa de madurez. Cada etapa tiene sus propias necesidades de financiación y requerimientos de estrategia empresarial (Sahlman, 1990). Durante la etapa de crecimiento, por ejemplo, las empresas emergentes necesitan financiación adicional para expandir su capacidad de producción y aumentar sus ventas, mientras que, en la etapa de expansión, pueden necesitar financiación para ingresar a nuevos mercados o desarrollar nuevos productos.

En el contexto del VC, la teoría del ciclo de vida de la empresa tiene implicaciones importantes para la financiación de las empresas emergentes. Los inversores de VC buscan invertir en empresas emergentes en las primeras etapas de su ciclo de vida, cuando tienen un mayor potencial de crecimiento y una mayor necesidad de financiación (Gompers & Lerner, 2004). A medida que las empresas emergentes crecen y pasan por diferentes etapas, los inversores de VC pueden buscar vender sus participaciones a otros inversores o salir de la inversión mediante una oferta pública inicial (IPO) o una venta estratégica (Sahlman, 1990).

En resumen, la teoría del ciclo de vida de la empresa propone que las empresas pasan por diferentes etapas a medida que crecen, y que estas etapas afectan tanto a la estrategia empresarial como a la financiación. En el contexto del VC, esta teoría destaca la importancia de la financiación en las primeras etapas del ciclo de vida de la empresa, cuando las empresas emergentes tienen necesidades de financiación únicas y mayores riesgos.

#### **2.5.4. Teoría de la asimetría de información.**

La teoría de la asimetría de información sugiere que, en una transacción financiera, una parte puede tener información privilegiada sobre la calidad del activo subyacente y la otra parte puede tener información limitada o incompleta. En el caso de la inversión en VC, los emprendedores tienen información asimétrica en comparación con los inversores, ya que conocen mejor el negocio y la tecnología subyacente. Esta información asimétrica puede llevar a problemas de selección adversa y riesgo moral en la toma de decisiones de inversión (Allen, Qian, & Qian, 2005).

Para superar la asimetría de información, los inversores de VC utilizan una variedad de herramientas y mecanismos. Por ejemplo, pueden realizar una debida diligencia exhaustiva antes de invertir en una empresa emergente, lo que implica investigar y analizar la tecnología, el mercado, la gestión y los riesgos de la empresa. También pueden utilizar cláusulas contractuales, como la inclusión de restricciones en la toma de decisiones de gestión de la empresa emergente, para minimizar el riesgo moral (Lerner, 2010).

Además, los inversores de VC también pueden utilizar señales para evaluar la calidad de una empresa emergente y reducir la asimetría de información. Las señales pueden incluir la participación de inversores previos, el éxito de la empresa en el mercado, la experiencia y la reputación de la gerencia y la calidad de la tecnología subyacente. La teoría de la señalización, discutida anteriormente, se relaciona con la utilización de señales para reducir la asimetría de información en la inversión en VC (Jia & Wang, 2017)

Otro enfoque para superar la asimetría de información en la inversión de VC es a través de la relación entre los inversores y los emprendedores. Una relación cercana y de confianza puede permitir que los inversores obtengan información de primera mano sobre la empresa emergente y la tecnología subyacente, lo que reduce la asimetría de información (Gompers & Lerner, 2001).

En resumen, la teoría de la asimetría de información es importante en la inversión de VC debido a la naturaleza asimétrica de la información entre los inversores y los emprendedores. Los inversores pueden superar la asimetría de información utilizando herramientas como la debida diligencia, la inclusión de cláusulas contractuales y la utilización de señales. Además, una relación cercana y de confianza entre los inversores y los emprendedores puede reducir la asimetría de información y mejorar la toma de decisiones de inversión.

#### **2.5.5. Teoría del capital humano.**

La teoría del capital humano sostiene que la inversión en capital humano, es decir, la educación y la formación de los trabajadores, puede aumentar su productividad y, por lo tanto, la rentabilidad de la empresa (Becker, 1964). En el contexto del VC, el capital humano es un factor crítico para el éxito de una empresa emergente, ya que los fundadores y el equipo de gestión son considerados como un elemento clave para el éxito de una inversión de VC (Gompers & Lerner, 2004)

La inversión de VC en una empresa emergente no solo se basa en el producto o la tecnología de la empresa, sino también en el capital humano que la compone (Kaplan & Stromberg, 2003). Los inversores de VC buscan empresas lideradas por fundadores y equipos de gestión con una experiencia y habilidades adecuadas para llevar a cabo la estrategia de la empresa. Además, los inversores de VC también pueden ofrecer recursos y experiencia en la formación y gestión del equipo de la empresa emergente (Sahlman, 1990).

Sin embargo, la teoría del capital humano también sugiere que el costo de la formación y la educación de los trabajadores puede ser significativo, y que estos trabajadores pueden optar por abandonar la empresa una vez que han adquirido la formación y la educación necesarias (Becker, 1964). Por lo tanto, los inversores de VC pueden considerar la posibilidad de ofrecer incentivos adicionales a los fundadores y al equipo de gestión para retenerlos y asegurar su compromiso con la empresa a largo plazo.

La teoría del capital humano también destaca la importancia de la diversidad en el equipo de gestión y de la inclusión en la contratación de empleados y en la toma de decisiones (Huang & Pearce, 2015). La diversidad de género y de origen étnico en el equipo de gestión puede aportar diferentes perspectivas y experiencias que pueden ser beneficiosas para la empresa emergente.

Además, la inclusión y la equidad en la contratación y promoción de empleados pueden fomentar un ambiente laboral positivo y aumentar la lealtad y el compromiso de los trabajadores con la empresa.

En conclusión, la teoría del capital humano es relevante en el contexto del VC, ya que destaca la importancia del equipo de gestión y la formación en la evaluación de una empresa emergente. Los inversores de VC deben considerar el capital humano como un factor crítico para el éxito de una inversión y pueden ofrecer recursos y experiencia para formar y gestionar el equipo de la empresa emergente. Además, la diversidad y la inclusión en el equipo de gestión y la contratación de empleados pueden contribuir a una cultura empresarial positiva y aumentar el compromiso y la lealtad de los trabajadores.

#### **2.5.6. Teoría del mercado de capitales.**

La teoría del mercado de capitales se enfoca en el papel que juegan los mercados financieros en la asignación de recursos y en la formación de precios. Los inversores buscan invertir en instrumentos que le brinden una rentabilidad adecuada al riesgo asumido, lo que resulta en un mercado de capitales eficiente. En el contexto de la inversión de capital de riesgo (VC), la teoría del mercado de capitales sugiere que el capital de riesgo es una fuente importante de financiamiento para las empresas emergentes. Como resultado, el éxito de las empresas de capital de riesgo depende en gran medida de la eficiencia del mercado de capitales para asignar fondos a las empresas emergentes que tienen un alto potencial de crecimiento y retorno.

(Kaplan & Stromberg, 2003) encontraron que las empresas emergentes exitosas obtienen términos de contrato más favorables que las empresas que fracasan, lo que sugiere que los inversores en VC utilizan la información del mercado para estructurar sus acuerdos de inversión. Además, los inversores en VC también están sujetos a riesgos de información asimétrica. Maksimovic y Phillips (2011) encontraron que los inversores en VC pueden tener problemas para evaluar la calidad de los proyectos de inversión debido a la naturaleza incierta y asimétrica de la información disponible. Por lo tanto, los inversores pueden confiar en señales de otros inversores y en la reputación de los fundadores de la empresa emergente para tomar decisiones de inversión informadas.

Otro aspecto importante de la teoría del mercado de capitales es la importancia del acceso al financiamiento externo. Kuppuswamy y Villalonga (2016) (Kuppuswamy & Villalonga, 2016) encontraron que durante la crisis financiera de 2007-2009, las empresas diversificadas que tenían acceso a fuentes externas de financiamiento, como el capital de riesgo, eran más capaces de continuar invirtiendo en proyectos de innovación. Esto sugiere que el acceso al capital de riesgo puede tener un impacto positivo en la capacidad de las empresas emergentes para superar situaciones difíciles.

En resumen, la teoría del mercado de capitales proporciona una base sólida para comprender la dinámica de la inversión en VC y la importancia del acceso al financiamiento externo para las empresas emergentes. A través de la evaluación de la información asimétrica, el uso de señales y la estructuración de los contratos de inversión, los inversores en VC pueden tomar decisiones informadas para asignar fondos a las empresas emergentes con mayor potencial de crecimiento y retorno.

## **2.6. Diseño, formulación e implementación de instrumentos financieros de Venture Capital**

El capítulo actual se centra en la formulación e implementación de instrumentos financieros de Venture Capital. Estos instrumentos desempeñan un papel crucial en el apoyo financiero a las empresas emergentes y prometedoras, brindándoles los recursos necesarios para impulsar su crecimiento y desarrollo.

En la formulación de estos instrumentos, se deben abordar aspectos clave, como la identificación precisa de las necesidades de financiamiento de la empresa, la determinación de una estructura financiera adecuada y la definición de los términos y condiciones financieros. Estos pasos requieren una cuidadosa evaluación de los recursos actuales y futuros de la empresa, así como de las expectativas y requerimientos de los inversores.

Una vez formulados, los instrumentos financieros de Venture Capital deben ser implementados de manera efectiva. Esto implica la preparación de una documentación legal y financiera completa y precisa, la identificación y evaluación cuidadosa de los inversores potenciales, la negociación y cierre exitosos de la inversión, el monitoreo continuo y la gestión de la inversión, y la planificación estratégica de la salida.

En este capítulo, se explora detalladamente cada etapa de la formulación e implementación de los instrumentos financieros de Venture Capital, destacando la importancia de considerar aspectos como la viabilidad a largo plazo, las regulaciones y las implicaciones fiscales. Asimismo, se subraya la necesidad de colaborar con profesionales capacitados y experimentados en esta área para garantizar una implementación exitosa.

### **2.6.1. Tipos de instrumentos financieros de Venture Capital**

Los Instrumentos Financieros de Venture Capital incluyen una variedad de opciones de inversión, cada una con sus propias características y términos de inversión. Algunos de los tipos más comunes incluyen fondos de capital de riesgo, bonos convertibles, acciones preferentes y participaciones en capital (Gompers & Lerner, 2004).

- **Fondos de Capital de Riesgo:** Estos instrumentos de inversión consisten en un pool de capital que es invertido en una cartera diversificada de empresas emprendedoras. Los inversores contribuyen al fondo y, a cambio, reciben una participación proporcional en los retornos generados por la cartera. Los fondos de capital de riesgo son administrados por un equipo de expertos en Venture Capital, quienes seleccionan las empresas emprendedoras en las que se invertirá el capital y supervisan el desempeño de las inversiones (Gompers & Lerner, 2004)
- **Bonos Convertibles:** Estos instrumentos combinan características de los bonos y las acciones, permitiendo a los inversores convertir sus bonos en acciones en una fecha futura determinada. Los bonos convertibles brindan a los inversores un retorno fijo en forma de intereses, así como la oportunidad de participar en el crecimiento futuro de la empresa emprendedora a través de la conversión en acciones (Kaplan & Stromberg, 2003).
- **Acciones Preferentes:** Estas acciones ofrecen a los inversores un retorno fijo en forma de dividendos y también tienen prioridad en la recepción de dividendos en comparación con las acciones comunes. Las acciones preferentes son una buena opción para aquellos inversores que buscan un retorno estable y predecible, aunque pueden no participar en el crecimiento futuro de la empresa emprendedora (Petersen & Rajan, 1997).

- **Participaciones en Capital:** Estos instrumentos consisten en la compra directa de acciones de una empresa emprendedora, brindando a los inversores una participación en los retornos generados por la empresa. Las participaciones en capital son una buena opción para aquellos inversores que buscan participar directamente en el crecimiento y el éxito de la empresa emprendedora (Shane, 2000).

Es importante tener en cuenta que cada tipo de Instrumento Financiero de Venture Capital presenta diferentes niveles de riesgo y retorno, por lo que es fundamental que los inversores evalúen cuidadosamente sus requerimientos y objetivos antes de considerar la inversión. Además, es importante tener en cuenta que los Instrumentos Financieros de Venture Capital pueden ser más complejos y requerir una mayor due diligence en comparación con otros tipos de inversiones, por lo que es recomendable que los inversores trabajen con profesionales calificados y experimentados en el campo del Venture Capital.

#### **2.6.2. Diseño de instrumentos financieros de Venture Capital.**

- **Análisis de los requerimientos del inversor**

Antes de diseñar un Instrumento Financiero de Venture Capital, es importante realizar un análisis exhaustivo de los requerimientos y objetivos del inversor. Esto incluye la evaluación de su perfil de riesgo, su horizonte temporal de inversión y sus expectativas de retorno (Gompers & Lerner, 2001).

Además, es importante tener en cuenta las preferencias y restricciones del inversor en cuanto a la estructura y términos de la inversión. Por ejemplo, algunos inversores pueden preferir una estructura de bonos convertibles en lugar de una participación en capital debido a su perfil de riesgo más conservador (Kaplan & Strömberg, 2004).

Es fundamental que el diseño del Instrumento Financiero de Venture Capital refleje los requerimientos y objetivos del inversor, asegurando que la inversión sea adecuada y sostenible a largo plazo.

- **Selección de estructura y términos financieros**

Una vez evaluados los requerimientos del inversor, es importante seleccionar la estructura y términos financieros adecuados para el Instrumento Financiero de Venture Capital. Esto incluye la selección del tipo de instrumento (por ejemplo, fondo de capital de riesgo, bono convertible,

acciones preferentes, etc.), la estructura de retorno de la inversión y los términos de conversión (Petersen & Rajan, 1997).

Es importante tener en cuenta que la selección de la estructura y términos financieros puede tener un impacto significativo en la viabilidad y atractivo del Instrumento Financiero de Venture Capital, por lo que es fundamental realizar una evaluación cuidadosa y detallada antes de tomar una decisión (Kaplan & Stromberg, 2003).

- **Consideraciones regulatorias y fiscales**

Cuando se trata de diseñar un Instrumento Financiero de Venture Capital, es esencial tener en cuenta las consideraciones regulatorias y fiscales. Esto incluye una evaluación exhaustiva de las leyes y regulaciones que rigen la emisión y comercialización de dicho instrumento, así como las implicaciones fiscales para los inversores y la empresa emprendedora (Shane, 2000)

Las leyes y regulaciones pueden variar significativamente de un país a otro y de una industria a otra, por lo que es importante estar informado sobre las regulaciones específicas que aplican a la emisión y comercialización del Instrumento Financiero de Venture Capital.

Además, es importante tener en cuenta las implicaciones fiscales para los inversores y la empresa emprendedora. Por ejemplo, puede haber consideraciones fiscales relacionadas con la tributación de los ingresos generados por la inversión, así como las implicaciones fiscales para la empresa emprendedora en términos de la emisión y comercialización del instrumento (Petersen & Rajan, 1997).

Es importante tener en cuenta que las regulaciones y las implicaciones fiscales pueden tener un impacto significativo en la viabilidad y atractivo del Instrumento Financiero de Venture Capital, por lo que es fundamental realizar una evaluación cuidadosa y detallada antes de tomar una decisión, según Gompers y Lerner (2001), la falta de cumplimiento con las regulaciones y las implicaciones fiscales puede resultar en sanciones y multas, lo que puede afectar negativamente la viabilidad y atractivo del Instrumento Financiero de Venture Capital.

Adicional a esto, es importante trabajar con profesionales calificados y experimentados en el campo del derecho y la regulación financiera para asegurarse de que el diseño del Instrumento Financiero de Venture Capital cumpla con todas las leyes y regulaciones aplicables y sea sostenible a largo plazo. (Gompers & Lerner, 2001).

- **Evaluación de la viabilidad del diseño**

La evaluación de la viabilidad del diseño de un Instrumento Financiero de Venture Capital es un aspecto crítico para garantizar el éxito de la emisión y comercialización del instrumento. La evaluación debe incluir una consideración cuidadosa de los requerimientos del inversor, la selección de la estructura y términos financieros, y las consideraciones regulatorias y fiscales (Gompers & Lerner, 2001).

Además, es importante realizar una evaluación de la viabilidad del diseño teniendo en cuenta el entorno económico y el mercado financiero en el momento de la emisión. Según Petersen y Rajan (1997), un entorno económico y un mercado financiero sólidos pueden ayudar a asegurar la demanda y la viabilidad del Instrumento Financiero de Venture Capital.

La evaluación de la viabilidad del diseño también debe incluir una evaluación de las características y fortalezas de la empresa emprendedora. Según Shane (2000), la evaluación debe incluir una consideración cuidadosa de la estrategia de negocios, la historia financiera y la gestión de la empresa.

Además, es importante realizar una evaluación de la viabilidad del diseño teniendo en cuenta el impacto que puede tener en el futuro. Por ejemplo, es importante considerar cómo los cambios en las regulaciones y las implicaciones fiscales pueden afectar la viabilidad y atractivo del Instrumento Financiero de Venture Capital a largo plazo (Kaplan & Stromberg, 2003)

En resumen, la evaluación de la viabilidad del diseño es un aspecto clave en el diseño de Instrumentos Financieros de Venture Capital y debe realizarse cuidadosamente para garantizar el éxito a largo plazo.

### **2.6.3. Formulación e implementación de instrumentos financieros de Venture Capital.**

- **Identificación de necesidades financieras y estructura financiera**

En el comienzo de la creación de instrumentos financieros de Venture Capital, es esencial realizar una identificación rigurosa y completa de las necesidades financieras de la empresa emprendedora. Esto significa que es necesario comprender tanto las necesidades financieras actuales como las futuras de la empresa. La identificación de estas necesidades permite establecer una hoja de ruta clara para el crecimiento y el desarrollo sostenible del negocio. Este proceso debe estar respaldado por un análisis minucioso de los recursos disponibles de la

empresa y una evaluación de cómo estos se pueden aprovechar de manera efectiva para cumplir con los objetivos empresariales (Gompers & Lerner, 2001).

Luego de tener una comprensión clara de las necesidades financieras, es crucial establecer una estructura financiera que equilibre las necesidades de la empresa con las expectativas de los inversores. En este proceso, también se deben tener en cuenta las posibles implicaciones regulatorias y fiscales. La estructura financiera debe diseñarse de tal manera que proporcione un camino sostenible hacia la rentabilidad y el crecimiento para la empresa, al tiempo que genere retornos atractivos para los inversores (Petersen & Rajan, 1997).

- **Selección de términos y condiciones financieras**

Una vez que se ha definido una estructura financiera sólida, es el momento de establecer los términos y condiciones financieros. Este es un paso crítico en la creación de instrumentos financieros de Venture Capital ya que establece el marco bajo el cual se realizará la inversión. Los términos y condiciones financieros deben ser claros y transparentes para todas las partes involucradas. Deben tener en cuenta las expectativas de los inversores, las necesidades de la empresa emprendedora y los factores del mercado y de la industria. Al final, los términos y condiciones financieros deben diseñarse de tal manera que promuevan una relación mutuamente beneficiosa entre los inversores y la empresa emprendedora (Shane, 2000).

- **Evaluación de la viabilidad de la formulación.**

A partir de aquí, es esencial realizar una evaluación de la viabilidad de la formulación. Este proceso involucra una revisión detallada de los requerimientos de financiamiento, las expectativas de los inversores, y las implicaciones fiscales y regulatorias. En este paso, también es importante evaluar si la formulación propuesta es viable a largo plazo. Es importante tener en cuenta que los instrumentos financieros de Venture Capital son inversiones a largo plazo que requieren una gestión y supervisión cuidadosa para garantizar su éxito. Por tanto, la evaluación de la viabilidad no sólo debe centrarse en las condiciones inmediatas, sino también en cómo estas condiciones pueden cambiar a lo largo del tiempo (Gompers & Lerner, 2004).

- **Implementación de instrumentos financieros**

Con la estructura financiera y los términos y condiciones financieros establecidos, es momento de implementar los Instrumentos Financieros de Venture Capital. Esto implica la preparación de

la documentación legal y financiera que será necesaria para la inversión. Esta documentación debe ser clara, completa y precisa, y debe incluir detalles sobre los términos financieros, la estructura financiera y una evaluación de la viabilidad de la formulación. Este proceso también puede involucrar negociaciones con los inversores y la empresa emprendedora para garantizar que todos los detalles estén en su lugar y que todas las partes estén de acuerdo con los términos de la inversión (Petersen & Rajan, 1997).

- **Identificación y evaluación de inversores**

En paralelo a la implementación de los instrumentos financieros, se debe llevar a cabo la identificación y evaluación de los inversores potenciales. Este proceso implica la búsqueda de inversores que sean adecuados para el tipo de inversión que se está realizando. Los inversores deben tener los antecedentes financieros y de gestión adecuados para la inversión y deben estar dispuestos y capaces de cumplir con las expectativas y los requerimientos de la inversión. Este proceso también debe tener en cuenta las expectativas de los inversores en cuanto a los retornos de la inversión y cómo estos se alinean con los objetivos de la empresa emprendedora (Shane, 2000).

- **Negociación y cierre de la inversión**

Una vez que los inversores han sido identificados y evaluados, es hora de negociar y cerrar la inversión. Este es un proceso delicado que requiere una cuidadosa gestión para garantizar que todos los términos y condiciones acordados se cumplan. El cierre de la inversión también implica verificar que la inversión es viable y que todas las partes están satisfechas con los términos de la inversión. Este proceso puede ser complejo y puede requerir la intervención de abogados y expertos financieros para garantizar que todos los detalles se manejen correctamente (Gompers & Lerner, 2001).

- **Monitoreo y gestión de la inversión**

Una vez que la inversión se ha cerrado, comienza el proceso de monitoreo y gestión de la inversión. Este es un paso crítico en la vida de los instrumentos financieros de Venture Capital, ya que es durante este tiempo que se pueden identificar y resolver problemas, y se pueden realizar ajustes para garantizar que la inversión sigue siendo viable. El monitoreo y la gestión de la inversión implican una revisión periódica de los términos financieros, la estructura financiera

y las expectativas de los inversores. También puede involucrar la intervención para resolver problemas y para tomar decisiones sobre el futuro de la inversión (Gompers et al., 2017).

- **Planificación de la salida de la inversión**

Por último, pero no menos importante, es crucial la planificación de la salida de la inversión. Este proceso debe comenzar desde el mismo momento en que se realiza la inversión y debe continuar a lo largo de la vida de la inversión. La planificación de la salida incluye la identificación de posibles salidas, la evaluación de los factores que pueden influir en su éxito y la planificación de las acciones que se tomarán para lograr una salida exitosa. Esto puede implicar la venta de la inversión a otra empresa, la realización de una oferta pública inicial o la liquidación de la inversión. En cualquier caso, la planificación de la salida es un componente esencial de la gestión exitosa de los instrumentos financieros de Venture Capital.

Además de las opciones mencionadas, la salida también puede tomar la forma de un recompra por parte de la empresa emprendedora o incluso de un evento de liquidez secundaria. La elección del camino a seguir dependerá de una variedad de factores, que incluyen el rendimiento de la empresa, las condiciones del mercado, las preferencias de los inversores y las estrategias de salida disponibles (Gompers et al., 2017).

El objetivo final es maximizar el retorno de la inversión para todos los interesados. Esto requiere una gestión cuidadosa y estratégica, y una monitorización constante de la empresa y las condiciones del mercado. Es importante destacar que una planificación de salida exitosa puede ayudar a establecer la reputación del inversor y facilitar futuras inversiones.

Por lo tanto, la implementación exitosa de instrumentos financieros de Venture Capital es un proceso que requiere una gestión y planificación cuidadosas desde la identificación de necesidades y la estructura financiera, pasando por la selección de términos y condiciones financieras, hasta la implementación y monitorización de la inversión, y finalmente, la planificación de la salida de la inversión. La capacidad de navegar exitosamente a través de todas estas etapas es esencial para maximizar los rendimientos y minimizar los riesgos asociados con este tipo de inversión.

### **3. Identificación de los factores que podrían permitir consolidar la oferta de instrumentos de capital de riesgo de acuerdo con la literatura.**

En la literatura, se han identificado varios factores que pueden permitir consolidar la oferta de instrumentos de capital de riesgo. A continuación, se describen los principales factores que se han identificado en la literatura.

#### **3.1. Cultura emprendedora.**

La cultura emprendedora es un factor clave para el crecimiento del mercado de capital de riesgo, ya que promueve la creación de nuevas empresas y fomenta una actitud positiva hacia el riesgo, la innovación y la creación de valor. Según (Shane S. A., 2003), la cultura emprendedora es un componente crítico para el éxito del emprendimiento, ya que influye en la percepción del público y el entorno empresarial en el que operan las nuevas empresas. Los emprendedores necesitan un ecosistema de apoyo que les permita experimentar, crear y crecer, lo que a su vez atrae a inversores de capital de riesgo interesados en respaldar proyectos innovadores.

La cultura emprendedora puede variar en diferentes regiones y países, y puede estar influenciada por factores socioeconómicos, políticos y culturales. En Europa, por ejemplo, la cultura emprendedora está más enfocada en el desarrollo de nuevas tecnologías y productos, mientras que en los Estados Unidos la cultura emprendedora está más enfocada en el crecimiento de la empresa y la maximización del valor para los accionistas (Wennekers & Thurik, 1999). Sin embargo, a pesar de estas diferencias culturales, la literatura muestra que una cultura emprendedora sólida y bien establecida es fundamental para el crecimiento del mercado de capital de riesgo en cualquier región.

Para fomentar una cultura emprendedora sólida, se deben desarrollar políticas públicas y programas que fomenten la creación de empresas y el espíritu empresarial. Estos programas pueden incluir subvenciones para nuevos emprendimientos, apoyo financiero y programas de capacitación empresarial. Según (Wong, Ho, & Autio, 2005), las redes de apoyo también son fundamentales para el éxito de las empresas emergentes, ya que proporcionan asesoramiento y recursos adicionales para las empresas emergentes, lo que a su vez puede aumentar la oferta de instrumentos de capital de riesgo.

Además, la educación y la capacitación empresarial pueden ser un factor importante para fomentar una cultura emprendedora sólida. La educación empresarial puede ayudar a los estudiantes y emprendedores a desarrollar habilidades empresariales y a comprender los desafíos y oportunidades asociados con la creación de nuevas empresas. Según (Van Der Sluis, Van Praag, & Vijverberg, 2008), la educación empresarial puede aumentar la tasa de supervivencia de las nuevas empresas y mejorar la calidad de los proyectos empresariales.

Por último, el papel de los medios de comunicación en la creación de una cultura emprendedora sólida también es importante. Los medios pueden fomentar el espíritu empresarial al destacar historias de éxito empresarial, promover la innovación y la creatividad y fomentar el debate sobre los temas de interés empresarial. Según (Bosma & Sternberg, 2014), los medios pueden influir en la percepción pública del espíritu empresarial y pueden aumentar la disposición de las personas a emprender.

En conclusión, la literatura muestra (Cumming & Johan, 2013) que la cultura emprendedora es un factor clave para el crecimiento del mercado de capital de riesgo. Para fomentar una cultura emprendedora sólida, se deben desarrollar políticas públicas y programas que fomenten la creación de empresas y el espíritu empresarial, fortalecer las redes de apoyo para las empresas emergentes, proporcionar educación empresarial y capacitar a los emprendedores, y fomentar el debate y la discusión sobre el espíritu empresarial en los medios de comunicación. Al fomentar una cultura emprendedora sólida, se puede atraer a más inversores de capital de riesgo interesados en respaldar proyectos innovadores y, en última instancia, aumentar la disponibilidad de capital de riesgo para las empresas emergentes.

### **3.2. Marco regulatorio para la inversión en VC (modelos euro y anglo)**

El marco regulatorio es un factor importante que influye en la oferta de instrumentos de capital de riesgo en diferentes regiones y países. En general, se pueden distinguir dos enfoques principales en el marco regulatorio sobre capital de riesgo: el enfoque europeo y el enfoque anglosajón.

Según Cumming y Johan (2013), el enfoque regulatorio europeo se centra en la regulación de las actividades de inversión de capital de riesgo, incluyendo la autorización y supervisión de las empresas de capital de riesgo y la protección de los inversores a través de requisitos de

divulgación de información y normas de conducta. Este enfoque busca proteger a los inversores y minimizar los riesgos asociados con el capital de riesgo, lo que puede aumentar la confianza de los inversores y fomentar la inversión de capital de riesgo. Sin embargo, también puede limitar la disponibilidad de capital de riesgo para las empresas emergentes debido a los altos costos de cumplimiento.

Por otro lado, el enfoque anglosajón se enfoca en la reducción de la regulación para fomentar la inversión de capital de riesgo y el crecimiento económico. Según Gompers y Lerner (2001), la reducción de la regulación en la industria de capital de riesgo puede aumentar la competencia y la eficiencia, lo que a su vez puede incrementar la disponibilidad de capital de riesgo para las empresas emergentes.

La literatura destaca que es importante encontrar un equilibrio entre estos enfoques para fomentar la inversión de capital de riesgo y el crecimiento económico. Algunos autores han propuesto la adopción de un enfoque basado en principios que pueda equilibrar los intereses de los inversores y las empresas emergentes, al tiempo que fomente la competencia y la eficiencia (Cumming & Johan, 2013).

La transparencia es otro factor importante en el marco regulatorio de capital de riesgo. Según Cumming y Johan (2013), la transparencia puede mejorar la eficiencia del mercado de capital de riesgo y aumentar la confianza de los inversores, lo que a su vez puede aumentar la disponibilidad de capital de riesgo para las empresas emergentes. La transparencia puede lograrse mediante la divulgación de información sobre las empresas de capital de riesgo y las inversiones, así como mediante la implementación de normas de conducta para los inversores y las empresas de capital de riesgo.

En cuanto a la literatura revisada, es posible destacar algunos autores relevantes en la materia. Por ejemplo, (Da Rin, Nicodano, & Sembenelli, 2006) señalan que la creación de mercados activos de capital de riesgo está relacionada con las políticas públicas implementadas por los gobiernos en cuanto a regulación y fomento de la inversión en este tipo de activos. Por su parte, (Wright, 1998) ha realizado estudios sobre el proceso de financiamiento de capital de riesgo en el Reino Unido, lo que les ha permitido evaluar las características y desafíos de este mercado. En tanto,

Cumming y Johan (2013) han estudiado la industria de capital de riesgo y private equity en todo el mundo, realizando una revisión y síntesis de la literatura existente en la materia.

En conclusión, el marco regulatorio es un factor importante que influye en la oferta de instrumentos de capital de riesgo en diferentes regiones y países. La literatura destaca la existencia de dos enfoques principales en la regulación de capital de riesgo: el enfoque europeo, centrado en la protección de los inversores, y el enfoque anglosajón, enfocado en la reducción de la regulación para fomentar la inversión de capital de riesgo. Es importante encontrar un equilibrio entre estos enfoques para fomentar la inversión de capital de riesgo y el crecimiento económico. La transparencia y la colaboración internacional son factores clave para mejorar la eficiencia y la competitividad del mercado de capital de riesgo a nivel mundial. La literatura revisada destaca la relevancia de autores como Cumming y Johan, Da Rin et al., y Wright, en la materia.

### **3.3. Marco tributario y transparencia fiscal.**

La literatura existente ha investigado el impacto de los incentivos fiscales en la industria de capital de riesgo. Los incentivos fiscales pueden aumentar la inversión de capital de riesgo en sectores específicos, como la tecnología y la innovación. Además, estos incentivos pueden ser particularmente efectivos en países con sistemas tributarios complejos y con altas tasas impositivas (Wong, Ho, & Autio, 2005). Por lo tanto, la disponibilidad de incentivos fiscales puede ser una estrategia importante para atraer inversores de capital de riesgo en áreas donde la inversión privada es limitada.

Diversos estudios han demostrado que los incentivos fiscales son efectivos para fomentar la inversión en capital de riesgo, como los de (Cumming & Johan, 2013), (Gompers P. A., 1995), (Lerner, 1995) (Kanniainen & Keuschnigg, 2003).

La transparencia fiscal en la inversión de capital de riesgo puede mejorar la eficiencia del mercado y atraer a inversores interesados en invertir en empresas que son transparentes y socialmente responsables. La literatura destaca la importancia del marco tributario y la transparencia fiscal en el desarrollo de la industria de capital de riesgo. En países en desarrollo, la falta de transparencia y corrupción pueden desalentar la inversión en capital de riesgo, por lo que se han recomendado políticas que fomenten la transparencia fiscal, como la adopción de prácticas

contables claras y la implementación de normas de auditoría (Cumming & Johan, 2013). Además, la evasión fiscal también puede desalentar la inversión en capital de riesgo al aumentar el riesgo percibido por los inversores, por lo que se ha destacado la necesidad de políticas que combatan la evasión fiscal y promuevan la transparencia fiscal en la inversión de capital de riesgo.

En conclusión, el marco tributario y la transparencia fiscal son factores importantes que influyen en la oferta de instrumentos de capital de riesgo. Los incentivos fiscales son efectivos para fomentar la inversión en capital de riesgo y el crecimiento económico en países o regiones con limitaciones de capital de riesgo. La transparencia fiscal es importante para aumentar la confianza de los inversores y reducir el riesgo percibido en la inversión de capital de riesgo. La literatura destaca la necesidad de políticas que fomenten la transparencia fiscal y combatan la evasión fiscal para mejorar la eficiencia del mercado de capital de riesgo.

#### **3.4. Requerimientos de gobierno corporativo**

El gobierno corporativo es un aspecto fundamental para la oferta de instrumentos de capital de riesgo, ya se refiere a las prácticas y procesos que rigen la dirección y el control de las empresas. El gobierno corporativo puede ser particularmente importante para las empresas que buscan capital de riesgo, ya que los inversores de capital de riesgo suelen buscar un alto grado de transparencia y rendición de cuentas.

De hecho, según (Hellmann & Puri, 2002), los inversores de capital de riesgo pueden influir en el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten, a través de la inclusión de cláusulas específicas en los contratos de inversión. Estas cláusulas pueden incluir la participación en la junta directiva, el derecho a veto en ciertas decisiones estratégicas y la implementación de sistemas de monitoreo y reporte.

Además, según algunos estudios, un buen gobierno corporativo puede tener un impacto positivo en el rendimiento financiero de la empresa y en la capacidad de la empresa para atraer capital de riesgo. Una mayor transparencia y rendición de cuentas pueden aumentar la confianza de los inversores en la empresa y reducir el costo de capital (Bebchuk, Cohen, & Ferrell, 2009).

Sin embargo, también es importante tener en cuenta que el gobierno corporativo no es una solución universal para todos los problemas de las empresas y que no todas las empresas pueden beneficiarse de la misma manera de las prácticas de buen gobierno corporativo. Según (Hermalin

& Weisbach, 2003) el gobierno corporativo puede ser particularmente importante en empresas que operan en entornos complejos y en empresas que enfrentan problemas de agencia, como la separación entre propiedad y control.

En resumen, el gobierno corporativo es un factor crucial en la oferta de instrumentos de capital de riesgo y puede tener un impacto significativo en la capacidad de las empresas para atraer capital de riesgo y en su rendimiento financiero a largo plazo. Los inversores de capital de riesgo pueden influir en el gobierno corporativo de las empresas en las que invierten a través de la inclusión de cláusulas específicas en los contratos de inversión. Sin embargo, es importante tener en cuenta que el gobierno corporativo no es una solución universal para todos los problemas de las empresas y que su importancia puede variar según la situación y el entorno empresarial.

### **3.5. Opciones de salida (buyout-exit)**

Las opciones de Buyout (salida) son un factor crucial que influye en la oferta de instrumentos de capital de riesgo. La literatura ha investigado ampliamente las opciones de salida y sus efectos en la industria de capital de riesgo.

Según Gompers y Lerner (2001), las opciones de Buyout son una forma efectiva de proporcionar a los inversores de capital de riesgo un retorno sobre su inversión. Estas opciones permiten a los inversores de capital de riesgo recuperar su inversión y obtener un rendimiento sobre ella. La literatura ha demostrado que las opciones de salida son cruciales para el éxito de los inversores de capital de riesgo, ya que les permiten obtener un retorno de su inversión y salir de la empresa en el momento adecuado.

Los procesos de salida planificados y la capacidad para salir en el momento adecuado son fundamentales para el éxito de los inversores de capital de riesgo. Los procesos de salida planificados pueden incluir la venta de la empresa a otro inversor, una fusión o una oferta pública inicial (IPO). En este sentido, las opciones de Buyout pueden proporcionar una mayor flexibilidad en términos de plazos y estructuras de salida en comparación con las IPO (Gompers & Lerner, 2001). Además, estas opciones pueden ser más adecuadas para empresas que no cumplen con los requisitos de tamaño y estructura necesarios para las IPO (Wright, 1998).

Sin embargo, la literatura ha destacado que las opciones de Buyout pueden ser limitadas en algunos contextos, como en las regiones donde los mercados de salida son menos desarrollados.

Los inversores de capital de riesgo pueden tener dificultades para encontrar compradores adecuados para sus inversiones, lo que puede reducir su apetito por invertir en la región (Bottazzi, Da Rin, & Hellmann, 2009).

Por otro lado, (Kaplan & Stromberg, 2003) han destacado la importancia de los términos de los contratos de Buyout y su impacto en las decisiones de los emprendedores, incluyendo la toma de riesgos y la toma de decisiones estratégicas. Esto sugiere que las opciones de Buyout pueden tener un impacto más amplio en la industria de capital de riesgo, más allá del simple retorno de inversión.

En conclusión, las opciones de Buyout son un factor crucial que influye en la oferta de instrumentos de capital de riesgo. La literatura ha demostrado que estas opciones son cruciales para el éxito de los inversores de capital de riesgo y pueden tener efectos positivos en la innovación y el crecimiento económico. Aunque también pueden ser limitadas en algunos contextos lo que puede reducir el deseo de los inversores por invertir en un mercado específico.

#### **4. Revisión del estado del arte de los factores identificados y los instrumentos de VC en los países a analizar.**

Este capítulo proporciona una revisión exhaustiva de los distintos factores que influyen en el desarrollo y fomento de los instrumentos de capital de riesgo (CV) en los países propuestos. Aunque en la sección teórica del trabajo no se abordaron en profundidad las políticas públicas y los instrumentos de CV empleados en cada país, se considera esencial incluir estos elementos en el análisis del estado del arte. Esta adición se realizó con el objetivo de ganar una perspectiva más precisa y completa de la dinámica del mercado de CV a nivel mundial. Esta comprensión permitirá realizar un análisis más informado y contextualizado de la situación en Colombia y proponer soluciones y estrategias viables y efectivas para fomentar el desarrollo de instrumentos de capital de riesgo en el país. La revisión de los factores en distintos países proporcionará valiosas lecciones y prácticas útiles que podrán ser adaptadas al contexto Colombiano.

##### **4.1. México**

###### **4.1.1. Cultura emprendedora en México**

En México, la cultura emprendedora ha experimentado un notable crecimiento en la última década. El informe 2020/2021 del Global Entrepreneurship Monitor (GEM) indica que México ha

presenciado un aumento en la actividad emprendedora, en gran parte debido a una creciente aceptación cultural del emprendimiento.

Este incremento en la actividad emprendedora mexicana ha sido impulsado por una serie de factores, incluyendo un ambiente empresarial propicio, políticas gubernamentales favorables al emprendimiento y un acceso cada vez mayor a financiación. Un estudio realizado por la Universidad Nacional Autónoma de México en 2018 sugiere que una percepción positiva del emprendimiento ha jugado un papel crucial en el desarrollo de la cultura emprendedora en México.

Las instituciones de educación superior del país han desempeñado un papel fundamental en la promoción de esta cultura emprendedora. Varias universidades, incluyendo el Tecnológico de Monterrey y la UNAM, han establecido programas y centros específicos para apoyar a los estudiantes con espíritu emprendedor.

Asimismo, organizaciones como Endeavor México y el Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM) han aportado al desarrollo de la cultura emprendedora en México, mediante programas de formación, mentoría y financiamiento.

En contraste con otros países, México sobresale en América Latina por su robusta cultura emprendedora. De acuerdo con el informe del GEM, México posee una tasa de actividad emprendedora temprana (TEA) que supera la media de América Latina. No obstante, comparado con países como Finlandia, Reino Unido y Australia, México aún tiene margen para mejorar en aspectos de apoyo institucional y acceso a financiamiento para emprendedores.

En síntesis, aunque México ha vivido un auge en su cultura emprendedora durante la última década, aún se enfrenta a desafíos que deben ser abordados para mantener este crecimiento y brindar apoyo a los emprendedores mexicanos (Banco Mundial, 2021).

#### **4.1.2. Marco regulatorio sobre capital de riesgo en México**

El marco legal para el capital de riesgo en México ha sufrido modificaciones significativas en el último decenio, lo que ha influido en la evolución del ecosistema de capital de riesgo en el país. La Ley de Fondos de Inversión, aprobada en 2006, constituyó el fundamento para la inversión en capital de riesgo en México (Federación, Ley de Fondos de Inversión, 2006). Dicha ley establece

las normas para la constitución y gestión de los fondos de inversión, incluyendo los fondos de capital de riesgo, y determina los derechos y deberes de los inversores y los gestores de fondos. En 2014, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) implementó nuevas regulaciones para los fondos de inversión, con la finalidad de proporcionar mayor transparencia y protección a los inversores (Valores, 2014). Dichas regulaciones han contribuido a incrementar la confianza de los inversores en el ecosistema de capital de riesgo en México.

Además, la Ley Fintech, promulgada en 2018, ha establecido un marco legal para las empresas de tecnología financiera, incluyendo a aquellas que buscan financiamiento a través de capital de riesgo (Federación, 2018). Esta ley ha sido esencial para facilitar el crecimiento de la inversión en capital de riesgo en el sector Fintech en México.

No obstante, estos avances, el marco legal para el capital de riesgo en México aún enfrenta desafíos. De acuerdo con un informe de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE, OECD Reviews of Innovation Policy: México 2020, 2020) la falta de claridad en algunas regulaciones y la burocracia pueden ser obstáculos para la inversión en capital de riesgo en México.

En síntesis, aunque México ha realizado progresos en su marco legal para el capital de riesgo, aún existe margen para mejorar y adaptarse a las cambiantes necesidades del ecosistema de capital de riesgo (Banco Mundial, 2021).

#### **4.1.3. Marco tributario y transparencia fiscal en México**

El régimen tributario de México ha sufrido diversas reformas en la última década, con repercusiones directas e indirectas en el ámbito del capital de riesgo. Según el informe "Doing Business 2021" del Banco Mundial (2021), México ha llevado a cabo diversas reformas encaminadas a facilitar el pago de impuestos y potenciar la transparencia fiscal.

Un cambio significativo en este aspecto fue la reforma implementada en 2014, orientada a simplificar el sistema de impuestos y potenciar la recaudación fiscal (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2014). A pesar de ser una reforma controvertida y criticada por algunos sectores empresariales, fue esencial para promover la transparencia y limitar la evasión fiscal.

Respecto a la transparencia fiscal, México ha efectuado esfuerzos considerables para avanzar en este aspecto. De acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

(2021), México ha introducido diversas medidas para incrementar la transparencia fiscal, como la adhesión a estándares internacionales de información financiera y el establecimiento de un sistema de facturación electrónica.

No obstante, a pesar de estos progresos, aún persisten retos. Un informe de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2020) apunta que México aún tiene margen de mejora en términos de eficacia y equidad del sistema tributario. Asimismo, se requieren más esfuerzos para reforzar la transparencia fiscal y reducir la evasión y elusión de impuestos.

En resumen, aunque México ha progresado en la mejora de su régimen impositivo y la transparencia fiscal en el último decenio, aún existen retos que se deben abordar para fomentar el desarrollo del ecosistema de capital de riesgo.

#### **4.1.4. Requerimientos de gobierno corporativo en México**

El gobierno corporativo en México ha cobrado relevancia en los años recientes ante la creciente demanda de transparencia y responsabilidad en las empresas. Según la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), el marco normativo de México subraya la necesidad de una sólida estructura de gobierno corporativo para las empresas que operan en la nación (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 2018).

En 2018, la CNBV y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) emitieron nuevas pautas de gobierno corporativo para las instituciones financieras en México. Estas pautas dictaminan requisitos para la composición y roles de los consejos de administración, la transparencia en la toma de decisiones y la gestión de conflictos de interés (Secretaría de Hacienda y Crédito Público, s.f.).

Además, la Ley del Mercado de Valores de México, reformada por última vez en 2014, establece obligaciones de gobierno corporativo para las empresas cotizadas en la bolsa de valores. Estas obligaciones incluyen la necesidad de tener al menos dos consejeros independientes y la divulgación de información financiera y no financiera (LEY DEL MERCADO DE VALORES, 2014).

Pese a estos progresos, todavía persisten retos en el ámbito del gobierno corporativo en México, la aplicación de las pautas de gobierno corporativo frecuentemente es irregular y existen oportunidades de mejora en áreas como la diversidad de género en los consejos de administración y la divulgación de información no financiera (OECD, 2023).

En resumen, aunque México ha realizado progresos en la mejora de su marco de gobierno corporativo en la última década, aún persisten desafíos que necesitan ser enfrentados para mejorar la transparencia y la rendición de cuentas en las empresas.

#### **4.1.5. Opciones de buyout (exit) en México**

En el contexto del capital de riesgo, las oportunidades de buyout o "exit" son fundamentales para que los inversores recobren y posiblemente generen ganancias sobre sus inversiones. En México, las modalidades de desinversión más habituales incluyen la venta a una entidad de mayor envergadura (también referida como adquisición) y la oferta pública inicial (IPO, por sus siglas en inglés).

De acuerdo con el informe de la Asociación Mexicana de Capital Privado (2021), la cantidad de Buyouts en México ha crecido en la última década. En 2020, se contabilizaron 27 buyouts con un valor total de \$1.6 mil millones de dólares, en contraposición a 19 buyouts con un valor acumulado de \$1.2 mil millones de dólares en 2010.

En cuanto a las IPOs, la situación ha sido más fluctuante. Según la Bolsa Mexicana de Valores (2021), se registró un pico de IPOs en 2013, pero la actividad ha mermado desde entonces debido a factores como la volatilidad del mercado y la incertidumbre económica.

Adicionalmente, la Bolsa Institucional de Valores (BIVA), que inició operaciones en 2018, brinda una nueva alternativa de desinversión para las empresas de capital de riesgo en México.

En conclusión, aunque las oportunidades de desinversión en México han experimentado una mejora en la última década, aún persisten desafíos que deben ser afrontados para facilitar el retorno de las inversiones de capital de riesgo.

#### **4.1.6. Políticas públicas que fomentan instrumentos de capital de riesgo en México.**

Las estrategias públicas han sido claves en el avance del ecosistema de capital de riesgo en México. Durante la última década, el gobierno mexicano ha puesto en marcha diversas iniciativas con el fin de impulsar el desarrollo de startups y promover la inversión en estas entidades.

Destaca entre estas estrategias el Programa de Apoyo a la Innovación (INNOVATEC), implementado por el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT), el cual se encarga de otorgar financiación a startups y proyectos de innovación (Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología, s.f.).

Otra iniciativa relevante es el Fondo de Fondos del Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM), establecido en 2013 con el propósito de invertir en fondos de capital de riesgo, que a su vez apuestan por startups mexicanas (Instituto Nacional del Emprendedor, s.f.).

Adicionalmente, el gobierno mexicano ha promovido diversas medidas con el objetivo de facilitar la inversión extranjera en startups. Entre estas se encuentran la eliminación de algunas restricciones a la inversión extranjera directa y la simplificación del proceso de creación de empresas en México (Secretaría de Economía, s.f.).

En resumen, aunque México ha llevado a cabo varias estrategias públicas para estimular el capital de riesgo en la última década, todavía persisten retos que necesitan ser abordados para promover el crecimiento y la madurez del ecosistema de capital de riesgo.

#### **4.1.7. Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en México**

En el entorno del capital de riesgo de México, se han empleado diferentes instrumentos financieros con el fin de viabilizar la inversión en empresas emergentes. Estos instrumentos comprenden la inversión directa en acciones, la inversión a través de fondos de capital de riesgo y la inversión mediante instrumentos convertibles, tales como las notas convertibles y las acciones preferentes convertibles.

La inversión directa en acciones ha sido el instrumento financiero predilecto en México, ya que ofrece a los inversores una participación directa en la empresa y, potencialmente, un alto rendimiento si la empresa prospera (Reporte de la Industria de Capital Privado, 2021)

Los fondos de capital de riesgo también han tenido un papel relevante en el entorno del capital de riesgo de México. Dichos fondos reúnen las inversiones de diversos inversores y las emplean para invertir en un conjunto de empresas emergentes. El Fondo de Fondos del Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM), por ejemplo, ha realizado inversiones en varios fondos de capital de riesgo que, a su vez, invierten en empresas emergentes mexicanas, la participación de los inversores en este tipo de instrumentos es fácilmente transable en el Mercado de Valores de México.

Las notas convertibles y las acciones preferentes convertibles también han sido utilizadas en México. Estos instrumentos otorgan a los inversores el derecho de convertir su inversión en acciones en una fecha futura o bajo determinadas condiciones (KPMG, 2019).

En México, el sector de capital de riesgo ha tenido un crecimiento constante en la última década. Según la Asociación Mexicana de Capital Privado, la inversión en VC en México pasó de MXN \$1,876 millones en 2010 a MXN \$19,034 millones en 2020, lo que representa un crecimiento de más del 900%.

En conclusión, si bien se han empleado diferentes instrumentos financieros en el entorno del capital de riesgo de México, aún persisten retos que deben ser enfrentados para ampliar la variedad y sofisticación de los instrumentos financieros disponibles.

## **4.2. Brasil.**

### **4.2.1. Cultura emprendedora en Brasil**

Brasil ha vivido un crecimiento importante en su cultura emprendedora en la última década, con un auge alimentado en parte por una generación de jóvenes innovadores y un interés en ascenso en las startups tecnológicas. Actualmente, Brasil se destaca como uno de los ecosistemas de startups más vibrantes de América Latina.

De acuerdo con el informe 2020/2021 de la Global Entrepreneurship Monitor (GEM), la tasa de actividad emprendedora total de Brasil (TEA) alcanzó aproximadamente el 38.7% en 2019, una de las más elevadas de la región. La TEA evalúa el porcentaje de la población adulta involucrada en la fundación de una empresa nueva o que tiene una compañía con menos de tres años y medio de existencia.

El ambiente de startups en Brasil ha obtenido ventajas de la presencia de numerosos programas de aceleración e incubación, como Startup Brasil y SEBRAE, que brindan mentoría, formación y financiamiento a las startups en etapas iniciales (Startup Brasil, s.f.).

Adicionalmente, eventos como la Semana Global del Emprendimiento y la Conferencia Anual de Startups y Emprendimiento (CASE) han jugado un papel importante en la promoción de una cultura emprendedora, y en la conexión de emprendedores con inversores y mentores (CASE, s.f.).

En resumen, el espíritu emprendedor en Brasil ha experimentado un crecimiento considerable en la última década, estimulado por una generación de jóvenes innovadores, el respaldo de programas de aceleración e incubación, y un interés creciente en las startups de tecnología.

#### **4.2.2. Marco regulatorio sobre capital de riesgo en Brasil.**

El marco legal del capital de riesgo en Brasil ha pasado por transformaciones importantes durante la última década, con el propósito de propiciar la inversión en empresas emergentes y promover la innovación.

La Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (CVM) es la institución responsable de regular el mercado bursátil, incluyendo las actividades relacionadas con el capital de riesgo. En 2017, la CVM promulgó la Instrucción 578, la cual estableció una nueva estructura normativa para los Fondos de Inversión en Participaciones (FIPs), que son el principal mecanismo de inversión de capital de riesgo en Brasil (CVM, 2017).

Esta instrucción implementó varias mejoras a la estructura normativa, incluyendo la flexibilización de las reglas para las inversiones de los FIPs, la simplificación del proceso de registro de los fondos y la creación de nuevas categorías de fondos para propiciar la inversión en empresas en fase inicial y en sectores innovadores.

Adicionalmente, en 2020, el gobierno brasileño puso en marcha el programa "Marco Legal das Startups", el cual propone una serie de medidas para impulsar el ecosistema de empresas emergentes, incluyendo la simplificación de las normas para la inversión de capital de riesgo y la creación de incentivos fiscales para los inversores (Marco Legal das Startups, 2020).

En conclusión, el marco legal del capital de riesgo en Brasil ha pasado por transformaciones significativas durante la última década, con el propósito de propiciar la inversión en empresas emergentes y promover la innovación.

#### **4.2.3. Marco tributario y transparencia fiscal en Brasil.**

El sistema tributario de Brasil ha sido criticado por su complejidad y elevada carga impositiva, aspectos que pueden constituir un reto para las startups y los inversores de capital de riesgo. Sin embargo, durante la última década, se han llevado a cabo reformas con el objetivo de simplificar el sistema impositivo y fomentar la transparencia fiscal.

En 2014, se puso en marcha el "Simples Nacional", un régimen impositivo simplificado para pequeñas empresas, categoría en la que se incluyen numerosas startups. Este sistema brinda una menor carga fiscal y simplifica la gestión de los impuestos (Simples Nacional).

Asimismo, Brasil ha realizado esfuerzos para incrementar la transparencia fiscal. De acuerdo con el Índice de Transparencia Fiscal de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), Brasil ha mejorado su calificación en los últimos años, aunque todavía existe margen para la mejora (OECD, Índice de Transparencia Fiscal, 2020).

En 2023, Brasil está avanzando en una reforma tributaria significativa. Esta reforma está diseñada para simplificar el sistema tributario del país y alinearlo con las normas internacionales. El proyecto de reforma propone reemplazar el sistema de impuesto al valor agregado (IVA) actual con un modelo centralizado, preservando la Zona Económica Libre de Manaus, una zona industrial estratégica basada en tasas de impuestos reducidas.

La reforma busca consolidar el sistema del IVA en una estructura de "IVA dual" con una tasa unificada en todo el país. Esto implica la creación de dos nuevos impuestos: la Contribución sobre Bienes y Servicios (CBS) y el Impuesto sobre Bienes y Servicios (IBS). La CBS reemplazará el Impuesto sobre Productos Industrializados (IPI), el Programa de Integración Social (PIS) y la Contribución para el Financiamiento de la Seguridad Social (Cofins) después de un período de transición de 10 años. De manera similar, el IBS reemplazará el Impuesto sobre la Circulación de Bienes y Servicios (ICMS) y el Impuesto sobre Servicios (ISS) durante un período de transición de 50 años.

Esta reforma también tendría implicaciones significativas para la economía digital. Con el nuevo sistema de impuestos, la responsabilidad de pagar impuestos relacionados con el consumo se desplazaría del origen del producto o servicio a su destino: el consumidor. Además, la reforma elimina la distinción entre bienes y servicios, lo que podría tener un impacto en la tributación de los proveedores de servicios digitales dentro y fuera del país si prestan servicios al público brasileño.

#### **4.2.4. Requerimientos de gobierno corporativo en Brasil**

El gobierno corporativo en Brasil ha emergido como una área de interés en los últimos años, en particular en relación con las startups y las compañías de capital de riesgo.

La Bolsa de Valores de Brasil, B3, ha instaurado distintos niveles de cotización para las empresas, basados en sus prácticas de gobierno corporativo. En 2011, B3 instauró el segmento de cotización "Novo Mercado", que demanda las prácticas más elevadas de gobierno corporativo, incluyendo

la transparencia en la divulgación de información y la protección de los derechos de los accionistas minoritarios (B3, 2011).

Además, el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBGC) ha establecido recomendaciones sobre las mejores prácticas de gobierno corporativo para las empresas brasileñas, incluyendo las startups. Estas recomendaciones tratan temas como la estructura de la junta directiva, la transparencia y la rendición de cuentas (IBGC, 2020).

Pese a estos avances, las exigencias de gobierno corporativo en Brasil pueden representar un reto para las startups y los inversores de capital de riesgo, debido a la complejidad y ocasional falta de claridad de las regulaciones. Además, la implementación de las normas de gobierno corporativo puede variar (Banco Mundial, 2021).

#### **4.2.5. Opciones de buyout (exit) en Brasil**

En Brasil, estas alternativas han experimentado una evolución notable durante la última década. De acuerdo con la Asociación Brasileña de Capital de Riesgo y Capital Privado (ABVCAP, 2021), la cantidad de buyouts en Brasil se ha incrementado en los años recientes. En 2019, se contabilizaron 66 buyouts, un incremento considerable respecto a los 42 documentados en 2010. Los buyouts se han concretado mediante diversas estrategias, entre las que se incluyen la venta a un adquirente estratégico, la venta a un adquirente financiero y la oferta pública inicial (IPO). Según ABVCAP, la mayoría de los buyouts en Brasil se han llevado a cabo mediante la venta a un adquirente estratégico, lo que señala un mercado activo para las startups brasileñas (ABVCAP, 2021).

Además, el mercado de IPOs en Brasil ha exhibido señales de solidez en los últimos años. Según B3, la bolsa de valores de Brasil, el número de IPOs se elevó de 2 en 2016 a 28 en 2020, y gran parte de estas empresas eran startups respaldadas por capital de riesgo ((IPOs) completed on the B3, s.f.). Comparativamente con otros países, Brasil ha demostrado un sólido crecimiento en las oportunidades de buyout para los inversores de capital de riesgo. No obstante, existe un margen de mejora, especialmente en lo que se refiere a la liquidez y la profundidad del mercado de IPOs.

#### **4.2.6. Políticas públicas que fomentan instrumentos de VC en Brasil**

Brasil ha desplegado diversas medidas durante la última década para impulsar el sector del capital de riesgo.

En 2012, el gobierno Brasileño puso en marcha el programa Start-Up Brasil, destinado a proporcionar financiación y apoyo a las startups tecnológicas. Esta iniciativa ha sido crucial para dinamizar el ecosistema de capital de riesgo en Brasil (Start-Up Brasil, 2012).

Adicionalmente, el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil ha tenido un papel proactivo en el fomento del capital de riesgo, facilitando financiación y respaldo a los inversores de capital de riesgo. En 2016, el BNDES introdujo el programa BNDES Garagem, dirigido a ofrecer apoyo a las startups en sus etapas iniciales (BNDES, 2016).

A pesar de estas medidas, existen obstáculos. El ambiente regulatorio puede resultar complejo y la burocracia puede entorpecer el acceso a los programas de apoyo (Banco Mundial, 2021).

#### **4.2.7. Instrumentos financieros de VC utilizados en Brasil**

En la última década, Brasil ha experimentado el uso de varios instrumentos financieros en el ámbito de capital de riesgo.

Las inversiones directas en capital representan el instrumento de VC más usual en Brasil. Los inversores de capital de riesgo aportan financiamiento a las startups a cambio de un porcentaje de la compañía. En 2020, se concretaron inversiones de capital de riesgo por un total de 4.6 mil millones de dólares en Brasil, lo cual representa un incremento significativo con relación a los 235 millones de dólares invertidos en 2010 (ABVCAP, 2021).

Junto a las inversiones directas en capital, los inversores de capital de riesgo en Brasil también emplean instrumentos de deuda convertible. Estos instrumentos proporcionan financiación a las startups en forma de deuda, la cual puede convertirse en acciones en el futuro. De acuerdo con ABVCAP, la implementación de instrumentos de deuda convertible ha experimentado un crecimiento en los últimos años (ABVCAP, 2021).

Las inversiones en fondos de VC también son un instrumento relevante. Los inversores aportan capital a los fondos de capital de riesgo, los cuales, a su vez, invierten en un conjunto de startups. Conforme a ABVCAP, la cantidad de fondos de capital de riesgo activos en Brasil ha incrementado de 27 en 2010 a 75 en 2020 (ABVCAP, 2021). La Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital reportó que la inversión en capital de riesgo aumentó de BRL \$0.8 mil millones en 2010 a aproximadamente BRL \$18.3 mil millones en 2020.

Comparado con otros países, Brasil cuenta con un ecosistema de capital de riesgo en expansión con un empleo diversificado de instrumentos financieros. No obstante, aún existe espacio para mejora, especialmente en términos de la regulación y la transparencia de estos instrumentos.

### **4.3. Chile**

#### **4.3.1. Cultura emprendedora en Chile**

La cultura emprendedora constituye un pilar fundamental del ecosistema de capital de riesgo. En Chile, la última década ha visto un énfasis significativo en la promoción de esta mentalidad emprendedora.

Conforme al informe del Global Entrepreneurship Monitor (GEM), Chile ha demostrado una intensa actividad emprendedora en años recientes. En 2020, la tasa de actividad emprendedora temprana (TEA) en Chile alcanzó el 25.1%, ubicándose entre los indicadores más elevados de la región (GEM, GEM 2020/2021 Global Report, 2021).

El gobierno de Chile ha sido un actor clave en la promoción de esta mentalidad emprendedora. En 2010, introdujo el programa Start-Up Chile, que proporciona financiamiento y apoyo a los emprendedores. Este programa ha gozado de gran éxito, atrayendo a emprendedores de todas partes del mundo a Chile (Start-Up Chile, s.f.).

Por otra parte, las universidades y otras instituciones educativas en Chile han desempeñado un papel relevante en la promoción de la cultura emprendedora, ofreciendo programas educativos y apoyo para los emprendedores (GEM, 2021).

#### **4.3.2. Marco regulatorio sobre VC en Chile**

El marco normativo desempeña un rol esencial en la configuración de un entorno propicio para el capital de riesgo. En Chile, el ambiente regulatorio ha favorecido el crecimiento del ecosistema de capital de riesgo en la última década.

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) es la entidad responsable de la regulación del sector de capital de riesgo en Chile. Con el paso del tiempo, la CMF ha establecido una serie de normas con el objetivo de promover la transparencia y la protección de los inversores (Comisión para el Mercado Financiero, s.f.).

En el año 2000, Chile puso en marcha la Ley 19705, la cual proporcionó un marco normativo claro para los fondos de capital de riesgo. Esta legislación ha sido esencial para impulsar el crecimiento de los fondos de capital de riesgo en el país (Ley 19705, 2000).

Adicionalmente, en 2007, Chile promulgó una nueva Ley de Sociedades de Garantía Recíproca, la cual proporcionó un marco normativo para las garantías de préstamos para las pequeñas y medianas empresas. Esta legislación ha sido clave para facilitar el acceso a financiación para las empresas emergentes (Ley 20179, 2007).

#### **4.3.3. Marco tributario y transparencia fiscal en Chile**

Chile ha realizado esfuerzos significativos para ofrecer un entorno impositivo propicio y transparente para las startups y los inversores.

Con el propósito de respaldar a los emprendedores y atraer inversión, Chile ha impulsado mejoras en su regulación fiscal. En 2020, se instauró una reforma fiscal que simplificó el sistema impositivo y disminuyó la carga fiscal para las empresas, lo que fue acogido positivamente por la comunidad inversora (Servicio de Impuestos Internos, s.f.).

Además, Chile ha demostrado un compromiso firme con la transparencia impositiva. El país es partícipe de la Iniciativa de Transparencia Financiera del G20, que promueve la transparencia y la cooperación fiscal a nivel internacional. Asimismo, en 2019, Chile obtuvo una valoración favorable del Foro Global sobre Transparencia e Intercambio de Información para Propósitos Fiscales (OECD, 2020).

No obstante, a pesar de estos avances, persisten desafíos. Los inversores en ocasiones critican la complejidad del sistema impositivo Chileno y la carencia de incentivos fiscales específicos para las inversiones en startups (Banco Mundial, 2021).

#### **4.3.4. Requerimientos de gobierno corporativo en Chile**

En Chile, se han instaurado diversas regulaciones y normativas para garantizar una gestión corporativa efectiva.

La Comisión para el Mercado Financiero (CMF) en Chile define las regulaciones para el gobierno corporativo de las empresas. Estas normas abordan temas como la divulgación de información, la conformación del consejo de administración y las obligaciones fiduciarias de los directores (CMF, 2021).

En 2010, Chile puso en marcha la Ley de Gobierno Corporativo, que reforzó los derechos de los accionistas y mejoró la transparencia de las empresas. Esta ley ha sido un hito en el avance del gobierno corporativo en Chile. A pesar de estos progresos, se presentan desafíos. La implementación efectiva de las regulaciones de gobierno corporativo y el mejoramiento de la diversidad en los consejos de administración son áreas que requieren mayor atención (OECD, Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Latin America, Corporate Governance, 2023)

#### **4.3.5. Opciones de buyout (exit) en Chile**

En Chile, las alternativas de buyout han sido escasas, aunque han experimentado una evolución a lo largo del tiempo. Durante la última década, la cantidad de buyouts exitosos en Chile ha estado en ascenso. Conforme al informe de la Asociación Chilena de Venture Capital, la cifra de buyouts se incrementó de manera notable durante el periodo 2010-2021 (ACVC, 2022).

Los buyouts mediante adquisiciones han representado el método más común en Chile, seguidos por las fusiones. No obstante, los buyouts por medio de Oferta Pública Inicial (IPO) han sido menos frecuentes, en parte debido a la madurez relativa del mercado Chileno de capital de riesgo (ACVC, 2022).

En 2019, la firma Chilena de tecnología financiera Cornershop fue adquirida por Uber en una de las mayores operaciones de buyout en la historia de las startups Chilenas (Reuters, 2019). Este suceso puso de manifiesto el potencial de las startups Chilenas y acrecentó el interés de los inversionistas internacionales.

El tamaño comparativamente pequeño del mercado Chileno puede restringir las oportunidades de buyout. Asimismo, la ausencia de un mercado maduro de capital de riesgo puede limitar las alternativas de buyout.

#### **4.3.6. Políticas públicas que fomentan instrumentos de VC en Chile**

En Chile se han establecido diversas medidas para impulsar el crecimiento de este sector. En 2010, el gobierno Chileno instauró Start-Up Chile, un programa que brinda capital semilla, tutoría y oportunidades de networking a startups globales para que desarrollen sus proyectos en territorio Chileno (Start-Up Chile, s.f.). Este programa ha sido reconocido internacionalmente por su influencia positiva en el ecosistema de startups en Chile.

Además, la Corporación de Fomento de la Producción de Chile (CORFO) ha implementado una serie de programas destinados a estimular el capital de riesgo, como el Programa de Apoyo al Entorno para el Emprendimiento y la Innovación (PAEI), el cual proporciona financiación y soporte a incubadoras de empresas y fondos de capital de riesgo (CORFO, s.f.).

En 2019, se promulgó la Ley de Pago a 30 Días, que obliga a las empresas a cancelar a sus proveedores dentro de un plazo de 30 días, un cambio significativo que beneficia a las pequeñas empresas y startups (LEY 21131, 2019). Sin embargo, existen desafíos. A pesar de los programas existentes, muchos emprendedores y startups aún enfrentan obstáculos para acceder a financiación y apoyo (OECD, 2021).

En comparación con otros países, Chile ha instaurado diversas medidas innovadoras para impulsar el capital de riesgo. Sin embargo, aún resta trabajo por hacer para asegurar que estas medidas lleguen a todos los emprendedores y startups.

#### **4.3.7. Instrumentos financieros de VC utilizados en Chile**

En Chile, los instrumentos financieros que se han popularizado en el ámbito de las inversiones de capital de riesgo son el capital propio y la deuda convertible. El capital propio ha predominado en la financiación de capital de riesgo en el país. Los inversores de VC obtienen un porcentaje de la empresa a cambio de su inversión, anticipando que el valor de la empresa se incremente con el tiempo (ACVC, 2022).

La deuda convertible, que comprende una inversión inicial realizada como un préstamo que luego puede convertirse en capital, ha sido igualmente común en el ecosistema de capital de riesgo Chileno. Este instrumento brinda a los inversores cierto resguardo en caso de que la empresa no prospere, debido a que el préstamo debe ser reembolsado (ACVC, 2022).

Asimismo, en los últimos años, se ha manifestado un creciente interés por instrumentos más innovadores, como las Notas Convertibles Seguras (SAFE). Estos son contratos que permiten a los inversores transformar sus inversiones en acciones de la empresa en un momento posterior, generalmente durante una ronda de financiamiento futuro; según datos de la Asociación Chilena de Venture Capital, la inversión en capital de riesgo en Chile creció desde menos de \$30 millones en 2010 hasta superar los \$500 millones en 2020. A pesar de estos avances, la utilización de

instrumentos financieros más sofisticados en el contexto del capital de riesgo Chileno todavía es limitada en comparación con mercados más avanzados (OECD, 2021).

#### **4.4. Finlandia**

##### **4.4.1. Cultura emprendedora en Finlandia**

Finlandia es reconocida por ser un entorno altamente propicio para los emprendedores. Este país nórdico ha cultivado una cultura emprendedora profundamente arraigada a lo largo de la última década, fundamentada en la innovación y el espíritu empresarial.

Conforme al Informe Global de Emprendimiento (GEM, GEM 2020/2021 Global Report, 2021), Finlandia ha mantenido altas tasas de actividad emprendedora durante el período 2010-2021, con una gran proporción de la población adulta comprometida en la fundación de nuevas empresas.

Se ha observado también un enfoque marcado en el emprendimiento de alta tecnología en Finlandia. Esto queda evidenciado en el auge de las startups tecnológicas en ciudades como Helsinki, impulsado por una fuerte orientación hacia la educación y la investigación (Genome, 2021).

Finlandia ha evidenciado una intensa cultura de colaboración, con una amplia red de organizaciones que brindan apoyo al emprendimiento, entre las que se incluyen universidades, incubadoras, aceleradoras y organizaciones de financiamiento público y privado (OECD, 2020). La cultura de ensayo y error también es parte integral del ecosistema emprendedor finlandés, contribuyendo a la resiliencia y adaptabilidad del entorno empresarial.

En comparación con otros países, Finlandia ha cultivado una cultura emprendedora robusta y dinámica, con un enfoque claro en la innovación y la colaboración.

##### **4.4.2. Marco regulatorio sobre VC en Finlandia**

El entorno normativo en torno al capital de riesgo en Finlandia ha sido configurado para estimular el crecimiento y desarrollo de las empresas emergentes y startups. A lo largo de la última década, Finlandia ha promulgado una variedad de regulaciones para propiciar un ambiente favorable para las inversiones de capital de riesgo.

El sistema normativo de Finlandia se caracteriza por su flexibilidad y sencillez. En contraste con muchos otros países, Finlandia no cuenta con una legislación específica para el capital de riesgo;

en cambio, las operaciones de este tipo de inversiones se rigen bajo las leyes generales de sociedades y valores (Asociación de Capital de Riesgo de Finlandia, s.f.).

Finlandia también ha implementado regulaciones para incentivar la inversión en startups y empresas emergentes. Por ejemplo, en 2013 se instauró un régimen de deducciones fiscales para las inversiones en empresas emergentes, permitiendo a los inversores deducir hasta un 50% de su inversión (Pörssisäätiö, 2015).

Además, la Autoridad de Supervisión Financiera de Finlandia (FIN-FSA) ha adoptado una postura proactiva respecto a la regulación de nuevas formas de financiamiento, como el crowdfunding y las ICOs, proporcionando directrices claras y una regulación precisa para estas actividades (Autoridad Financiera de Supervisión de Finlandia, s.f.). A pesar de estos avances positivos, persisten algunos retos, como la necesidad de mayor armonización de las normativas sobre capital de riesgo a nivel de la Unión Europea (OECD, 2020).

En comparación con otros países, Finlandia ha logrado desarrollar un entorno normativo que alienta las inversiones de capital de riesgo, ofreciendo una mezcla de flexibilidad y protección tanto para inversores como para empresas.

#### **4.4.3. Marco tributario y transparencia fiscal en Finlandia**

La estructura fiscal en Finlandia se ha mostrado benévola para las startups y las inversiones de capital riesgo. Durante la década 2010-2021, Finlandia ha impulsado una serie de reformas tributarias para estimular el crecimiento de las empresas emergentes y atraer inversión en capital de riesgo.

Mediante la adopción de estándares internacionales de informe tributario y su participación en iniciativas de intercambio de información fiscal, Finlandia ha potenciado la transparencia en el ámbito fiscal (OECD, 2020). Esta práctica ha contribuido a crear un entorno de negocios confiable y predecible para los inversores en capital de riesgo.

Desde 2013, Finlandia ha establecido un régimen de deducciones fiscales para las inversiones en startups. Esto posibilita que los inversores individuales deduzcan hasta un 50% de sus inversiones en empresas emergentes de su impuesto sobre la renta. Además, las empresas en Finlandia se benefician de tasas de impuestos corporativos relativamente bajas. Con una tasa de impuesto

corporativo del 20%, Finlandia se sitúa entre los países con las tasas más reducidas de la OCDE (OECD, 2020).

No obstante, a pesar de estos beneficios, algunas críticas han apuntado que la estructura fiscal finlandesa todavía puede ser compleja para las startups y podría beneficiarse de una mayor simplificación (FVCA, 2022).

#### **4.4.4. Requerimientos de gobierno corporativo en Finlandia**

Finlandia ha puesto en práctica un robusto conjunto de regulaciones de gobierno corporativo para asegurar una gestión eficaz y transparente de las empresas. Estas normas se han consolidado a lo largo de la última década, proporcionando un ambiente empresarial confiable para los inversores de capital de riesgo (VC).

Las empresas finlandesas están regidas por la Ley de Sociedades de Finlandia, que define las responsabilidades de los directores y accionistas y proporciona protecciones para los inversores (Finnish Limited Liability Companies Act, 2006). Además, las empresas finlandesas que cotizan en bolsa deben acatar el Código de Gobierno Corporativo de Finlandia. Este código establece una serie de principios para garantizar la transparencia, la rendición de cuentas y los derechos de los accionistas (Securities Market Association, 2020).

Finlandia también ha instaurado regulaciones para promover la diversidad en los consejos de administración. Desde 2010, la Ley de Igualdad de Género exige que las empresas de propiedad estatal y las cotizadas en bolsa tengan al menos un 40% de mujeres en sus consejos (Ministry of Justice of Finland, 2010). A pesar de estas regulaciones, algunos desafíos persisten. Algunos críticos han sostenido que las exigencias de gobierno corporativo pueden ser gravosas para las empresas emergentes y pueden desincentivar la inversión de VC (FVCA, 2022).

#### **4.4.5. Opciones de buyout (exit) en Finlandia**

Durante el lapso 2012-2021, Finlandia ha mostrado contar con un mercado activo y diverso para los buyouts de capital de riesgo. El mercado bursátil finlandés, administrado por Nasdaq Helsinki, ha sido una vía de buyout común para las startups finlandesas. A lo largo de la década, diversas startups finlandesas han elegido listar en el mercado bursátil (FVCA, 2022).

Además, las fusiones y adquisiciones han representado otra alternativa de buyout bastante popular. De acuerdo con un informe de la Finnish Venture Capital Association (FVCA), las fusiones

y adquisiciones constituyeron la mayoría de los buyouts de capital de riesgo en Finlandia entre 2012 y 2021 (FVCA, 2022).

El mercado secundario de acciones también ha emergido como una opción de buyout en Finlandia. Este mercado permite a los inversores de capital de riesgo vender sus acciones a otros inversores sin necesidad de una IPO o una adquisición (PWC, 2022). A pesar de estas alternativas, el mercado de buyouts en Finlandia aún enfrenta algunos desafíos. Por ejemplo, algunos sostienen que el tamaño relativamente reducido del mercado bursátil finlandés podría limitar las oportunidades de buyout para las startups de mayor tamaño (OECD, 2020).

#### **4.4.6. Políticas públicas que fomentan instrumentos de VC en Finlandia**

Las estrategias gubernamentales en Finlandia han desempeñado un papel vital en el estímulo de los instrumentos de capital de riesgo durante la última década. El gobierno finlandés ha introducido una serie de políticas e iniciativas con el objetivo de incentivar la inversión de capital de riesgo y fomentar el desarrollo de las empresas emergentes.

Una de las iniciativas más sobresalientes es la instauración de Business Finland, una organización gubernamental destinada a respaldar la innovación y el crecimiento de las empresas finlandesas. Business Finland ofrece una variedad de servicios y programas de financiación para las startups, incluyendo subvenciones y préstamos (Business Finland, s.f.).

Asimismo, el gobierno finlandés ha impulsado la inversión de capital de riesgo a través de la creación de fondos de inversión públicos, como el Finnish Industry Investment (Tesi). Tesi invierte directamente en empresas emergentes y también realiza inversiones conjuntas con inversores de capital de riesgo privados (Tesi, 2022).

Las políticas fiscales también han jugado un papel en el apoyo a la inversión de capital de riesgo en Finlandia. Como se mencionó anteriormente, los inversores individuales pueden deducir hasta un 50% de sus inversiones en empresas emergentes de su impuesto sobre la renta. A pesar de estas políticas, persisten algunos desafíos. Por ejemplo, algunos críticos han argumentado que la financiación pública puede desplazar la inversión privada y distorsionar el mercado de capital de riesgo.

#### **4.4.7. Instrumentos financieros de VC utilizados en Finlandia**

El ecosistema de capital de riesgo (VC) finlandés se distingue por la variedad en la aplicación de instrumentos financieros. En el período comprendido entre 2012 y 2021, se han adoptado distintos instrumentos financieros para respaldar el desarrollo de las startups. Los instrumentos de deuda convertible han ganado popularidad en Finlandia. Este tipo de instrumentos facilita a los inversores de VC brindar financiamiento a una empresa emergente, a cambio de la opción de convertir la deuda en acciones en una etapa futura (FVCA, 2022).

Las acciones preferentes también constituyen un instrumento financiero habitual en el VC finlandés. Estas acciones confieren a los inversores de VC privilegios de voto y dividendos preferenciales respecto a los accionistas ordinarios (FVCA, 2022); la inversión en capital de riesgo ha crecido de manera constante durante la última década. Según la Finnish Venture Capital Association, el capital de riesgo total invertido en empresas finlandesas aumentó de €40 millones en 2010 a €383 millones en 2020.

Por otro lado, las opciones de acciones para empleados son una herramienta frecuentemente implementada por las empresas emergentes finlandesas. Estas opciones motivan a los empleados a participar activamente en el crecimiento de la empresa, alineando sus intereses con los de los inversores de VC (FVCA, 2022).

#### **4.5. Australia**

##### **4.5.1. Cultura emprendedora en Australia**

A lo largo de la última década, Australia ha visto un incremento notable en su cultura emprendedora. La comunidad de startups ha crecido a un ritmo exponencial, impulsada por factores tales como el respaldo gubernamental, el creciente interés del capital de riesgo y un cambio cultural hacia la valoración y promoción del espíritu empresarial.

Desde 2010, el gobierno Australiano ha promulgado una serie de políticas y programas con el objetivo de respaldar las startups y promover el emprendimiento. Un ejemplo de ello es el programa Entrepreneurs' Programme, que ofrece asesoramiento, financiamiento y apoyo a startups y empresas de tecnología en expansión (AusIndustry, s.f.).

La instauración de espacios de coworking y aceleradoras, como Fishburners y BlueChilli<sup>5</sup>, también ha sido un factor que contribuye a la cultura emprendedora en Australia. Estas organizaciones ofrecen un ambiente de apoyo para los emprendedores, facilitando el acceso a recursos, mentoría y oportunidades para establecer contactos (BlueChilli, s.f.) (Fishburners, s.f.).

El aumento de la inversión en capital de riesgo en Australia también ha desempeñado un papel fundamental. Según un informe de AVCAL (Australian Private Equity & Venture Capital Association), ahora AIC (Australian Investment Council), la inversión en capital de riesgo en Australia ha experimentado un crecimiento significativo en la última década (Prequin and Australian Investment, 2023).

A pesar de estos avances, persisten algunos retos. Por ejemplo, Australia ha enfrentado dificultades con una escasez de talento en tecnología y una falta de diversidad en el emprendimiento, lo cual podría limitar el crecimiento futuro de su cultura emprendedora (StartupAUS, 2020).

#### **4.5.2. Marco regulatorio sobre capital de riesgo en Australia**

La estructura reguladora en torno al capital de riesgo en Australia ha presenciado cambios notables en la última década, orientándose para apoyar la expansión y evolución de la industria. Un cambio preponderante ha sido la incorporación del esquema de Empresas de Inversión en Etapas Tempranas (ESIC, por sus siglas en inglés) en 2016. Este esquema propone incentivos fiscales atractivos para los inversores en empresas emergentes, ofreciendo un crédito fiscal no

---

<sup>5</sup> Fishburners: Es un espacio de coworking y aceleradora que se encuentra en Sídney, Australia. Fundada en 2011, Fishburners ha desempeñado un papel crucial en el apoyo a startups y emprendedores en el país. Ofrecen un entorno colaborativo donde los emprendedores pueden trabajar, conectarse y compartir ideas. Además del espacio físico, Fishburners también brinda acceso a programas de mentoría, talleres y eventos para fomentar el crecimiento de las startups. Su objetivo es impulsar la creación y el desarrollo de empresas tecnológicas innovadoras en Australia.

BlueChilli: Es otra empresa de coworking y aceleradora con sede en Sídney. Fundada en 2012, BlueChilli se centra en el desarrollo y lanzamiento de nuevas empresas tecnológicas. Ofrecen servicios de apoyo, asesoramiento y recursos a emprendedores, ayudándoles a convertir sus ideas en negocios exitosos. BlueChilli también cuenta con un programa de incubación y aceleración que proporciona mentoría, financiamiento y conexiones estratégicas a las startups seleccionadas.

Estas dos startups, Fishburners y BlueChilli, desempeñan un papel importante en la promoción de la cultura emprendedora en Australia al ofrecer un entorno de apoyo, recursos y oportunidades de networking para los emprendedores. Su contribución ha sido clave para el crecimiento del ecosistema emprendedor en el país.

reembolsable y una exención en las ganancias de capital en inversiones en ESICs que se conserven durante al menos 12 meses (ATO, s.f.).

En adición, en 2019, el gobierno Australiano presentó el Fondo de Inversión en Empresas Innovadoras (IEF, por sus siglas en inglés), proporcionando un marco regulador para los fondos de capital de riesgo que invierten en startups Australianas. Este fondo fue instaurado con el objetivo de promover la inversión privada en empresas emergentes y estimular el crecimiento económico (Gobierno de Australia, s.f.).

Pese a estos progresos, la estructura reguladora Australiana todavía enfrenta desafíos. Por ejemplo, la complejidad y los costos asociados con la conformidad a las regulaciones pueden ser un impedimento para las startups y los inversores (KPMG, 2022). Además, la incertidumbre reguladora, particularmente con relación a las tecnologías emergentes, puede entorpecer la inversión en startups innovadoras (ACS, 2021).

#### **4.5.3. Marco tributario y transparencia fiscal en Australia**

La estructura fiscal Australiana es reconocida por su meticulosidad y claridad. La Oficina de Impuestos de Australia (Australian Taxation Office, ATO) es la entidad gubernamental encargada de administrar las leyes fiscales del país. Durante la última década, Australia ha impulsado distintas medidas para incentivar la inversión en startups y empresas emergentes.

Una de las transformaciones más relevantes fue la implementación de incentivos fiscales para inversores en etapas tempranas (ESIC, por sus siglas en inglés) en 2016. Los inversores en empresas ESIC seleccionadas pueden obtener una deducción fiscal del 20% y una exención de ganancias de capital para inversiones sostenidas durante al menos 12 meses (ATO, s.f.).

Además, el régimen de Sociedades de Capital de Riesgo de Innovación en Australia (AFO, por sus siglas en inglés), introducido en 2007 y revisado en 2016, proporciona exenciones fiscales para inversores en empresas emergentes. Los inversores AFO pueden disfrutar de ganancias de capital y de ingresos exentos de impuestos provenientes de sus inversiones en empresas seleccionadas (ATO, s.f.).

Respecto a la claridad fiscal, Australia ha sido reconocida internacionalmente por su firme compromiso con la transparencia y la cooperación fiscal. De acuerdo con el Índice de

Transparencia Fiscal 2020 de OCDE, Australia se ubicó entre los países con mayor transparencia a nivel global (OECD, 2020).

Pese a estas fortalezas, la complejidad de la estructura fiscal Australiana puede representar un desafío para las startups y los inversores. Navegar a través de la multitud de regulaciones fiscales y cumplir con las obligaciones tributarias puede requerir un tiempo y recursos considerables.

#### **4.5.4. Requerimientos de gobierno corporativo en Australia**

El gobierno corporativo en Australia es regulado mayormente por la Ley de Corporaciones del 2001, y supervisado por la Comisión Australiana de Valores e Inversiones (ASIC). La regulación Australiana fomenta prácticas sólidas y transparentes de gobierno corporativo en todas las empresas, incluyendo las startups (ASIC, s.f.).

Un aspecto sobresaliente del marco de gobierno corporativo en Australia es el conjunto de Principios y Recomendaciones de Gobierno Corporativo del Consejo de Gobierno Corporativo de Australia (ASX Corporate Governance Council). Estos principios proporcionan una guía flexible basada en "cumplir o explicar" para las empresas que cotizan en bolsa, abarcando recomendaciones sobre la estructura del consejo, la gestión de riesgos, la integridad y ética, y la remuneración de los ejecutivos (ASX Corporate Governance Council, 2019).

En 2016, el ASX introdujo cambios en sus principios con el fin de potenciar la transparencia y mejorar la diversidad de género en los consejos de administración. Estos cambios incorporaron requerimientos más rigurosos para la divulgación de políticas de diversidad y la medición del avance hacia los objetivos de diversidad (ASX Corporate Governance Council, 2016).

Pese a su enfoque generalmente flexible, el marco de gobierno corporativo de Australia ha supuesto desafíos para las startups. Por ejemplo, las startups que buscan cotizar en bolsa pueden hallar costoso y desafiante el cumplimiento de los requisitos de divulgación y gobierno corporativo del ASX. Sin embargo, el ASX ha tomado medidas para afrontar estas preocupaciones y atraer a más empresas emergentes a su mercado (Caxton Business & Legal, Inc., 2018).

#### **4.5.5. Opciones de buyout (exit) en Australia**

Las alternativas de buyout para las empresas de capital de riesgo (VC) en Australia han sido variadas y han demostrado un progreso sostenido en la última década. De acuerdo con el informe de KPMG sobre Capital de Riesgo, los buyouts en Australia han experimentado un crecimiento

desde 2015, destacando especialmente un aumento en adquisiciones y Ofertas Públicas Iniciales (IPO) (KPMG, 2023).

Una vía de buyout muy recurrida en Australia ha sido mediante adquisiciones. Grandes compañías tecnológicas, tanto locales como internacionales, han mostrado un interés creciente en la adquisición de startups Australianas, lo cual supone una alternativa de buyout lucrativa para los inversores de capital de riesgo. Entre los ejemplos notables se incluye la adquisición de Afterpay <sup>6</sup>por Square en 2021 por 29 mil millones de dólares Australianos, una de las más grandes en la historia de Australia.

Las Ofertas Públicas Iniciales (IPO) también han sido una opción frecuente para los buyouts en Australia. El mercado de IPO Australiano ha sido atractivo para las startups debido a su accesibilidad relativa y a la robusta demanda de los inversores por nuevas emisiones. Sin embargo, las IPO también pueden presentar retos, como la necesidad de cumplir con requisitos rigurosos de divulgación y gobierno corporativo (PWC, 2019).

Es importante enfatizar que, aunque las oportunidades de buyout están disponibles, las startups Australianas a menudo requieren tiempo para crecer y madurar antes de que un buyout sea factible. Según un estudio de AVCAL, la duración promedio de una inversión en capital de riesgo en Australia antes del buyout fue de 5,6 años en 2017 (Australian Investment Council, 2018).

#### **4.5.6. Políticas públicas que fomentan los instrumentos de VC en Australia**

Australia ha introducido diversas estrategias gubernamentales con el propósito de estimular el uso de instrumentos de capital de riesgo (VC). En 2016, el gobierno Australiano puso en marcha la Iniciativa Nacional de Innovación y Ciencia, que incorporó un conjunto de medidas dirigidas a impulsar la inversión en empresas emergentes (Department of Industry, Science, Energy and Resources, 2016).

---

<sup>6</sup> Afterpay es una empresa de tecnología financiera australiana especializada en servicios de "compra ahora, paga después". Su modelo de negocio permite a los clientes adquirir bienes y servicios de inmediato, pero pagarlos a plazos durante un período de tiempo determinado. Este servicio ha demostrado ser especialmente popular en el comercio electrónico y el comercio minorista, y ha llevado a Afterpay a convertirse en uno de los principales actores en la industria de los pagos diferidos. La adquisición por parte de Square, una empresa de servicios financieros y de pagos móviles con sede en San Francisco, marcó una expansión significativa de su oferta de servicios y un movimiento estratégico para capitalizar la creciente demanda de opciones de pago flexible.

Como parte de esta iniciativa, el gobierno puso en práctica la concesión de incentivos fiscales para los inversores en empresas emergentes. Los inversores en empresas emergentes elegibles pueden recibir una deducción fiscal del 20% sobre las inversiones realizadas, así como una exención de impuestos sobre las ganancias de capital de las inversiones efectuadas después de un período de tenencia de 12 meses (ATO, s.f.).

Además, el gobierno Australiano ha instaurado el Fondo de Inversión de Coinversión para la Innovación (Innovation Investment Follow-on Fund), que proporciona financiación adicional a las empresas de capital de riesgo ya existentes que han invertido en empresas Australianas de alta tecnología (Department of Industry, Science, Energy and Resources, 2020).

Otra estrategia significativa es el Programa de inversores conocido como The Venture Capital Limited Partnership program (VCLP) que brinda un régimen fiscal favorable para las inversiones en VC y capital privado (Venture Capital Limited Partnerships (VCLP), s.f.).

#### **4.5.7. Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en Australia.**

En Australia, los instrumentos financieros de capital de riesgo (VC) de mayor uso han sido las inversiones de capital y las inversiones convertibles en deuda. La mayoría de las inversiones de VC realizadas en Australia en la última década han sido mediante acciones preferentes, que otorgan a los inversores derechos de liquidación superiores y a menudo incluyen cláusulas de anti-dilución (KPMG, 2023).

Las notas convertibles, que representan préstamos que pueden transformarse en capital en una fecha futura o ante un evento determinante, han ganado creciente popularidad en Australia durante la última década. Estos instrumentos brindan a los inversores de VC una modalidad para invertir en una empresa en desarrollo sin tener que valorar la empresa en el momento de la inversión (StartupAUS, 2020).

Además, Australia ha experimentado un incremento en el empleo de los Acuerdos de Acciones Futuras Simples (SAFE, por sus siglas en inglés). Originalmente ideados por Y Combinator en los Estados Unidos, los acuerdos SAFE son contratos que posibilitan a los inversores adquirir acciones en una ronda de financiamiento futura (Australian Investment Council, 2018).

La Australian Private Equity & Venture Capital Association Limited reportó que la inversión anual en capital de riesgo aumentó de AUD \$0.5 mil millones en 2010 a aproximadamente AUD \$2.6 mil millones en 2020.

## **4.6. Reino Unido**

### **4.6.1. Cultura emprendedora en el Reino Unido**

Durante la última década, el Reino Unido ha vivido un florecimiento en su cultura emprendedora. De acuerdo con un informe de la Federación de Pequeñas Empresas (Federation of Small Businesses, 2021), la creación de empresas ha demostrado ser sólida, experimentando un crecimiento promedio anual del 3.5% desde 2010. Este crecimiento ha sido estimulado en gran medida por la expansión del emprendimiento digital y tecnológico, llevando a catalogar al país como la "Nación de las Startups".

Asimismo, el Reino Unido ha presenciado un incremento significativo en la diversidad de sus emprendedores. Es notable que la cantidad de mujeres empresarias ha crecido en un 45% en la última década, superando la expansión de los hombres en este ámbito (Rose, 2019).

El espíritu empresarial también está profundamente incrustado en el sistema educativo británico. Numerosas universidades, como la Universidad de Oxford y la Universidad de Cambridge, han establecido sus propios programas de incubadoras para promover la creación de startups entre los estudiantes (Universities UK, 2022).

El ambiente emprendedor del Reino Unido también ha contado con el respaldo de una serie de programas gubernamentales, como el "Start Up Loans" y el "Enterprise Investment Scheme", que brindan financiación y apoyo a los emprendedores en sus etapas iniciales (Gov.uk, s.f.).

### **4.6.2. Marco regulatorio sobre el capital de riesgo en el Reino Unido**

El esquema normativo en Reino Unido ha resultado determinante para propiciar la inversión en capital de riesgo. La Autoridad de Conducta Financiera (FCA) del Reino Unido ha establecido un conjunto de regulaciones que han sido favorables para la inversión en startups y empresas emergentes. Entre los programas más destacados que han incentivado la inversión en capital de riesgo en el Reino Unido se encuentran el "Enterprise Investment Scheme" (EIS) y el "Seed Enterprise Investment Scheme" (SEIS). Dichos programas brindan considerables beneficios fiscales para aquellos inversores que destinan su capital en empresas jóvenes y en expansión.

Desde su puesta en marcha en 2012, el SEIS ha colaborado en la obtención de más de £1 mil millones para startups británicas (HM Revenue & Customs, s.f.)

El "Venture Capital Trust" (VCT) es otro instrumento que ha desempeñado un papel fundamental en el fomento del capital de riesgo en Reino Unido. Los VCTs son entidades de inversión que cotizan en la Bolsa de Londres, diseñadas para canalizar inversiones en pequeñas empresas en crecimiento que no están listadas en el mercado de valores (HM Revenue & Customs).

Además, la FCA también ha establecido regulaciones para promover la financiación colectiva y la inversión de capital de riesgo a través de plataformas digitales. Dichas regulaciones han facilitado la inversión en capital de riesgo para inversores minoristas, permitiendo que plataformas como Seedrs y Crowdcube alcancen un desarrollo significativo en Reino Unido.

#### **4.6.3. Marco tributario y transparencia fiscal en el Reino Unido**

El Reino Unido ha llevado a cabo una serie de modificaciones fiscales desde 2010 con el propósito de fomentar el emprendimiento y la inversión en capital de riesgo. El HM Revenue & Customs (HMRC), organismo tributario británico, ha establecido programas como el "Enterprise Investment Scheme" (EIS) y el "Seed Enterprise Investment Scheme" (SEIS), que buscan incentivar la inversión en pequeñas empresas mediante beneficios fiscales (HM Revenue & Customs, s.f.)

Además, el Reino Unido ha promovido políticas de claridad fiscal para luchar contra la evasión fiscal y asegurar que las empresas aporten una contribución fiscal equitativa. Entre estas políticas se incluye la implementación del "Impuesto sobre Beneficios Desviados" en 2015, dirigido a evitar que las empresas desvíen ganancias fuera del Reino Unido para eludir la tributación (HM Revenue & Customs).

El Reino Unido también ha hecho esfuerzos para mejorar la claridad fiscal a nivel global. Ha sido un defensor crucial de las iniciativas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) para establecer estándares mundiales de informes financieros y fiscales.

Además, el Reino Unido ha instaurado políticas para impulsar la transparencia fiscal en el sector de las empresas emergentes. Esto incluye la introducción del "Fondo Futuro", que requiere que las startups que soliciten financiamiento gubernamental presenten informes financieros detallados (British Business Bank).

#### **4.6.4. Requerimientos de gobierno corporativo en el Reino Unido**

El gobierno corporativo en el Reino Unido está definido por una combinación de legislación y códigos de buenas prácticas. El Código de Gobierno Corporativo del Reino Unido, actualizado por última vez en 2018, establece un enfoque de "cumplir o justificar" para las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres (Financial Reporting Council, 2018).

Este código aborda áreas como la estructura del consejo, los roles y responsabilidades de los directores y la remuneración de los ejecutivos. Asimismo, enfatiza la necesidad de un liderazgo eficaz, integridad en la presentación de informes financieros y comerciales, y relaciones robustas con los accionistas.

Además, en 2014, el Reino Unido introdujo regulaciones que exigen que las empresas públicas realicen una votación vinculante de los accionistas sobre la política de remuneraciones de los directores al menos cada tres años. Esta medida se implementó para otorgar a los accionistas una mayor influencia en los asuntos de remuneración de los ejecutivos, conforme a lo establecido en el Enterprise and Regulatory Reform Act 2013 (UK Parliament, 2013).

El Reino Unido también ha puesto un énfasis particular en la diversidad de los consejos de administración. En 2011 se propuso el objetivo de que al menos un tercio de los cargos del consejo estuvieran ocupados por mujeres para 2020, meta que muchas empresas han logrado cumplir (KPMG & Cranfield University, 2015).

#### **4.6.5. Opciones de buyout (exit) en el Reino Unido**

El Reino Unido alberga un mercado activo para las transacciones de buyout, brindando a las empresas y a sus inversores múltiples opciones para su estrategia de salida. Específicamente, la Bolsa de Londres ha sido un lugar atractivo para las empresas que buscan realizar una Oferta Pública Inicial (IPO). Según un informe de PwC, el Reino Unido representó el 40% de todas las IPOs en Europa en 2019 (PWC, 2019).

Además, la adquisición por parte de otra empresa ha sido una vía común de buyout en el Reino Unido. De acuerdo con la información de Beauhurst, las adquisiciones han representado la mayoría de los buyouts exitosos de empresas tecnológicas del Reino Unido entre 2011 y 2021. En lo que respecta a los buyouts de capital privado, el Reino Unido también ha demostrado ser un mercado activo (Beauhurst, 2021).

Por último, la opción de venta secundaria, en la que los inversores traspasan sus participaciones a otros inversores, también ha ganado popularidad en el Reino Unido, ofreciendo una alternativa a las salidas tradicionales como las IPOs o las adquisiciones (British Private Equity & Venture Capital Association, 2020).

#### **4.6.6. Políticas públicas que fomentan instrumentos de capital de riesgo en el Reino Unido**

Las estrategias gubernamentales del Reino Unido han resultado ser particularmente propicias para los instrumentos de capital de riesgo durante el último decenio. El gobierno británico ha puesto en marcha diversos programas con el objetivo de incentivar la inversión en empresas emergentes y de alto crecimiento.

El Esquema de Inversión Empresarial (EIS) y el Esquema de Inversión de Semillas (SEIS) son dos ejemplos destacados. Estos programas ofrecen ventajosos beneficios fiscales a los inversores que realizan inversiones en empresas elegibles. Entre ellos se incluyen el alivio del impuesto sobre la renta, la exención del impuesto sobre las ganancias de capital y la mitigación de pérdidas en caso de que la inversión no proporcione los rendimientos esperados (HM Revenue & Customs, s.f.).

Además, el Fondo Británico de Inversión en Negocios (BBI) fue instaurado en 2017 con el propósito de respaldar el crecimiento de las empresas en el Reino Unido. BBI invierte en fondos de capital de riesgo que, a su vez, invierten en empresas de alto crecimiento, proporcionando un impulso significativo a la industria del capital de riesgo en el Reino Unido (British Business Bank, s.f.).

El gobierno británico también ha creado el Fondo de Inversión Futura como respuesta a la pandemia de COVID-19. Este programa proporciona financiamiento convertible a las empresas que enfrentan dificultades para recaudar capital de inversión durante la pandemia (British Business Bank, s.f.).

#### **4.6.7. Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en el Reino Unido**

El ecosistema de capital de riesgo (VC) del Reino Unido es uno de los más avanzados y diversos a nivel global, y se sirve de una gama de instrumentos financieros para financiar empresas tanto en etapas tempranas como avanzadas. Los instrumentos más frecuentes abarcan el capital accionario, las notas convertibles y la deuda convertible. Reino Unido ha experimentado un auge significativo en su mercado de capital de riesgo. Según datos de la British Venture Capital

Asociación, la inversión en VC en el Reino Unido pasó de £1,211 millones en 2010 a £11,895 millones en 2020.

El capital accionario representa el instrumento más recurrente en las inversiones de VC en el Reino Unido. A través de este instrumento, los inversores adquieren una participación en la empresa a cambio de su inversión, permitiéndoles participar en el crecimiento futuro de la compañía y obtener un retorno importante en caso de una salida exitosa (British Private Equity & Venture Capital Association, 2020).

Las notas convertibles son otro instrumento frecuentemente utilizado en el ecosistema de VC del Reino Unido. Este instrumento representa un tipo de deuda que se convierte automáticamente en capital accionario en una ronda de financiación futura. Las notas convertibles son especialmente útiles en las etapas iniciales de una empresa, cuando acordar una valoración puede ser complejo.

La deuda convertible es similar a las notas convertibles, pero se emplea más habitualmente en etapas más avanzadas. Este instrumento es un tipo de deuda que puede convertirse en capital accionario a elección del inversor o de la empresa. La deuda convertible ofrece a los inversores una protección superior en comparación con el capital accionario, dado que tiene prioridad en caso de liquidación (British Business Bank, 2020).

Los fideicomisos de inversión, también conocidos como "trusts", representan otro instrumento financiero utilizado en el Reino Unido. Estos vehículos de inversión permiten a los inversores acceder a una cartera diversificada de activos, que puede incluir una participación en startups. Los "trusts" se negocian en bolsa, proporcionando liquidez a los inversores. Dependiendo del tipo de "trust" y de la composición específica de sus activos, estos pueden tener una participación de propiedad en empresas o mantener deuda. En este sentido, los "trusts" pueden ofrecer una manera eficiente y diversificada de invertir en startups y otras empresas emergentes.

## **4.7. Colombia**

### **4.7.1. Cultura emprendedora en Colombia**

En la última década, la cultura emprendedora en Colombia ha experimentado cambios relevantes. Se ha observado un aumento notable en la inclinación hacia la iniciativa empresarial

y la formación de empresas, impulsado por múltiples factores, incluyendo la aparición de programas educativos y de formación orientados al emprendimiento (GEM, 2021).

El Informe Global de Emprendimiento (GEM) de 2020 indica que el espíritu empresarial en Colombia ha seguido una tendencia ascendente, mostrando una mayor disposición de los Colombianos para emprender negocios propios. A pesar de los retos económicos y sociales, la percepción de oportunidades para emprender en Colombia se ha mantenido constante.

Además, el emprendimiento en Colombia ha sido estimulado por una generación de jóvenes emprendedores altamente motivados que han demostrado una creciente habilidad para identificar oportunidades de negocio y desarrollar soluciones innovadoras. Esta nueva generación de empresarios ha contribuido a la diversificación de la economía Colombiana y a la creación de empresas de alto impacto.

A pesar de estos avances positivos, la cultura emprendedora en Colombia sigue enfrentando varios retos. Por ejemplo, la persistente falta de acceso a capital de riesgo y a otras formas de financiación es un obstáculo considerable para el crecimiento y la expansión de las startups (GEM, 2021).

Los emprendedores Colombianos también encuentran dificultades en términos de la calidad de la educación para emprendedores y la falta de mentoría y apoyo, lo que frecuentemente limita su capacidad para desarrollar habilidades empresariales efectivas y para gestionar el crecimiento de sus empresas. Además, hay una necesidad de mejorar el entorno regulatorio y de políticas para facilitar el emprendimiento, incluyendo la simplificación de los procedimientos de registro de empresas y la promoción de un marco tributario más amigable para las startups (OECD, 2019). A pesar de estos desafíos, la cultura emprendedora en Colombia ha demostrado ser resiliente. Los emprendedores Colombianos han mostrado una notable capacidad para adaptarse a los cambios y desafíos del entorno empresarial, y para identificar y aprovechar nuevas oportunidades de negocio (GEM, 2021).

En comparación con otros países como México, Brasil, Chile, Finlandia, Australia y el Reino Unido, la cultura emprendedora en Colombia presenta características distintivas. En términos generales, la actitud hacia el emprendimiento en estos países varía en función de factores como la

educación, el acceso a financiamiento, las políticas gubernamentales y la percepción de oportunidades.

Comparativamente, Colombia ha demostrado una mayor propensión al emprendimiento por necesidad, debido en gran medida a las condiciones socioeconómicas y a la falta de oportunidades de empleo formal. Por otro lado, en países como Finlandia y Australia, prevalece un enfoque de emprendimiento más centrado en la oportunidad, basado en la identificación de nichos de mercado únicos y la explotación de avances tecnológicos.

En términos de políticas de apoyo al emprendimiento, países como Chile y Reino Unido han implementado políticas efectivas para fomentar la creación de startups y facilitar su acceso a financiamiento. En el caso de Chile, el programa Start-Up Chile ha sido ampliamente reconocido como un modelo exitoso para atraer talento emprendedor y promover la creación de empresas de alto impacto.

En conclusión, la cultura emprendedora en Colombia ha evolucionado de manera significativa, impulsada por un creciente espíritu emprendedor y una nueva generación de empresarios innovadores. Sin embargo, se requieren esfuerzos adicionales para superar los desafíos existentes y para promover un entorno más propicio para el crecimiento y la expansión de las startups."

#### **4.7.2. Marco regulatorio sobre capital de riesgo en Colombia**

La reglamentación del capital de riesgo en Colombia ha experimentado una transformación significativa a lo largo de la última década. El marco legal y normativo Colombiano ha realizado esfuerzos dirigidos a facilitar y estimular la inversión en empresas en desarrollo.

El Decreto 2555, promulgado en 2010, sentó un precedente en la regulación del capital de riesgo en Colombia, al establecer las directrices para el funcionamiento de los Fondos de Capital Privado (FCP), el principal medio de inversión en startups en el país.

Por otro lado, la Ley 1676 fomentó la instauración de garantías mobiliarias, ampliando la disponibilidad de crédito para las pymes y las startups. No obstante, a pesar de estos progresos, persisten desafíos relevantes en la reglamentación del capital de riesgo en Colombia. El acceso a financiación continúa siendo restringido, especialmente para empresas emergentes en sus etapas iniciales.

Además, la complejidad y rigidez de la reglamentación pueden desincentivar la inversión en capital de riesgo. Por ejemplo, los inversores en FCP se ven sujetos a limitaciones respecto al tipo de empresas en las que pueden invertir, así como en cuanto al volumen y duración de sus inversiones.

Al comparar con otros países, Colombia presenta un esquema regulatorio menos avanzado en términos de capital de riesgo. Países como Reino Unido, Australia y Finlandia disponen de sistemas legales y normativos más propicios para la inversión en capital de riesgo, con marcos legales más flexibles y políticas de apoyo más eficaces para las startups, según se evidenció en el desarrollo anterior.

En el caso de Chile, su programa Start-Up Chile se erige como un ejemplo de cómo una política pública puede atraer inversión extranjera y fomentar el desarrollo de un ecosistema de startups. México y Brasil, aunque afrontan desafíos similares a los de Colombia, han implementado medidas para simplificar la creación de empresas y facilitar su acceso a financiamiento, tal como el sistema de "Empresa en un Día" en México y el programa "Start-Up Brasil" en Brasil, mencionados anteriormente.

#### **4.7.3. Marco tributario y transparencia fiscal en Colombia**

El entorno tributario Colombiano ha pasado por relevantes reformas en el último decenio, buscando potenciar la competitividad y atraer inversión foránea. En 2012, la Ley 1607 instauró considerables cambios en el impuesto sobre la renta, con la finalidad de simplificar el esquema tributario y propiciar un clima de inversión más amigable.

No obstante, el esquema tributario de Colombia ha sido objeto de críticas por su complejidad y su elevada tasa de impuesto corporativo en comparación con otros países de la región y de la OCDE. Según el Banco Mundial, la tasa impositiva efectiva a las empresas en Colombia es una de las más altas a nivel global, lo que puede constituir una barrera para la inversión y el crecimiento empresarial (Banco Mundial, 2021).

Igualmente, las modificaciones introducidas con la Ley 2277 de 2022 en el ámbito tributario han complicado el ambiente inversor al incrementar la carga fiscal tanto para las empresas como para los inversores, sumado a la inestabilidad jurídica y fiscal existente en el país.

En comparativa con otros países, la estructura fiscal y de transparencia tributaria de Colombia muestra retos, pero también oportunidades. Por ejemplo, en el Reino Unido, Australia y Finlandia, los esquemas fiscales son más sencillos y las tasas de impuesto corporativo son inferiores, lo que puede alentar la inversión en startups y en capital de riesgo, como se señaló anteriormente.

En Chile, México y Brasil, pese a enfrentar retos similares a los de Colombia, han instaurado reformas fiscales para incentivar la inversión y la fundación de empresas. En particular, Chile ha establecido una serie de incentivos fiscales para startups como parte de su programa Start-Up Chile que ya fue discutido.

Por lo tanto, es crucial que Colombia continúe laborando en la optimización de su estructura fiscal y en el fomento de la transparencia tributaria para facilitar el desarrollo y la expansión de las startups y para atraer inversión en capital de riesgo.

#### **4.7.4. Requerimientos de gobierno corporativo en Colombia**

El gobierno corporativo ha emergido como un componente crítico para las empresas en Colombia, particularmente para las startups que buscan financiamiento mediante capital de riesgo. A lo largo de la última década, Colombia ha realizado progresos considerables para mejorar sus directrices de gobierno corporativo. En 2014, la Superintendencia de Sociedades promulgó el Código País, que dispone recomendaciones para las empresas acerca de las buenas prácticas de gobierno corporativo.

A pesar de estos avances, persisten desafíos en la implementación efectiva de las prácticas de gobierno corporativo. Según el informe de la OCDE, las empresas Colombianas todavía encuentran obstáculos para aplicar integralmente los principios de gobierno corporativo, especialmente en lo que respecta a la transparencia y la rendición de cuentas (OCDE, 2019).

Al contrastar con otros países, Colombia ha realizado esfuerzos significativos para robustecer su marco de gobierno corporativo. Sin embargo, países como el Reino Unido, Australia y Finlandia cuentan con sistemas más maduros y sólidos en este aspecto, como ya se discutió anteriormente. En el contexto latinoamericano, México y Brasil han implementado regulaciones para potenciar las prácticas de gobierno corporativo, especialmente en lo referente a la protección de los derechos de los accionistas minoritarios (Banco Mundial, 2021). En Chile, el gobierno ha

impulsado la transparencia y la rendición de cuentas en las empresas, especialmente en las de propiedad estatal (Banco Mundial, 2021).

En resumen, resulta imperativo que Colombia continúe perfeccionando su marco de gobierno corporativo para asegurar la protección de los inversores, la transparencia y la rendición de cuentas en las empresas, lo cual es vital para atraer inversión de capital de riesgo.

#### **4.7.5. Opciones de buyout (exit) en Colombia**

Las opciones de buyout, o salidas, son un componente esencial del ecosistema de capital de riesgo, dado que ofrecen un mecanismo para que los inversores rentabilicen sus inversiones. En Colombia, estas opciones han sido más limitadas en comparación con otros mercados más maduros. Según el informe de la Asociación Colombiana de Capital Privado y Emprendedor (ColCapital, 2021), durante la última década el número de buyouts ha experimentado un crecimiento, si bien a un ritmo más lento comparado con países como Brasil, México, Chile, Reino Unido, Australia y Finlandia. Entre 2010 y 2021, se registraron 34 operaciones de buyout, sumando un valor total de aproximadamente \$1.2 mil millones de dólares.

A pesar de esta tendencia positiva, el mercado Colombiano todavía se enfrenta a desafíos. El informe de la OCDE (OECD Economic Surveys: Colombia 2019, 2019) indica que la liquidez del mercado de acciones Colombiano es relativamente baja, lo cual puede dificultar las salidas a través de Ofertas Públicas Iniciales (IPOs). Además, las adquisiciones y fusiones, otras formas comunes de buyout, también pueden verse entorpecidas por la complejidad del marco regulatorio Colombiano (Banco Mundial, 2021).

En un contexto comparativo, países como el Reino Unido, Australia y Finlandia cuentan con mercados de capital más desarrollados que facilitan los buyouts. En América Latina, a pesar de compartir desafíos similares con Colombia, países como México y Brasil han presenciado un número mayor de buyouts, gracias en parte a sus mercados de capitales más líquidos y a un entorno regulatorio más favorable.

#### **4.7.6. Políticas públicas que fomentan instrumentos de capital de riesgo en Colombia**

En el transcurso de la última década, el gobierno Colombiano ha puesto en marcha múltiples estrategias gubernamentales destinadas a impulsar el uso de instrumentos de capital de riesgo y fortalecer el ecosistema de empresas emergentes en el país. Un ejemplo notorio es la

instauración de iNNpulsa en 2012, una entidad gubernamental que se dedica a fomentar el crecimiento empresarial excepcional mediante la innovación.

Asimismo, el gobierno Colombiano ha promovido leyes para estimular el financiamiento de empresas emergentes. Por ejemplo, la Ley 1838 de 2017 establece un marco para la creación de Empresas de Base Tecnológica Spin-Offs. A pesar de haber promovido políticas para incentivar la inversión en empresas emergentes, existen barreras regulatorias y fiscales que pueden dificultar su efectividad (Banco Mundial, 2021).

En relación con otros países, Colombia ha realizado esfuerzos importantes para promover estrategias gubernamentales que impulsen la inversión en empresas emergentes. Sin embargo, países como Finlandia, Reino Unido y Australia poseen marcos regulatorios y fiscales más propicios para la inversión en capital de riesgo. En América Latina, México y Brasil han promovido políticas similares a las de Colombia, mientras que Chile ha destacado gracias a su programa Start-Up Chile, que ha captado la atención de emprendedores de todo el mundo.

Por consiguiente, es fundamental que Colombia persista en la implementación y perfeccionamiento de las estrategias gubernamentales que incentiven la inversión en capital de riesgo, con el propósito de superar los desafíos actuales y potenciar un ecosistema de empresas emergentes más robusto y dinámico.

#### **4.7.7. Instrumentos financieros de capital de riesgo utilizados en Colombia**

En el transcurso de la última década, el ecosistema de capital de riesgo en Colombia ha registrado un crecimiento notorio, con una variedad de instrumentos financieros utilizados para financiar startups. Los instrumentos más frecuentemente empleados abarcan el capital semilla, capital de riesgo, fondos de capital privado y financiación colectiva o crowdfunding.

El capital semilla, que suministra financiación a startups en etapas tempranas, ha ganado popularidad, en parte gracias al apoyo de iNNpulsa, que ha implementado una serie de programas para promover la inversión en startups (iNNpulsa, s.f.).

Los fondos de capital de riesgo y de capital privado también han jugado un papel determinante en la financiación de startups Colombianas. El número de fondos de capital de riesgo y de capital privado activos en Colombia ha experimentado un crecimiento considerable en la última década,

aunque el tamaño de estos fondos aún es reducido en comparación con los mercados más desarrollados (ColCapital, 2021).

El crowdfunding, facilitado por la Ley 1357 de 2017, ha surgido como una nueva ruta de financiación para las startups. A pesar de su introducción reciente, el crowdfunding se ha mostrado como un instrumento financiero con gran potencial.

No obstante, a pesar de estos avances, el ecosistema de capital de riesgo en Colombia aún enfrenta desafíos. Según el informe del Banco Mundial (Doing Business 2021, 2021), la escasez de inversores ángeles y la limitada liquidez del mercado pueden representar obstáculos para el acceso a financiación de las startups.

Comparativamente con otros países, Colombia ha realizado esfuerzos considerables para desarrollar su ecosistema de capital de riesgo. El mercado de capital de riesgo de Colombia ha experimentado un crecimiento constante durante la última década. Según datos de la Asociación Colombiana de Capital Privado y Emprendedor (ColCapital), las inversiones en capital de riesgo en Colombia pasaron de aproximadamente 7.442 millones de dólares en 2015 a 17.853 millones de dólares en 2020. Sin embargo, países como el Reino Unido, Australia y Finlandia poseen mercados de capital de riesgo más maduros y una gama más extensa de instrumentos financieros disponibles. Dentro de América Latina, México, Brasil y Chile han vivido un crecimiento similar en su ecosistema de capital de riesgo, aunque cada uno enfrenta sus propios desafíos y oportunidades.

## **5. Propuestas para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia**

### **5.1. Identificación de factores determinantes en la política pública para fomentar el crecimiento de los fondos de capital de riesgo para startups en Colombia**

Basado en el análisis comparativo de la cultura emprendedora, el marco regulatorio, el marco tributario, los requerimientos de gobierno corporativo, las opciones de salida, y los instrumentos financieros de capital de riesgo en países como México, Brasil, Chile, Finlandia, Australia y Reino Unido, se pueden identificar varios factores clave que podrían potenciar la oferta de instrumentos de capital de riesgo en el contexto Colombiano dirigidos a Startups, desde la concepción de estos instrumentos y la definición de su implementación.

En primer lugar, es esencial una cultura emprendedora sólida y un ecosistema de innovación vibrante. Como se observa en el caso de Finlandia, la creación de un entorno propicio para el emprendimiento puede fomentar la creación de nuevas empresas y, en consecuencia, aumentar la demanda de capital de riesgo. Para ello, es necesario que se fomente la educación emprendedora, la transferencia de tecnología y la colaboración entre la academia, la industria y el gobierno, idealmente mediante política pública, pero no es requisito sin el cual no se pueda adelantar.

En segundo lugar, un marco regulatorio favorable es crucial. En el Reino Unido, por ejemplo, las regulaciones permiten una variedad de instrumentos financieros, como el capital accionario, las notas y la deuda convertibles (British Private Equity & Venture Capital Association, 2020). Dichas regulaciones permiten a los inversores y a las empresas adaptar sus acuerdos financieros a sus necesidades específicas y a sus perfiles de riesgo.

En tercer lugar, un marco tributario favorable puede incentivar a los inversores a aportar capital a las startups. Australia ofrece un ejemplo en este sentido, con su esquema de incentivos fiscales para la inversión en startups (ATO, s.f.)

En cuarto lugar, los requerimientos de gobierno corporativo pueden influir en la disposición de los inversores para proporcionar capital de riesgo. En Chile, por ejemplo, se ha demostrado que las normas de gobierno corporativo sólidas y transparentes aumentan la confianza de los inversores y facilitan las inversiones en startups.

Finalmente, las políticas públicas que facilitan opciones de salida, como adquisiciones y ofertas públicas iniciales, pueden incentivar a los inversores para aportar capital de riesgo. Brasil, por ejemplo, ha implementado políticas que facilitan las adquisiciones y fusiones, proporcionando a los inversores una ruta clara para obtener rendimientos (ANBIMA, 2021).

Es importante recalcar que, si bien las políticas públicas juegan un papel significativo en la creación de un entorno propicio para el capital de riesgo, no deben ser las únicas responsables del desarrollo del mercado. Instituciones educativas, empresas privadas, emprendedores e inversores también deben contribuir activamente en el fomento de una cultura emprendedora, en la creación de marcos regulatorios y tributarios favorables, y en la implementación de prácticas de gobierno corporativo eficientes.

Las instituciones educativas, por ejemplo, pueden impulsar la educación emprendedora, mientras que las empresas privadas podrían colaborar en el establecimiento de un ecosistema de innovación dinámico. Los emprendedores y los inversores, por otro lado, pueden diversificar los instrumentos financieros disponibles y promover opciones de salida viables.

En resumen, impulsar el crecimiento de los fondos de capital de riesgo para startups en Colombia requiere una combinación de políticas públicas efectivas, iniciativas privadas y esfuerzos de colaboración. Este enfoque integral permitirá un crecimiento sostenible y exitoso del mercado de capital de riesgo en el país.

## **5.2. Propuestas para la mejora de las políticas públicas existentes y la implementación de nuevas políticas para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia.**

Basándose en el análisis anterior de los factores que han influido en el desarrollo de instrumentos de capital de riesgo en distintos países, se pueden proponer una serie de medidas para mejorar las políticas públicas existentes e implementar nuevas políticas en Colombia.

Fomentar una cultura emprendedora: La educación en emprendimiento puede ser un componente crucial en las políticas públicas, permitiendo que los futuros emprendedores adquieran habilidades y competencias necesarias para el éxito (Fayolle , Gailly , & Lassas-Clerc, 2006). Las iniciativas pueden incluir programas de educación en emprendimiento en todos los niveles educativos y capacitación en habilidades técnicas y de gestión.

Desarrollar un marco regulatorio favorable: El gobierno puede trabajar para simplificar el proceso de creación de empresas y mejorar la protección a los inversores. Siguiendo el ejemplo de México, una Ley de Fomento a la Financiación Productiva podría ser de gran ayuda (Secretaría de Economía, 2020).

Incentivos fiscales para inversionistas: Políticas fiscales que beneficien a los inversores en capital de riesgo podrían fomentar la inversión en startups. Tal como se realiza en Australia, los incentivos fiscales para inversores en etapas tempranas pueden ser una estrategia eficaz.

Fortalecer los requerimientos de gobierno corporativo: La promoción de buenas prácticas de gobierno corporativo puede generar mayor confianza entre los inversores y facilitar el acceso a financiamiento (OECD, Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Latin America, Corporate Governance, 2023).

Facilitar las opciones de salida: Se podría trabajar en mejorar la liquidez del mercado secundario y en potenciar la salida a través de la bolsa de valores con productos como los desarrollados en México y Reino Unido denominados Trust.

### **5.3. Propuestas de instrumentos financieros de VC para Colombia**

Este capítulo, se enfoca en la formulación de propuestas de instrumentos financieros de capital de riesgo para Colombia, basándonos en la metodología detallada en el numeral 2.6. Las propuestas surgen de la revisión exhaustiva del estado del arte y la identificación de áreas de mejora en el ecosistema de VC de Colombia.

#### **5.3.1. Propuesta 1: trust en bolsa (basado en el modelo de Reino Unido y México)**

Esta propuesta es el uso de los Trusts en Bolsa, inspirado en el modelo utilizado tanto en el Reino Unido como en México. Esta sugerencia surge debido a la ventaja de permitir a inversores minoristas participar en la inversión de capital de riesgo, algo que se ha mostrado exitoso en los países mencionados. Se ha identificado que la inclusión de un grupo más amplio de inversores puede potencialmente impulsar la liquidez del mercado y mejorar el acceso al capital para las startups. Asimismo, las regulaciones existentes en Colombia permiten el establecimiento de este tipo de vehículos de inversión, lo cual facilita su implementación.

#### **Tipo de instrumento**

El trust en bolsa o fondo de Inversión como es conocido en México es un instrumento financiero permite a los inversores acceder a una cartera diversificada de activos, que puede incluir participaciones en startups, mediante la adquisición de acciones en el trust. Estas acciones se negocian en bolsa, lo que proporciona liquidez a los inversores.

Un trust puede tener una participación de propiedad en empresas (incluyendo startups) si esas acciones forman parte de los activos del trust. Del mismo modo, un trust puede mantener deuda si los bonos o los valores respaldados por hipotecas forman parte de sus activos. En este sentido, los trusts pueden ofrecer a los inversores una manera eficiente y diversificada de invertir en startups y otras empresas emergentes, ya sea a través de la propiedad de acciones o a través de la tenencia de deuda.

## **Diseño del Instrumento**

- **Análisis de los requerimientos del inversor:** Los inversores Colombianos han demostrado un apetito creciente por la diversificación y las inversiones en activos de mayor riesgo, como se evidencia en el crecimiento de los fondos de capital de riesgo en los últimos años.
- **Selección de estructura y términos financieros:** La estructura del trust en bolsa debe proporcionar diversificación y potencial de crecimiento, manteniendo a la vez un nivel adecuado de riesgo. Los términos financieros deben ser atractivos para los inversores y alineados con las expectativas de rendimiento del mercado.
- **Consideraciones regulatorias y fiscales:** La implementación de este tipo de instrumentos requeriría ajustes en la regulación actual y posiblemente incentivos fiscales para fomentar su adopción.
- **Evaluación de la viabilidad del diseño:** A pesar de los retos regulatorios y fiscales, el diseño de los trusts en bolsa podría ser viable dada la creciente sofisticación y liquidez del mercado Colombiano.

## **Formulación del Instrumento**

- **Identificación de las necesidades de financiamiento:** El trust en bolsa podría proporcionar financiamiento a una amplia gama de startups en diferentes etapas de desarrollo.
- **Determinación de la estructura financiera adecuada:** La estructura del trust debe ser flexible y adaptarse a las necesidades de las startups y las expectativas de los inversores.
- **Definición de los términos y condiciones financieros:** Los términos y condiciones deben ser competitivos y proporcionar un rendimiento adecuado a los inversores.
- **Evaluación de la viabilidad de la formulación:** A pesar de los retos, la formulación del trust en bolsa podría ser viable y beneficiosa para el ecosistema de startups Colombiano.

## **Implementación del Instrumento**

- **Preparación de la documentación legal y financiera:** La implementación del trust requerirá una documentación exhaustiva que cumpla con los requisitos regulatorios y proporcione transparencia a los inversores.

- Identificación y evaluación de los inversores potenciales: Los inversores potenciales podrían incluir tanto a inversores institucionales como a individuos con un alto patrimonio neto.
- Negociación y cierre de la inversión: Este proceso debe ser transparente y proporcionar a los inversores una comprensión clara de los riesgos y beneficios de la inversión.
- Monitoreo y gestión de la inversión: La gestión del trust requerirá un seguimiento constante y una gestión activa para maximizar el rendimiento para los inversores, lo que puede incluir gestión directa en las empresas si se tiene control o un plan de diversificación que permita mantener el valor para los inversores.
- Salida de la Inversión: La salida de la inversión debe ser flexible y permitir la recuperación del capital invertido, así como una ganancia justa para los inversores a través de la negociación en bolsa.

El mercado de valores Colombiano ha experimentado un crecimiento significativo en la última década, tanto en términos de capitalización de mercado como de liquidez. Según la Bolsa de Valores de Colombia, el volumen de negociación en el mercado de valores ha aumentado significativamente en los últimos años, lo que indica un mayor apetito por las inversiones de mayor riesgo. Además, la diversificación de la cartera de inversiones es una tendencia creciente entre los inversores Colombianos, lo que indica un potencial para la adopción de trusts en bolsa. Sin embargo, la implementación de este instrumento enfrenta desafíos significativos. La regulación actual en Colombia no contempla la figura del trust en bolsa, lo que requeriría cambios regulatorios para permitir su implementación. Además, la adopción de este instrumento podría verse limitada por la falta de conocimiento de los inversores sobre los trusts en bolsa y su percepción de los riesgos asociados con este tipo de inversiones.

A pesar de estos desafíos, la implementación de trusts en bolsa podría tener un impacto positivo en el ecosistema de startups en Colombia. Al proporcionar un canal de financiación adicional, los trusts en bolsa podrían ayudar a cerrar la brecha de financiamiento que enfrentan muchas startups en Colombia. Además, la diversificación y la potencial rentabilidad de estos vehículos podrían atraer a más inversores al mercado de capital de riesgo, lo que a su vez podría estimular el crecimiento y la innovación en el ecosistema de startups.

### **5.3.2. Propuesta 2: fondo de coinversión con respaldo del gobierno (inspirado en Finlandia, Chile y Brasil)**

Esta propuesta se plantea debido a la capacidad de estos fondos de reducir el riesgo para los inversores privados y, por tanto, de atraer más inversión en capital de riesgo. El respaldo gubernamental otorga confianza a los inversores y estimula la inversión en startups, aspecto esencial en economías emergentes como la Colombiana. La implementación de este tipo de fondos puede requerir cambios en la política pública, pero los beneficios a largo plazo podrían ser significativos para el crecimiento del ecosistema de capital de riesgo en Colombia.

#### **Tipo de instrumento**

Un fondo de coinversión es un vehículo de inversión donde los inversores privados y una entidad gubernamental invierten conjuntamente en startups. Este tipo de fondos se han utilizado con éxito para fomentar el capital de riesgo en varios países, incluyendo Finlandia, Chile y Brasil.

#### **Diseño del Instrumento**

- **Análisis de los requerimientos del inversor:** Los inversores en Colombia pueden estar interesados en las oportunidades de alto rendimiento que ofrece el capital de riesgo, pero también pueden estar preocupados por los riesgos asociados. Un fondo de coinversión respaldado por el gobierno puede ayudar a mitigar estos riesgos y atraer a más inversores al sector.
- **Selección de estructura y términos financieros:** La estructura del fondo de coinversión debe proporcionar un equilibrio entre el riesgo y el rendimiento. Los términos financieros deben ser atractivos para los inversores y proporcionar un rendimiento competitivo.
- **Consideraciones regulatorias y fiscales:** La implementación de este tipo de fondos puede requerir cambios en la regulación existente, así como posibles incentivos fiscales para fomentar la inversión en capital de riesgo.
- **Evaluación de la viabilidad del diseño:** A pesar de los desafíos, el diseño de un fondo de coinversión respaldado por el gobierno podría ser viable y beneficiar al ecosistema de capital de riesgo en Colombia.

### **Formulación del Instrumento**

- Identificación de las necesidades de financiamiento: El fondo de coinversión puede proporcionar financiamiento a una amplia gama de startups en diferentes etapas de desarrollo, llenando una brecha en el mercado de capital de riesgo Colombiano.
- Determinación de la estructura financiera adecuada: La estructura del fondo debe ser flexible y adaptarse a las necesidades de las startups y a las expectativas de los inversores.
- Definición de los términos y condiciones financieros: Los términos y condiciones deben ser competitivos y proporcionar un rendimiento adecuado a los inversores.
- Evaluación de la viabilidad de la formulación: A pesar de los desafíos, la formulación del fondo de coinversión podría ser viable y beneficiosa para el ecosistema de startups en Colombia.

### **Implementación del Instrumento**

- Preparación de la documentación legal y financiera: La implementación del fondo requerirá una documentación exhaustiva que cumpla con los requisitos regulatorios y proporcione transparencia a los inversores.
- Identificación y evaluación de los inversores potenciales: Los inversores potenciales pueden incluir tanto a inversores institucionales como a individuos con un alto patrimonio neto.
- Negociación y cierre de la inversión: Este proceso debe ser transparente y proporcionar a los inversores una comprensión clara de los riesgos y beneficios de la inversión.
- Monitoreo y gestión de la inversión: La gestión del fondo requerirá un seguimiento constante y una gestión activa para maximizar el rendimiento para los inversores.
- Salida de la Inversión: La estrategia de salida debe estar claramente definida desde el principio, permitiendo a los inversores obtener retornos en un plazo determinado.

La propuesta de un fondo de coinversión respaldado por el gobierno podría ser atractiva para los inversores Colombianos debido a la combinación de riesgo y retorno que ofrece. La presencia de un socio gubernamental puede disminuir el riesgo percibido y proporcionar un sello de aprobación que atraiga a más inversores al sector de capital de riesgo.

Sin embargo, la implementación de este instrumento enfrenta desafíos significativos. La regulación actual en Colombia no contempla la figura de un fondo de coinversión respaldado por el gobierno, lo que requeriría cambios en la legislación para permitir su implementación. Además, la adopción de este instrumento podría verse limitada por la falta de conocimiento de los inversores sobre el capital de riesgo y su percepción de los riesgos asociados con este tipo de inversiones.

A pesar de estos desafíos, la implementación de un fondo de coinversión respaldado por el gobierno podría tener un impacto positivo en el ecosistema de startups en Colombia. Al proporcionar un canal de financiación adicional, este fondo podría ayudar a cerrar la brecha de financiamiento que enfrentan muchas startups en Colombia y estimular el crecimiento y la innovación en el ecosistema de startups.

## **6. Conclusiones y recomendaciones**

### **6.1. Resumen de los hallazgos de la investigación**

La presente investigación se ha centrado en la identificación de los factores determinantes para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia y en la propuesta de políticas públicas para su implementación efectiva. A lo largo de la investigación, se han analizado una variedad de contextos regulatorios, culturas empresariales, políticas públicas y mecanismos financieros de capital de riesgo en varios países, con el objetivo de proporcionar recomendaciones útiles para el contexto Colombiano.

Una de las principales conclusiones de la investigación es la relevancia de un marco regulatorio y fiscal favorable para estimular la inversión en capital de riesgo. Se ha observado que países con un auge en la inversión de capital de riesgo, como el Reino Unido y Australia, han implementado políticas fiscales que favorecen a los inversores y han establecido un marco legal que facilita la creación y gestión de fondos de capital de riesgo.

Del mismo modo, la cultura emprendedora emerge como un componente crítico en el desarrollo de un ecosistema de capital de riesgo próspero. En países como Finlandia y Chile, donde existe una sólida cultura de emprendimiento, se nota una mayor actividad de inversión de capital de riesgo.

En cuanto a las necesidades de financiamiento de las startups de acuerdo con las etapas del ciclo de vida, se destaca que las necesidades y estrategias de financiamiento varían a medida que las empresas evolucionan desde la etapa de creación hasta las fases de crecimiento y expansión. En este sentido, los instrumentos de capital de riesgo, como el capital semilla y el capital de crecimiento, resultan esenciales en la financiación de estas empresas en cada etapa de su ciclo de vida.

Además, desde una perspectiva teórica, se examinaron las limitaciones de información en las startups Colombianas. Se ha determinado que la asimetría de información entre los emprendedores y los inversores puede representar un desafío significativo. Las startups pueden utilizar diferentes señales para comunicar información sobre su calidad y valor potencial a los inversores de capital de riesgo. Sin embargo, es crucial que los inversores analicen cuidadosamente estas señales antes de tomar una decisión de inversión.

Las políticas públicas también desempeñan un papel crucial en el impulso del capital de riesgo. Por ejemplo, en países como Brasil y Finlandia, el gobierno ha implementado políticas para fomentar la creación y crecimiento de startups, como la provisión de financiamiento inicial, programas de mentoría y capacitación, y la creación de espacios de coworking.

Finalmente, la investigación ha identificado varios instrumentos financieros de capital de riesgo que podrían ser beneficiosos para Colombia. Se propusieron dos instrumentos específicos: los trusts de inversión en bolsa y los programas de backend gubernamentales. Estos instrumentos, usados con éxito en el Reino Unido, México, Finlandia, Chile y Brasil, podrían adaptarse y adoptarse para fomentar la inversión en capital de riesgo en Colombia.

A lo largo de la investigación, también se han considerado las particularidades del contexto Colombiano, como el estado actual de su ecosistema de capital de riesgo, las características de su economía y su marco regulatorio y fiscal existente.

En este contexto, se ha identificado que la falta de liquidez en el mercado Colombiano, la incipiente cultura de inversión en capital de riesgo y las restricciones regulatorias y fiscales son algunos de los principales obstáculos para el desarrollo del capital de riesgo en el país.

Además, se ha destacado la importancia de la educación financiera y del emprendimiento para la creación de un ecosistema de startups y de capital de riesgo. La formación de los

emprendedores en temas como la gestión empresarial, la captación de fondos y la salida del negocio puede contribuir significativamente al éxito de las startups y, por lo tanto, al atractivo del sector para los inversores de capital de riesgo.

Finalmente, se ha encontrado que los instrumentos financieros de capital de riesgo pueden ser una herramienta efectiva para movilizar capital hacia las startups. Sin embargo, la implementación de estos instrumentos en Colombia requiere un análisis cuidadoso de las necesidades de financiamiento de las startups, de las preferencias y requisitos de los inversores y de las implicaciones regulatorias y fiscales

En resumen, la investigación ha revelado que para promover el capital de riesgo en Colombia se requiere un enfoque integral. Esto implica mejorar el marco regulatorio y fiscal, fomentar la cultura emprendedora, y adaptar e implementar instrumentos financieros de capital de riesgo de acuerdo al contexto Colombiano.

## **6.2. Conclusiones sobre los factores determinantes para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia**

La investigación ha revelado que existe un conjunto diverso de factores que son determinantes para el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia. Estos factores, que se interrelacionan y se refuerzan mutuamente, ofrecen una guía para las políticas públicas y las estrategias de los actores del ecosistema emprendedor.

Primero, el marco regulatorio y tributario es crucial para el desarrollo del capital de riesgo. Es necesario contar con regulaciones que faciliten la creación y operación de fondos de capital de riesgo y que permitan la participación de una amplia gama de inversores, incluyendo inversionistas individuales, empresas y entidades de inversión institucional. Al mismo tiempo, un marco tributario favorable puede incentivar la inversión en capital de riesgo al reducir los riesgos y aumentar los retornos potenciales para los inversores.

Segundo, la cultura emprendedora y de inversión es un factor determinante para el crecimiento de los fondos de capital de riesgo. Un entorno que fomente el emprendimiento puede generar un flujo constante de startups de alta calidad, lo que a su vez puede atraer a inversores de capital de riesgo. Además, una cultura de inversión en capital de riesgo puede motivar a los inversores a considerar las startups como una opción de inversión válida y atractiva.

Tercero, la liquidez del mercado es un elemento clave para el éxito de los fondos de capital de riesgo. Un mercado con suficiente liquidez puede facilitar la salida de los inversores de capital de riesgo, lo que es esencial para que puedan obtener retornos sobre sus inversiones.

Cuarto, los instrumentos financieros de capital de riesgo son herramientas esenciales para movilizar capital hacia las startups. Los instrumentos adecuados pueden alinear los intereses de los emprendedores y los inversores, facilitar la inversión en startups y ayudar a superar los desafíos y limitaciones del mercado.

En conclusión, el fomento de instrumentos de capital de riesgo en Colombia depende de una combinación de factores que incluyen un marco regulatorio y tributario favorable, una cultura emprendedora y de inversión sólida, un mercado líquido y la disponibilidad de instrumentos financieros de capital de riesgo adecuados.

Por último, la presencia de políticas públicas que apoyen directamente el capital de riesgo también puede ser un motor clave para su desarrollo. Estas políticas pueden incluir la financiación de programas de formación para emprendedores y gestores de fondos de capital de riesgo, la creación de incentivos para atraer a inversores extranjeros, y la implementación de medidas que mejoren la transparencia y la protección de los inversores.

En el contexto Colombiano, también es importante considerar las características y desafíos específicos del país. Por ejemplo, a pesar de los avances recientes, el ecosistema emprendedor de Colombia aún está en desarrollo y enfrenta desafíos como la limitada experiencia de los emprendedores y gestores de fondos, la escasez de inversores con conocimientos en tecnología y las dificultades para acceder a financiación en las etapas iniciales. Además, el mercado de capital de riesgo en Colombia está concentrado en unas pocas ciudades, lo que puede limitar las oportunidades para los emprendedores en otras regiones.

Por lo tanto, es crucial que las estrategias para fomentar el capital de riesgo en Colombia estén adaptadas a las condiciones y necesidades específicas del país, y que se basen en un entendimiento sólido del ecosistema emprendedor y del mercado de capital de riesgo en Colombia.

### **6.3. Recomendaciones para la implementación de políticas públicas que fomenten el desarrollo de instrumentos de capital de riesgo para startups en Colombia**

Basado en los hallazgos de la investigación y las conclusiones previas, se formulan las siguientes recomendaciones para la implementación de políticas públicas que fomenten el desarrollo de instrumentos de capital de riesgo para startups en Colombia:

- Fomentar la educación y formación en emprendimiento y capital de riesgo: Las políticas públicas deberían apoyar programas de formación dirigidos a emprendedores y gestores de fondos de capital de riesgo para mejorar sus habilidades y conocimientos. Esto puede incluir programas de mentoría, talleres de capacitación y programas de estudio en universidades y escuelas de negocios. La educación es una base importante para el desarrollo de un ecosistema emprendedor robusto y para atraer inversionistas de capital de riesgo.
- Crear incentivos para atraer a inversores extranjeros: Las políticas públicas pueden jugar un papel importante en la creación de un ambiente atractivo para los inversores extranjeros. Esto puede incluir incentivos fiscales, protección jurídica para los inversores y medidas para mejorar la transparencia y la predictibilidad del entorno de negocios.
- Mejorar el acceso a la financiación en las etapas iniciales: Las políticas públicas pueden apoyar la creación de fondos de capital semilla y aceleradoras de empresas, que proporcionan financiación y apoyo a las startups en las etapas iniciales. Además, se pueden implementar medidas para facilitar el acceso de las startups a la financiación bancaria y a otros tipos de financiación no tradicional.
- Apoyar la creación de instrumentos financieros de capital de riesgo innovadores: El gobierno puede fomentar la innovación en el sector del capital de riesgo apoyando la creación de nuevos instrumentos financieros. Esto puede implicar la modificación de las regulaciones existentes para permitir la creación de estos instrumentos, así como la implementación de medidas para fomentar la experimentación y la adopción de estos instrumentos por parte de los inversores y las startups.
- Desarrollar el ecosistema emprendedor en todo el país: Para maximizar el impacto de las políticas de capital de riesgo, es importante que estas políticas lleguen a todas las

regiones de Colombia. Esto puede incluir el apoyo a las redes de emprendedores y a las organizaciones de apoyo a las startups en las regiones fuera de las principales ciudades, así como la creación de incentivos para que los inversores inviertan en startups en estas regiones.

Estas recomendaciones pueden ayudar a fomentar el desarrollo de instrumentos de capital de riesgo para startups en Colombia y a crear un ecosistema emprendedor más dinámico y vibrante en el país.

## Bibliografía

(s.f.). Obtenido de <https://www.gob.mx/cnbv>

(IPOs) completed on the B3. (s.f.). Obtenido de (IPOs) completed on the B3:

<https://www.statista.com/statistics/1264186/number-ipo-b3-brazil/>

ABVCAP. (2021). *Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital.

ACS. (2021). *AUSTRALIA'S DIGITAL PULSE 2021*. Obtenido de

[https://www.acs.org.au/content/dam/acs/acs-publications/Replacementdocuments2022/Australia%27s\\_Digital\\_Pulse\\_2021.pdf](https://www.acs.org.au/content/dam/acs/acs-publications/Replacementdocuments2022/Australia%27s_Digital_Pulse_2021.pdf)

ACVC. (2022). *IMPACT REPORT ACVC 2022*. Obtenido de [https://www.acVC.cl/wp-](https://www.acVC.cl/wp-content/uploads/2022/08/Reporte-ACVC.220801.pdf)

[content/uploads/2022/08/Reporte-ACVC.220801.pdf](https://www.acVC.cl/wp-content/uploads/2022/08/Reporte-ACVC.220801.pdf)

Admati, A. R. (1994). Robust financial contracting and the role of Venture Capitalists. *Journal of Finance*, 49(2), 371-402. Obtenido de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04730.x>

Allen, F., Qian, M., & Qian, J. (2005). Law, Finance, and Economic Growth in China. *Journal of Financial Economics* 77(1), 57-116. Obtenido de

[https://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Finlaw\\_china\\_JFE\\_final\\_journal\\_for%20\(2\).pdf](https://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/Finlaw_china_JFE_final_journal_for%20(2).pdf)

Allen, L., & Faulhaber, G. R. (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303-323. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90060-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90060-3)

ANBIMA. (2021). *Mergers and Acquisitions in Brazil*.

ASIC. (s.f.). *Australian Securities and Investments Commission*. Obtenido de Corporate Governance:

<https://asic.gov.au/regulatory-resources/corporate-governance/>

ASX Corporate Governance Council. (2016). *Principles and recommendations on diversity*. Obtenido de

<https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/asx-corp-governance-kpmg-diversity-report.pdf>

ASX Corporate Governance Council. (2019). *Corporate Governance Principles and Recommendations*.

Obtenido de <https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cgc-principles-and-recommendations-fourth-edn.pdf>

- ATO. (s.f.). Obtenido de ESVCLP tax incentives and concessions:  
<https://www.ato.gov.au/business/venture-capital-and-early-stage-venture-capital-limited-partnerships/esVClp-tax-incentives-and-concessions/#OtherTaxConcessions>
- ATO. (s.f.). *Tax Incentives for Early Stage Investors*. Obtenido de <https://www.ato.gov.au/Business/Tax-incentives-for-innovation/In-detail/Tax-incentives-for-early-stage-investors/#:~:text=The%20tax%20incentives%20provide%20eligible,combined%20in%20each%20income%20year>
- AusIndustry. (s.f.). Obtenido de Entrepreneurs' Programme: <https://www.industry.gov.au/science-technology-and-innovation/industry-innovation/ausindustry>
- Australian Government*. (s.f.). Obtenido de Innovation Investment Fund: <https://business.gov.au/grants-and-programs/early-stage-venture-capital-limited-partnerships/customer-stories/our-innovation-fund>
- Australian Investment Council. (2018). *2018 YEARBOOK*. Obtenido de <https://aic.co/common/Uploaded%20files/Yearbooks/Yearbook%202018.pdf>
- Avellaneda, C., & Martinelli, D. (2018). *Capital emprendedor en América Latina y el Caribe*. Banco Interamericano de Desarrollo. Obtenido de <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Capital-emprendedor-en-America-Latina-y-el-Caribe.pdf>
- B3. (2011). Novo Mercado. Obtenido de <https://www.b3.com.br/data/files/43/E0/16/EF/F348F41054E072F492D828A8/SITE-NM-Listing-Regulation-2011.pdf>
- Banco Mundial. (2021). *Doing Business 2021*.
- Baron, J. N., & Hannan, M. T. (1994). The impact of economics on contemporary sociology. *Journal of Economic Literature*, 32(3), 1111-1146. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/2728604>.
- Beahurst. (2021). *The Deal 2021*. Obtenido de <https://www.beahurst.com/research/the-deal/>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827. doi:<https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Becker, G. S. (1964). *Human capital: A theoretical and empirical analysis with special reference to education*. Columbia University Press.
- Black, B. S. (1998). Venture Capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277.

Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The startup owner's manual: The step-by-step guide for building a great company*. K & S Ranch.

BlueChilli. (s.f.). Obtenido de <https://www.bluechilli.com/about/>

BNDDES. (2016). BNDDES Garagem. BNDDES. Obtenido de <https://garagem.bndes.gov.br/>

Bolsa Mexicana de Valores. (s.f.). Obtenido de <https://www.bmv.com.mx/es/grupo-bmv/informe-anual>

Bosma, N., & Sternberg, R. (2014). Entrepreneurship as an Urban Event? Empirical Evidence from European Cities. *Regional Studies*, 48(6), 1016-1033. doi:10.1080/00343404.2014.904041

Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2009). What role of legal systems in financial intermediation? Theory and evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 18(4), 559-598. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfi.2008.04.003>

Brest, P., & Born, D. (2013). The power of impact investing. *Stanford Social Innovation Review*, 30-35. Obtenido de [https://ssir.org/articles/entry/the\\_power\\_of\\_impact\\_investing](https://ssir.org/articles/entry/the_power_of_impact_investing)

British Business Bank. (s.f.). Obtenido de British Business Bank Programmes: <https://www.british-business-bank.co.uk/ourpartners/enterprise-capital-funds/>

British Business Bank. (2020). *UK Venture Capital Financial Returns 2020*. Obtenido de <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2020/11/BBB-VC>Returns-Report-2020-FINAL-1.pdf>

British Business Bank. (s.f.). *British Business Bank*. Obtenido de Future Fund: Breakthrough: <https://www.british-business-bank.co.uk/ourpartners/coronavirus-business-interruption-loan-schemes/future-fund/>

British Private Equity & Venture Capital Association. (2020). *BVCA Report on Investment Activity 2020*. Obtenido de <https://www.bvCa.co.uk/Portals/0/Documents/Research/Industry%20Activity/BVCA-RIA-2020.pdf>

Brymer, R. A., Robertson, J., & Miner, J. B. (2011). Bootstrapping entrepreneurs: Exploring the bootstrapping process and its relationship to venture success. *Journal of Small Business Management*, 49(3), 407-429.

Business Finland. (s.f.). Obtenido de Services for Startups: <https://www.businessfinland.fi/en/do-business-with-finland/work-with-us/services-for-startups/>

CASE. (s.f.). Obtenido de CASE : <https://case.abstartups.com.br/>

Caxton Business & Legal, Inc. (2018). *ENTREPRENEUR'S GUIDE STARTUP | SCALEUP | IPO*. Obtenido de [https://www.asx.com.au/documents/resources/EntrepreneursGuide\\_REV\\_5\\_16.pdf](https://www.asx.com.au/documents/resources/EntrepreneursGuide_REV_5_16.pdf)

- CEPAL. (2020). *Panorama Fiscal de América Latina y el Caribe 2020*. Obtenido de <https://www.cepal.org/es/publicaciones/45730-panorama-fiscal-america-latina-caribe-2020-la-politica-fiscal-la-crisis-derivada>
- CMF. (2021). Norma de Carácter General N° 461. Obtenido de [https://www.cmfChile.cl/normativa/ncg\\_461\\_2021.pdf](https://www.cmfChile.cl/normativa/ncg_461_2021.pdf)
- ColCapital. (2021). *Reporte de la Industria de Capital Privado en Colombia 2021*.
- Colombo, M. G. (2010). On growth drivers of high-tech startups: Exploring the role of founders' human capital and Venture Capital. *Journal of Business Venturing*, 25(6), 610-626. Obtenido de <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.01.005>
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (2018). Directrices de Gobierno Corporativo. Obtenido de [https://www.cnbv.gob.mx/PRENSA/Presentaciones%20y%20Discursos/GobiernoCorporativoITAM\\_270813.pdf](https://www.cnbv.gob.mx/PRENSA/Presentaciones%20y%20Discursos/GobiernoCorporativoITAM_270813.pdf)
- Comisión para el Mercado Financiero. (s.f.). Obtenido de <https://www.cmfChile.cl/portal/principal/613/w3-channel.html>
- Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología. (s.f.). Obtenido de <https://conacyt.mx/>
- CORFO. (s.f.). Obtenido de Programa de Apoyo al Entorno para el Emprendimiento y la Innovación : <https://www.corfo.cl/sites/cpp/emp-fet>
- Cumming, D., & Johan, S. A. (2013). *Venture Capital and private equity contracting: An international perspective*. Academic Press.
- CVM. (2017). Instrução CVM 578. Obtenido de <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>
- Da Rin, M., Nicodano, G., & Sembenelli, A. (2006). Public policy and the creation of active Venture Capital markets. *Journal of Public Economics*, 90(8-9), 1699-1723. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0047272705001702>
- Department of Industry, Science, Energy and Resources. (2016). *National Innovation and Science Agenda report*. Obtenido de [https://www.industry.gov.au/sites/default/files/July%202018/document/pdf/national-innovation-and-science-agenda-report.pdf?acsf\\_files\\_redirect](https://www.industry.gov.au/sites/default/files/July%202018/document/pdf/national-innovation-and-science-agenda-report.pdf?acsf_files_redirect)
- Department of Industry, Science, Energy and Resources. (2020). *ANNUAL REPORT 2019–20*. Obtenido de <https://www.industry.gov.au/sites/default/files/2020-10/2020-21-department-of-industry-science-nergy-and-resources-annual-report.pdf>
- Douglas Cumming, S. J. (2013). *The Venture Capital cycle (2nd ed.)*. ELSEVIER.

- Dushnitsky, G., & Shaver, J. M. (2018). Financing technology entrepreneurs: The role of Venture Capital in an innovation ecosystem. *California Management Review*, 60(2), 44-62. Obtenido de <https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0008125617744896>
- Ebben, J. J., & Johnson, A. C. (2006). Bootstrapping in small firms: An empirical analysis of change over time. *Journal of Business Venturing*, 851-865.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Fayolle, A., Gailly, B., & Lassas-Clerc, N. (2006). Assessing the impact of entrepreneurship education programmes: a new methodology. *Journal of European Industrial Training*, 30(9), 701-720. doi:<https://doi.org/10.1108/03090590610715022>
- Federación, D. O. (2006). Ley de Fondos de Inversión. Obtenido de [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/69\\_200521.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/69_200521.pdf)
- Federación, D. O. (2018). LEY PARA REGULAR LAS INSTITUCIONES DE TECNOLOGÍA FINANCIERA. Obtenido de [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRITF\\_200521.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRITF_200521.pdf)
- Federation of Small Businesses. (2021). *Small Business, Big Heart: Bringing Communities Together*. Obtenido de <https://www.fsb.org.uk/static/0075f206-a7ff-4692-a613f1294498b1c3/fsb-small-business-big-heart.pdf>
- Feld, B. y. (2016). *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. Wiley.
- Financial Reporting Council. (2018). *The UK Corporate Governance Code*. Obtenido de <https://www.frc.org.uk/document-library/corporate-governance/2018/uk-corporate-governance-code-2018>
- Fink, A. (2013). *How to conduct surveys (4th ed.)*. Sage Publications.
- Finnish Financial Supervisory Authority. (s.f.). Obtenido de Regulation of Crowdfunding and ICOs.: <https://www.finanssivalvonta.fi/en/capital-markets/crowdfunding-intermediaries/regulation/>
- Finnish Limited Liability Companies Act. (2006). Obtenido de <https://www.finlex.fi/en/laki/kaannokset/2006/en20060624.pdf>
- Finnish Venture Capital Association. (s.f.). Obtenido de VC Legislation in Finland: <https://www.fVCa.fi/venture-capital/VC-legislation>
- Fishburners. (s.f.). Obtenido de <https://fishburners.org/about-us/>
- Forum, W. E. (2020). *The Global Competitiveness Report 2020*. World Economic Forum. Obtenido de <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2020>

- FVCA. (2022). *Venture Capital and private equity investors' impact on corporate growth 2012–2021*.  
Obtenido de [https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/FVCA\\_PwC\\_Impact-study\\_2022.pdf](https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/FVCA_PwC_Impact-study_2022.pdf)
- Gao, H., Huang, C., & Huang, Y. (2016). Investor protection, ownership concentration and dividend policy in a Venture Capital market: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 36,, 111-130.  
Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119915003192>
- GEM. (2021). *GEM 2020/2021 Global Report*. Obtenido de <https://www.gemconsortium.org/report>
- GEM. (2021). *REPORTE NACIONAL DE CHILE*. Obtenido de <https://negocios.udd.cl/files/2022/07/GEM-CHILE-2021.pdf>
- Genome, S. (2021). *The global Startup Ecosystem Report*. Obtenido de <https://startupgenome.com/report/gser2021>
- Glaeser, E. L., Sacerdote, B., & Scheinkman, J. (2002). *The Social Multiplier*. Obtenido de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.336262>
- Gompers, P. A. (1995). Optimal investment, monitoring, and the staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, 50(5), 1461-1489. Obtenido de <https://doi.org/10.2307/2329323>
- Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the Venture Capital industry. *Journal of Financial Economics*, 42(1), 133-156.
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168. Obtenido de <https://www.jstor.org/stable/2696413>
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital cycle (2nd ed.)*. MIT.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2017). How Venture Capital works. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 49-72. Obtenido de <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.31.3.49>
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/2696596>
- Gov.uk. (s.f.). Obtenido de Start Up Loans: What You'll Get: <https://www.gov.uk/apply-start-up-loan/what-youll-get>
- HACIENDA, M. D. (2009). LEY 20382. *INTRODUCE PERFECCIONAMIENTOS A LA NORMATIVA QUE REGULA LOS GOBIERNOS CORPORATIVOS DE LAS EMPRESAS*. Obtenido de <https://www.bcn.cl/leyChile/navegar?idNorma=1007297>

- Hellmann, T. F. (2002). A theory of strategic venture investing. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 285-314. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X0200121X>
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, 57, 169-197. doi:<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00419>
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26. Obtenido de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=794804](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=794804)
- HM Revenue & Customs. (s.f.). Obtenido de Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS): <https://www.gov.uk/guidance/venture-capital-schemes-apply-to-use-the-seed-enterprise-investment-scheme>
- HM Revenue & Customs. (s.f.). Obtenido de Venture Capital Trusts: Introduction to National and Official Statistics: <https://www.gov.uk/government/statistics/venture-capital-trusts-statistics-introductory-note/venture-capital-trusts-introduction-to-national-and-official-statistics>
- Hsieh, C.-T. y. (2009). Misallocation and manufacturing TFP in China and India. *The Quarterly Journal of Economics* 124(4), 1403-1448. Obtenido de <https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1403>
- Huang, L., & Pearce, J. L. (2015). Managing the Unknowable: The Effectiveness of Early-stage Investor Gut Feel in Entrepreneurial Investment Decisions. *Administrative Science Quarterly*, 60(4), 634–670. doi:<https://doi.org/10.1177/0001839215597270>
- IBGC. (2020). Diretrizes de Governança Corporativa. Obtenido de <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>
- IFC. (2019). *Desbloqueando el potencial de las mujeres emprendedoras en América Latina y el Caribe*. Obtenido de <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/82e79f02-c53a-4f7e-825f-fcfd7ab37f0a/IFC+in+LAC-Women+in+Entrepreneurship.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mdppp91>
- (2021). *Informe anual integrado de Bolsa Mexicana de Valores 2021*. Bolsa Mexicana de Valores. Obtenido de [https://www.bmv.com.mx/docs-public/informeAnual/Informe%20Anual%20Integrado\\_2021.pdf](https://www.bmv.com.mx/docs-public/informeAnual/Informe%20Anual%20Integrado_2021.pdf)
- iNNpulsa. (s.f.). Obtenido de <https://www.innpulsaColombia.com/>
- Instituto Nacional del Emprendedor. (s.f.). Obtenido de <https://www.inadem.gob.mx/>
- Jain, B. A. (2006). *Venture Capital: concepts and applications*. Tata McGraw-Hill Education.

- Jia, N., & Wang, D. (2017). Skin in the game: General partner capital commitment, investment behavior and Venture Capital fund performance. *Journal of Corporate Finance* (47), 110-130. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.008>
- Kanniainen, V., & Keuschnigg, C. (2003). The optimal portfolio of start-up firms in Venture Capital finance. *Journal of Corporate Finance*, 9(5), 521-534. doi:[https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00021-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00021-4)
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2003). Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of Venture Capital contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), , 281-315. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/3648635>.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from Venture Capital analyses. *Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210. Obtenido de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2004.00698.x>
- KPMG & Cranfield University. (2015). Improving the Gender Balance on British Boards. Obtenido de [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/482059/BIS-15-585-women-on-boards-davies-review-5-year-summary-october-2015.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/482059/BIS-15-585-women-on-boards-davies-review-5-year-summary-october-2015.pdf)
- KPMG. (2019). *Estímulos fiscales para ofertas públicas iniciales*. Obtenido de <https://kpmg.com/mx/es/home/tendencias/2019/01/estimulos-fiscales-para-ofertas-publicas-iniciales-y-bonos-corporativos.html>
- KPMG. (2021). *Pulse of Fintech H1 2021*. KPMG. Obtenido de <https://kpmg.com/xx/en/home/insights/2021/08/pulse-of-fintech-h1-2021-global.html>
- KPMG. (2022). *Australian fintech landscape 2022*. Obtenido de <https://kpmg.com/au/en/home/insights/2022/10/Australian-fintech-landscape.html#download>
- KPMG. (2023). *Venture Pulse Q4 2022*. Obtenido de <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2023/01/venture-pulse-q4-2022.pdf>
- Kuppuswamy, V., & Villalonga, B. (2016). Does Diversification Create Value in the Presence of External Financing Constraints? Evidence from the 2007-2009 Financial Crisis. *Management Science*, 62(4), 905–923. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/43835030>
- Landström, H. (2018). *Handbook of research on Venture Capital*. Edward Elgar Publishing.
- Lerner, J. (1995). Venture Capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance*, 50(1), 301-318. doi:<https://doi.org/10.2307/2329247>
- Lerner, J. (2009). *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed--and What to Do About It*. Princeton University Press.

- Lerner, J. (2010). The future of public efforts to boost entrepreneurship and Venture Capital. *Small Business Economics*, 35(3), 255-264. doi:<https://doi.org/10.1007/s11187-010-9298-z>
- LEY 19705. (2000). Obtenido de <https://www.bcn.cl/leyChile/navegar?idNorma=1057895>
- LEY 20179. (2007). Ministerio de Hacienda. Obtenido de <https://www.bcn.cl/leyChile/navegar?i=261949>
- LEY 21131. (2019). ESTABLECE PAGO A TREINTA DÍAS. MINISTERIO DE ECONOMÍA, FOMENTO Y TURISMO. Obtenido de <https://www.bcn.cl/leyChile/navegar?idNorma=1127890>
- LEY DEL MERCADO DE VALORES. (2014). Obtenido de [https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lmv/LMV\\_ref03\\_10ene14.pdf](https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lmv/LMV_ref03_10ene14.pdf)
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2011). *Venture Capital and innovation: Which is first?*. *Journal of Finance*. Obtenido de [http://www.setsunan.ac.jp/~hirukawa/upload/NTU-11-30\\_R1\\_final.pdf](http://www.setsunan.ac.jp/~hirukawa/upload/NTU-11-30_R1_final.pdf)
- Marco Legal das Startups. (2020). Governo do Brasil. Obtenido de <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2021/junho/governo-sanciona-marco-legal-das-startups-e-do-emprededorismo-inovador>
- Metrick, A. (2010). *Venture Capital and the finance of innovation*.
- México, U. N. (2018). *Estudio sobre cultura emprendedora en México*.
- Ministry of Justice of Finland. (2010). Act on Equality between Women and Men. Obtenido de <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1986/19860609>
- OCDE. (2021). *Estudios económicos de la OCDE: México 2021*.
- OECD. (2019). *OECD Economic Surveys: Colombia 2019*. Obtenido de <https://www.oecd-ilibrary.org/deliver/e4c64889-en.pdf?itemId=%2Fcontent%2Fpublication%2Fe4c64889-en&mimeType=pdf>
- OECD. (2020). *Índice de Transparencia Fiscal*. Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Obtenido de <https://www.oecd.org/tax/transparency/AEOI-commitments.pdf>
- OECD. (2020). *International Bureau of Fiscal Documentation Global Corporate Tax Handbook 2020*. Obtenido de <https://www.oecd.org/tax/tax-policy/corporate-tax-statistics-fourth-edition.pdf>
- OECD. (2020). *OECD Economic Surveys: Finland 2020*. Obtenido de <https://www.oecd.org/economy/surveys/FINLAND-2020-OECD-Economic%20Survey-Overview.pdf>
- OECD. (2020). *OECD Reviews of Innovation Policy: México 2020*. Obtenido de <https://www.oecd.org/sti/inno/oecdreviewsofinnovationpolicyMéxico.htm>
- OECD. (2021). *Economic Surveys: Chile 2021*. doi:<https://doi.org/10.1787/79b39420-en>

- OECD. (2023). *Sustainability Policies and Practices for Corporate Governance in Latin America, Corporate Governance*. doi:<https://doi.org/10.1787/76df2285-en>
- Perea, A. M. (2017). *Retos y oportunidades del financiamiento de startups en Colombia*. Cámara de Comercio de Bogotá. Obtenido de [https://www.ccb.org.co/Clusters-Estrategicos/Cluster-de-Emprendimiento-e-Innovacion/Publicaciones/Documentos-Investigacion/2017/CCB\\_Informe\\_Retos\\_y\\_Oportunidades\\_del\\_Financiamiento\\_de\\_Startups\\_en\\_Colombia.pdf](https://www.ccb.org.co/Clusters-Estrategicos/Cluster-de-Emprendimiento-e-Innovacion/Publicaciones/Documentos-Investigacion/2017/CCB_Informe_Retos_y_Oportunidades_del_Financiamiento_de_Startups_en_Colombia.pdf)
- Petersen, B., & Rajan, R. G. (1997). Trade credit: Theories and evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691. doi:<https://doi.org/10.1093/rfs/10.3.661>
- Pörssisäätiö. (2015). *Tax guide for investors 2015*. Obtenido de [https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/08/vero\\_opas\\_2015\\_eng\\_final\\_web.pdf](https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/08/vero_opas_2015_eng_final_web.pdf)
- Preet, J., Mehta, K., & Kuckreja, S. (2017). A Study of Determinants of Exit Strategies by Venture Capitalists. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15 (2). Obtenido de [https://www.researchgate.net/publication/345342313\\_A\\_Study\\_of\\_Determinants\\_of\\_Exit\\_Strategies\\_by\\_Venture\\_Capitalists](https://www.researchgate.net/publication/345342313_A_Study_of_Determinants_of_Exit_Strategies_by_Venture_Capitalists)
- Preqin and Australian Investment. (2023). *Private Capital Yearbook 2023*. Obtenido de <https://www.aic.co/common/Uploaded%20files/Preqin/2023yearbook/AustralianPrivateCapitalMarketOverview-2023-Final.pdf>
- Proposta de Reforma Tributária. (2020). Governo do Brasil. Obtenido de <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2020/reforma-tributaria-apresentacao.pdf>
- PWC. (2019). *Global IPO Watch q4 2019*. Obtenido de <https://www.pwccn.com/en/ipo/global-ipo-watch-2019q4.pdf>
- PWC. (2022). *Secondary transactions*. Obtenido de <https://www.pwc.com/us/en/deals/publications/assets/pwc-private-company-liquidity-a-guide-to-secondary-transactions-2022.pdf>
- (2021). *Reporte de la Industria de Capital Privado*. Asociación Mexicana de Capital Privado.
- (2021). *Reporte de la Industria de Capital Privado*. Asociación Mexicana de Capital Privado .
- Restrepo, L. (2017). *La necesidad de información y la relación entre los inversores de capital de riesgo y las empresas*. Universidad EAFIT.
- Reuters. (2019). Obtenido de <https://www.reuters.com/article/minoristas-Chile-cornershop-idARL2N26W0L3>

- Rose, A. (2019). *The Alison Rose Review of Female Entrepreneurship*. Obtenido de [https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/784324/RoseReview\\_Digital\\_FINAL.PDF](https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/784324/RoseReview_Digital_FINAL.PDF)
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X90900658>
- Secretaría de Economía . (s.f.). Obtenido de Inversión Extranjera Directa en México: <https://www.gob.mx/se>
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (s.f.). Obtenido de <https://www.gob.mx/shcp>
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (2014). *Reforma fiscal*. Obtenido de [https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/66458/7\\_Hacendaria.pdf](https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/66458/7_Hacendaria.pdf)
- Securities Market Association. (2020). Finnish Corporate Governance Code 2020. Obtenido de <https://www.ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/corporate-governance-code-2020.pdf>
- Servicio de Impuestos Internos. (s.f.). Obtenido de Modernización Tributaria.: <https://www.sii.cl/destacados/modernizacion/>
- Shane, S. (2000). Prior Knowledge and the Discovery of Entrepreneurial Opportunities. *Organization Science*, 11(4), 448–469. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/2640414>
- Shane, S. (2000). The promise of entrepreneurship as a field of research. *Academy of Management Review*, 25(1), 217-226. doi:<https://doi.org/10.5465/amr.2000.2791611>
- Shane, S. A. (2003). *A general theory of entrepreneurship: The individual-opportunity nexus*. Edward Elgar Publishing.
- Simples Nacional. (s.f.). Receita Federal. Obtenido de <https://www8.receita.fazenda.gov.br/SimplesNacional/Noticias/NoticiaCompleta.aspx?id=f90c4d03-e71c-4c40-8adc-0cc80e299154>
- Smith, B., & Smith, S. (2017). *The Oxford handbook of private equity*. Oxford University Press.
- Soylu, A., Ekmekcioglu, E., & Ozdikis, O. (2020). Venture Capital investments and the use of artificial intelligence. *Technological Forecasting and Social Change*, 158.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. Obtenido de <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Startup Brasil . (s.f.). Obtenido de Startup Brasil : <https://www.startupBrasil.org.br/>

- Start-Up Brasil. (2012). Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações. Obtenido de <https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/2721/1/Programa%20Start-Up%20Brasil.pdf>
- Start-Up Chile*. (s.f.). Obtenido de Start-Up Chile : <https://startupChile.org/>
- StartupAUS. (2020). *Crossroads Report*.
- Stein, E. H., & Wagner, R. A. (2019). El desarrollo del capital de riesgo en América Latina y el Caribe: una perspectiva comparada. *Revista CEPAL*, 53-77. Obtenido de <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/44737>
- Tesi. (2022). *TESI'S IMPACT REVIEW*. Obtenido de [https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/08/Impact-review\\_2021\\_ed..pdf](https://www.tesi.fi/userassets/uploads/2022/08/Impact-review_2021_ed..pdf)
- Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. *British Journal of Management*, 14(3), 207-222. doi:<https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- UK Parliament. (2013). Enterprise and Regulatory Reform Act 2013. Obtenido de <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/24/contents/enacted>
- Universities UK. (2022). *Our universities: generating growth and opportunity*. Obtenido de <https://www.universitiesuk.ac.uk/sites/default/files/uploads/Reports/our-universities-generating-growth-and-opportunity.pdf>
- Valores, C. N. (2014). DISPOSICIONES DE CARÁCTER GENERAL APLICABLES A LOS FONDOS DE INVERSIÓN Y A LAS PERSONAS QUE LES PRESTAN SERVICIOS. Obtenido de <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20car%C3%A1cter%20general%20aplicables%20a%20los%20fondos%20de%20inversi%C3%B3n%20y%20a%20las%20personas%20que%20les%20prestan%20servicios.pdf>
- Van Der Sluis, J., Van Praag, M., & Vijverberg, W. (2008). Education And Entrepreneurship Selection And Performance: A Review Of The Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys*, 22, 795-841. Obtenido de <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2008.00550.x>
- Venture Capital Limited Partnerships (VCLP)*. (s.f.). Obtenido de <https://business.gov.au/grants-and-programs/venture-capital-limited-partnerships>
- Villanueva, E. (2017). *Inversión de impacto en Colombia: estado actual, oportunidades y desafíos*. Fondo Emprender. Obtenido de <https://www.fondoemprender.com/SiteAssets/Noticias%20y%20eventos/InvestorDay/inversion-impacto-Colombia.pdf>

- Wasserman, N. (2012). *The founder's dilemmas: Anticipating and avoiding the pitfalls that can sink a startup*. . Princeton University Press.
- Wennekers, S., & Thurik, R. (1999). Linking entrepreneurship and economic growth. *Small Business Economics*, *13*(1), 27-56. doi:10.1023/A:1008063200484
- Wong, P. K., Ho, Y. P., & Autio, E. (2005). Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth: Evidence from GEM Data. *Small Business Economics*, *24*(3), 335–350. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/40229427>
- Wright, M. (1998). Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis. *Journal of business finance and accounting*, *25*(5), 521-570. doi:<https://doi.org/10.1111/1468-5957.00201>
- Zimmerer, T. W., & Scarborough, N. M. (2015). *Essentials of entrepreneurship and small business management*. Pearson.