



Aspectos generales de la Industria de Fondos de Capital de Riesgo¹

General Aspects of Venture Capital Funds Industry

Víctor Jaime Saldarriaga Romero*
vsaldarriaga@esumer.edu.co

*Negociador Internacional y Magister en Finanzas,
Docente y coordinador de la Tecnología en Comercio Internacional en la
Institución Universitaria Esumer.
Medellín - Colombia

Fecha de recepción: 16 de noviembre de 2011
Fecha de aceptación: 15 de noviembre de 2012

¹ Este artículo deriva de la investigación realizada en el marco de la Maestría en Finanzas, llevada a cabo por el autor en la Universidad Eafit, en 2011.

Resumen

Los Fondos de Capital de Riesgo son mecanismos utilizados por grandes inversionistas que esperan altos rendimientos a corto o mediano plazo. La industria de capital de riesgo ayuda a la creación y crecimiento de nuevas empresas mediante apoyo y fomento a emprendedores con ideas innovadoras y avances científicos. La ventaja de estos fondos frente a los bancos radica en que los fondos participan en proyectos como inversionistas y no a través de préstamos, además de que brindan asesoría especializada a cambio del control de los proyectos mientras hagan parte de ellos.

Palabras clave

Fondos de Capital de Riesgo; Capital en América Latina; Emprendimiento; Financiación; Inversión; *Commitments*.

Abstract

The Venture Capital Funds are mechanisms used by large investors who expect high returns in the short or medium term. The venture capital industry supports for the creation and growth of new businesses by supporting and encouraging entrepreneurs with innovative ideas and scientific advances. The advantage of these funds against the banks is that the funds are involved in projects as investors and not through loans, in addition to providing expert advice in exchange for control of the projects while they are part of them.

Keywords

Venture Capital; Capital in LatinAmerica; Entrepreneurship; Financing; Investment; Commitments.

1. Introducción

En el presente artículo se conceptualiza sobre la industria de fondos de capital de riesgo y sus ventajas frente a la financiación bancaria de nuevos proyectos emprendedores en una economía. La primer sección del artículo se enfoca en la explicación teórica de los fondos de capital de riesgo; la segunda trata la conceptualización de las etapas de la industria de fondos de capital de riesgo desde su creación hasta su reinversión; la tercer sección recoge diferentes hallazgos de expertos en esta industria, en relación con los factores que impulsan su crecimiento en una economía; la cuarta plantea un panorama general, en el que resaltan las fortalezas y debilidades que tienen los países latinoamericanos en el desarrollo de la industria de fondos de capital de riesgo y, finalmente, se presentan las conclusiones.

2. Fondos de Capital de Riesgo

Los Fondos de Capital de Riesgo o *Venture Capital* son mecanismos de inversión que incentivan el emprendimiento, el desarrollo y la expansión de nuevos negocios innovadores, avances científicos o servicios que cambian el modo en que vivimos o trabajamos (National Venture Capital Association, 2011). Son utilizados por grandes inversionistas privados y públicos, como fundaciones o fondos de pensiones, en búsqueda de altos rendimientos a corto o mediano plazo, no superior a 10 años. Los fondos tienen como objetivo la identificación, estructuración y gestión de oportunidades de inversión que perfilen altos rendimientos con bajo riesgo para los inversionistas. Compañías como Facebook, Apple, Cisco Systems y Google fueron apoyadas y asesoradas por ese tipo de industrias.

Los fondos de capital de riesgo se originan en Estados Unidos en 1946, con la creación de la firma American Research and Development Corporation (ARD), que realizaba inversiones de riesgo en compañías emergentes dedicadas al desarrollo de proyectos de nueva tecnología e innovación (Gompers y Lerner, 2001).

Gompers y Lerner (2002) recalcan que un componente importante de esa industria está conformado por los emprendedores o empresarios que constituyen la parte demandante de dicha industria, quienes se acercan a los fondos en busca de recursos para financiar sus proyectos a bajos costos y con menos riesgos que con créditos bancarios, pues no se trata de créditos. El recurso ante los fondos permite, además, no invertir la totalidad del capital propio, ya que aquel invierte capital en el proyecto como inversión de patrimonio, por lo cual los emprendedores deben estar dispuestos a entregar

el control de sus proyectos al otorgar poder en la toma de decisiones, a cambio de capital y asesoría especializada.

El crecimiento de la industria de capital de riesgo en el mundo es significativa en países desarrollados como Estados Unidos, Canadá, Australia e Inglaterra, donde los fondos se convierten en mecanismos atractivos para emprendedores e inversionistas, ya que esta industria constituye, a diferencia de la financiación bancaria, una segunda opción para obtener recursos y asesoría especializada, particularmente en industria tecnológica y farmacéutica (Cumming, 2008), logística, servicios, consumo masivo, manufacturas, salud, turismo e infraestructura (Mincomercio y Bancoldex, 2010).

3. Etapas de los Fondos de Capital de Riesgo

Según Gompers y Lerner (2001) el funcionamiento de la industria de capital de riesgo se desarrolla en cinco etapas, la primera de las cuales es la atracción de capitales para la creación del fondo y la última la obtención de utilidades y posible reinversión en nuevos fondos, lo que da origen a un comportamiento cíclico.

La etapa inicial de los fondos de capital de riesgo hace referencia a la *creación del fondo*, con capitales de inversionistas públicos o privados. Los recursos provistos por los inversionistas tienen como destino la financiación de futuros emprendimientos o la compra de alguna empresa en etapa inicial de desarrollo y con gran potencial de crecimiento. De esa forma el fondo apalanca la creación, el crecimiento, la expansión y el desarrollo de una empresa desde su inicio, o desde el establecimiento del proyecto, hasta que sus productos o servicios penetren un mercado y continúe su dinámica hasta la madurez.

La *Inversión* constituye la segunda etapa del ciclo; una vez el fondo se interesa en un proyecto, sea una nueva idea o una empresa ya existente, realiza la inversión necesaria de recursos y presta asesoría especializada para orientar el éxito del proyecto. A diferencia de los préstamos bancarios, que se incorporan como pasivos, los dineros destinados por un Fondo pasan a hacer parte del patrimonio del proyecto o empresa. Los fondos de capital de riesgo solo invierten como parte del patrimonio de la empresa o proyecto, con lo cual se aseguran una participación suficiente para tener el control del proyecto y tomar decisiones estratégicas, a cambio de acompañamiento y asesoría para potencializar la idea emprendedora y obtener altos retornos sobre la inversión.

El *monitoreo del proyecto* y la *generación de valor* constituyen la tercera etapa. A través del personal especializado, y de la mano del emprendedor, el fondo asesora, monitorea y evalúa el proyecto. Durante esta fase se decide qué recursos adicionales invertir, dependiendo del diagnóstico y seguimiento, o incluso abandonar un proyecto.

A continuación, la realización de *tratos exitosos* y el *retorno de capital* a los inversionistas conforman la cuarta etapa del proceso. Cuando el proyecto alcanza los niveles deseados de crecimiento en el corto y mediano plazo, los fondos pueden tomar la decisión de terminar su intervención en dicho proyecto y obtener utilidades mediante alguna de las siguientes alternativas:

- i. Ofertas Públicas Iniciales -IPO- en el mercado accionario, para lo cual son necesarios los mercados bursátiles profundos y líquidos, que permitan al fondo obtener altos rendimientos a través de la emisión de acciones.
- ii. La venta de la empresa a compañías más grandes -*Trade sale*-, opción que generalmente toman las grandes empresas competidoras para expandir su posicionamiento en el mercado o incluso para diversificar su grupo empresarial.
- iii. La venta de la participación del fondo al emprendedor inicial del proyecto -*Buyback*-, alternativa de preferencia del emprendedor, al igual que las Ofertas Públicas Iniciales, ya que por medio de ellas podrá obtener el dominio del proyecto.
- iv. En este ciclo siempre está presente la opción de terminación del proyecto por parte del fondo, en caso de que el mismo sea inviable, para disminuir las pérdidas -*Write Off*- (Cumming, 2008).

Finalmente, el ciclo inicia de nuevo cuando los fondos, una vez obtienen utilidades, se interesan en nuevas alternativas de inversión, por lo que se hace una nueva capitalización, cerrando la inversión anterior y abriendo el nuevo proyecto de inversión.

4. Factores que impulsan la creación de Fondos de capital de riesgo

En muchos países la industria de fondos de capital de riesgo se ha considerado promotora del crecimiento económico y la alta innovación

empresarial, especialmente en sectores de tecnología, comunicaciones y servicios de información (Gompers y Lerner, 2001).

Existe una gran variedad de estudios sobre los factores que impulsan la creación de esos fondos. La mayoría se enfoca en los mercados canadiense, americano, europeo y asiático; los estudios en países latinoamericanos y africanos son casi inexistentes. Factores económicos, geográficos, culturales, legislativos y fiscales, entre otros, han sido ampliamente estudiados con la finalidad de determinar qué factores tienen mayor incidencia en el fortalecimiento de la industria de capital de riesgo. Entre dichos estudios sobresalen los siguientes:

Hegeet *al.* (2003) concluyen que factores como el medio ambiente, las instituciones, la experiencia y la transparencia, los mercados bursátiles profundos, los recursos humanos y el conocimiento son fundamentales para el crecimiento de esta industria. Por otro lado, Kortum y Lerner (2000) resaltan la importancia de la creación de nuevas patentes en una economía, como variable que determina la creación de nuevas invenciones y conocimiento.

En relación con factores macroeconómicos, Gompers y Lerner (1998), Aylward (1998), Félix y Gulamhussenb (2007) y Groh *et al.* (2008) consideran que el desempeño positivo de variables macroeconómicas, como el crecimiento del PIB, influye positivamente en la creación de nuevos fondos. Wilken (1979) encuentra evidencia similar, ya que un buen desempeño en el crecimiento del PIB permite la acumulación de capital para inversiones y promueve un mayor ingreso *per cápita* de potenciales consumidores. Romain y Van Pottelsberghe (2004) encuentran que la industria de *Venture Capital* tiene un comportamiento cíclico, significativamente relacionado con el crecimiento del PIB.

Ribeiro (2007) haya que factores como el crecimiento constante del PIB, la disminución de la inflación y el fomento de la inversión extranjera directa son factores que impulsan el mantenimiento y crecimiento de la industria de capital de riesgo.

Romain y van Pottelsberghe (2004) y Gomes y Pires (2007) encontraron que el aumento de las tasas de interés tiene un impacto positivo en la demanda de dichos fondos, ya que se vuelven menos costosos en comparación con la obtención de créditos.

Autores como Black y Gilson (1998) concluyen que es indispensable la existencia de un mercado accionario profundo y líquido que permita la

futura obtención de altos rendimientos a través de IPO; de igual forma, hayan una fuerte correlación positiva entre las IPO y nuevos *commitments* o recursos para la creación o inversión en fondos de capital de riesgo. Esto se sustenta en que la existencia de IPO permite que los fondos obtengan reputación y nuevos recursos, que pueden ser comprometidos en otras etapas. Schertler (2003), a diferencia de Wells (2000), identifica que la liquidez de los mercados accionarios juega un papel fundamental en la creación de nuevos fondos.

Poterba (1989), Bergstresser y Poterba (2000) hacen un análisis extenso del impacto que tienen los impuestos sobre la industria de capital de riesgo. El primero halla que una disminución en las tasas de impuestos sobre el capital incrementa nuevos recursos o *commitments* en la industria. Los segundos encuentran que existe una relación negativa entre tasas de impuestos al capital y destino del dinero de fondos de capital de riesgo. De forma similar, Keuschnigg y Nielsen (2003) estudian cómo los impuestos sobre las ganancias y los dividendos afectan el crecimiento del empresarismo apalancado por fondos. Groh *et al.* (2008) sostienen que las tasas impositivas en la empresa, a los dividendos y a la renta, afecta la formación de la industria de capital de riesgo de forma negativa.

En cuanto a los aspectos laborales, como la rigidez del mercado y la mano de obra calificada, Jeng y Wells (2000) encuentran evidencia de que el acceso a empleados más calificados incrementa los costos en mercados laborales rígidos, a diferencia de los flexibles. Por eso podría darse una correlación negativa con la creación de nuevos fondos. Schertler (2003) identifica que el talento humano, su nivel de formación, es positivo e importante en empresas en etapas tempranas de desarrollo. Aizenman y Kendall (2008) muestran que la presencia de alto capital humano atrae capital de riesgo.

Schertler (2003) y Ribeiro (2007) estudian el impacto que tiene la rigidez laboral sobre el fortalecimiento de la actividad emprendedora, que puede ser positivo o negativo en el *Venture capital funding* -VCF. Aspectos como la rigidez laboral o la protección a los trabajadores reducen el empleo y el crecimiento de la economía, lo que afecta negativamente la creación de nuevos fondos de capital de riesgo.

En relación con factores empresariales y proteccionismo de inversionistas, Ribeiro (2007) señala que buenos indicadores de protección al inversionista y la disminución de procedimientos, costos y tiempos en la creación de nuevos negocios impulsa de manera importante el crecimiento de la industria de VCF. Groh *et al.* (2008) entienden que factores como la

protección a los derechos de propiedad son dominantes en la actividad de VC; de igual forma, es benéfica la existencia de socios locales calificados.

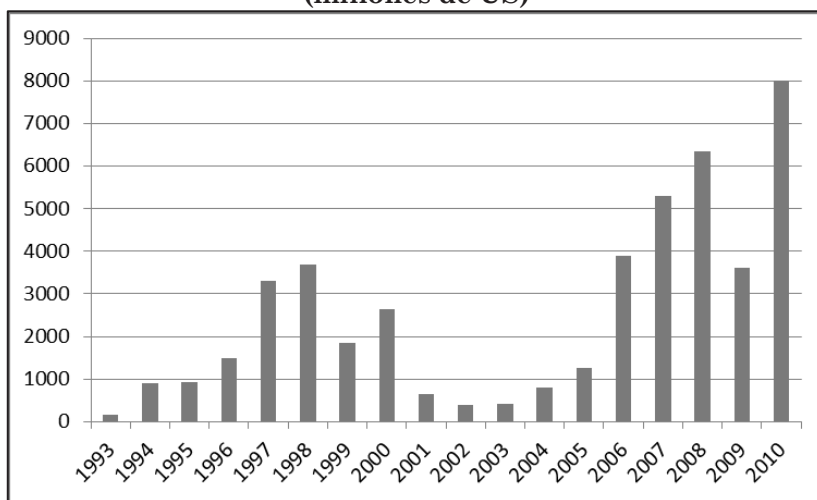
Haeussler *et al.* (2009) afirman que la creación de nuevas patentes en una economía es un indicador atractivo para inversionistas de ese tipo de fondos.

Saldarriaga *et al.* (2010) hallan que el entorno macroeconómico, medido a través de inversión extranjera directa, producto interno bruto, inflación y riesgo político, juega un papel preponderante en la atracción de flujos de inversión en capital de riesgo hacia países latinoamericanos, ya que la estabilidad macroeconómica y política se traduce en reducción del riesgo cambiario y de la volatilidad política.

5. Fondos de Capital de Riesgo en América Latina: panorama general

El desarrollo de la industria de capital de riesgo en América Latina es mínimo en comparación con economías como la estadounidense o la alemana. Allí la industria alcanza montos de creación de nuevos fondos para el 2010 por US21.823 millones en el primer país y por € 6.393 millones para el segundo. América Latina, en cambio, ha alcanzado una inversión total de US 8.100 millones (según Lavca, 2011), el máximo registro desde 1993 (ver Gráfica N°1).

Gráfica N°1. Inversión Total en creación de FCR en América Latina (millones de US)



Fuente: Elaborada con información de *Scorecard 2011*. Lavca.

La industria de capital de riesgo en América Latina está liderada por Chile, Brasil, México y Colombia (ver Tabla N°1), los cuales han fomentado un marco regulatorio flexible que fomenta la creación de dichos fondos y permite que entidades como fondos de pensiones puedan invertir en esa industria, lo que ha generado en 2011 la creación de nuevos fondos, equivalentes a un 0.18% del PIB de Chile, 0.27% del de Brasil, 0.02% del de México y 0.16% del PIB de Colombia.

Según Lavca (2011), los países latinoamericanos han beneficiado de manera importante la creación de nuevos fondos, proyectándose como destinos atractivos para los inversionistas por la flexibilización y estructuración de un marco regulatorio que beneficia su creación, precisamente en las áreas de legislación para la creación y operación de empresas, impuestos, protección a inversionistas, propiedad intelectual, fortalecimiento del mercado bursátil, disminución de corrupción percibida a nivel internacional y mejores niveles de emprendimiento.

Tabla N°1. Ambiente para creación de Fondos de Capital de Riesgo en América Latina

Regional Rank	Country	Score (1-100 where 100 = best)	Change from 2010 (▲▼)	PE/VC % GDP
	UK	93		0.46%
	Israel	81		0.73%
	Spain	76		0.18%
1	Chile	75	▼ 1	0.18%
2	Brazil	72	▼ 3	0.27%
3	Mexico	63		0.02%
	Taiwan	63	▲ 2	0.05%
4	Colombia	60		0.16%
5	Uruguay	57		0.00%
6	Trinidad & Tobago	56		0.27%
7	Costa Rica	54		0.07%
8	Panama	47	▼ 2	0.00%
8	Peru	47	▼ 4	0.05%
10	Argentina	43		0.02%
10	El Salvador	43		0.00%
12	Dominican Republic	38		0.00%

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

Fuente: *Scorecard* 2011.Lavca.

A continuación se reseñan fortalezas y debilidades de algunos países latinoamericanos en relación con esta industria.

Chile ocupa el primer lugar en materia de condiciones favorables para el desarrollo de la industria de fondos de capital de riesgo en Latinoamérica.

En 2011 logró una inversión equivalente al 0.18% de su PIB, a partir de la creación de programas nacionales que incentivan la economía innovadora y la cultura emprendedora. El gobierno ha adelantado la exploración de opciones para integrar su Bolsa de Valores con las de Colombia y Perú, lo que daría mayor profundidad y liquidez a su mercado bursátil. El país goza también de baja percepción de corrupción, alta transparencia judicial y fuerte protección a la propiedad intelectual.

Brasil ocupa el segundo lugar en condiciones favorables, con nueva inversión equivalente al 0.27% de su PIB en 2011. Brasil tiene hoy una legislación favorable, que permite la creación de fondos de forma ágil; sin embargo, la percepción de corrupción y piratería es alta a nivel internacional, lo que dificulta su posicionamiento en la región.

México ocupa el tercer lugar en la región, con nuevas inversiones equivalentes a 0.02% de su PIB para 2011. En 2009 tuvo un impacto positivo en su industria de capital de riesgo con el cambio en la normatividad interna, que permitió a los fondos de pensiones acceder a esa industria; además se suma el buen desempeño en aspectos impositivos y la protección a los inversionistas minoritarios; sin embargo, hay aspectos aún relevantes que afectan negativamente la industria, como la percepción de alta corrupción, procedimientos ineficientes de bancarrota y sistema judicial débil.

Colombia ocupa el cuarto lugar en América Latina, con nuevas inversiones en capital de riesgo equivalentes a 0.16% del PIB en 2011. En los últimos años los fondos de pensiones han incrementado su actividad en dichos fondos, dando mayor dinámica a su industria nacional e internacional. Colombia se destaca por tener una normatividad flexible y eficiente en lo que concierne a la creación de nuevos fondos, como el decreto 2175 de 2007 que regula su creación y manejo; sin embargo, la percepción de corrupción, al igual que en México y Brasil, es un aspecto por mejorar.

Uruguay ocupa el quinto lugar para 2011; sin embargo mantiene una participación similar a la de Panamá del 0.0% de su PIB en 2011, lo que indica que no hubo nuevas inversiones en fondos de capital de riesgo. Mantiene la posición por tener condiciones más favorables para esta industria que otros países. A pesar de que Uruguay tiene un entorno macroeconómico favorable, es una economía abierta a la inversión extranjera y el nivel de corrupción percibido es bajo, la actividad emprendedora es baja, no hay normatividad clara que incentive su creación y tiene altas restricciones para que inversionistas institucionales inviertan

en esa industria, y más importante aún, su mercado de capitales no está suficientemente desarrollado.

Trinidad y Tobago ocupa el sexto lugar, con una participación del 0.27% de su PIB en nuevas inversiones en fondos de capital de riesgo en 2011. Entre las desventajas del país se encuentra que desincentiva el fortalecimiento de dicha industria, el gobierno corporativo es débil, tiene bajo niveles de emprendimiento, necesidad de flexibilización de procedimientos en aspectos relacionados con la declaración de bancarrota y la protección de la propiedad intelectual; sin embargo, tiene una fuerte política fiscal que favorece su creación y la acogida de estándares contables internacionales.

Costa Rica ocupa el séptimo lugar, con 0.07% de su PIB en capital de riesgo durante 2011. Actualmente no tiene un marco regulatorio claro para la creación de nuevos fondos de capital de riesgo ni una comunidad muy emprendedora; sin embargo, destaca la adopción de estándares contables internacionales, baja corrupción percibida y alto grado de protección de propiedad intelectual.

Panamá está en el octavo lugar en Latinoamérica en relación con el ambiente favorable para impulsar la industria; sin embargo, la participación de nuevas inversiones en 2011 fue de 0.0%. Este comportamiento se explica por los bajos indicadores en emprendimiento nacional, factor altamente demandado por el tipo de fondos; adicionalmente, es necesario fortalecer el tratamiento normativo en materia de impuestos, flexibilizar las restricciones a inversionistas institucionales, mejorar las políticas institucionales y flexibilizar la creación de nuevos fondos.

Perú, al igual que Panamá, se encuentra en el octavo lugar del *ranking*, con participación equivalente al 0.05% de su PIB en nuevas inversiones en 2011. La regulación en materia de fondos de capital de riesgo ha hecho que esta industria no se desarrolle a niveles deseados. La restricción a los fondos de pensiones a inversiones superiores al 3% de su capital desincentiva la creación de nuevos fondos; además, se considera que tiene un sistema judicial débil y altos niveles de corrupción.

Finalmente, Argentina ocupa el décimo lugar en la región, con inversiones equivalentes al 0,02% de PIB en 2011. A pesar del tamaño de su economía la industria de capital de riesgo está muy poco desarrollada, debido a la falta de regulación clara que incentive su creación y a la limitación de las opciones para los inversionistas institucionales. Su economía aún se percibe con alto riesgo político, incertidumbre legal e impuestos elevados.

Los fondos de capital de riesgo son una alternativa para los emprendedores, en comparación con los créditos bancarios, ya que a través de esta alternativa se pueden recibir inversiones de capital en proyectos o empresas como parte de su patrimonio, además de compartir el riesgo de iniciar un nuevo negocio y recibir asesoría altamente especializada, que ayuda a posicionar la idea de negocio, lograr penetración de mercado y rentabilidades a corto y mediano plazo.

En América Latina los países de la región han hecho esfuerzos para flexibilizar sus legislaciones, creando ambientes empresariales atractivos y favorables a los inversionistas extranjeros que potencializan el desarrollo económico mediante la creación de fondos de capital de riesgo; sin embargo, la creación de esos fondos no solo es resultado de la flexibilización impositiva y la claridad legislativa, sino también de la armonía de variables, tanto económicas como políticas y culturales, que van desde óptimos indicadores macroeconómicos hasta índices de protección de los inversionistas, niveles de emprendimiento, generación de nuevo conocimiento y patentes.

La industria de capital de riesgo en América Latina aún es joven en comparación con países como Estados Unidos, Inglaterra, Israel, España, Alemania, China, entre otros. Estos países se caracterizan por tener una economía centrada en mercados de capital profundo y líquido, factor importante como mecanismo de salida para la Ofertas Públicas Iniciales y la obtención de rentabilidades deseadas en dicha industria.

7. Bibliografía

- Aizenman, J. y Kendall, J. (2008). *The Internationalization of Venture Capital and Private Equity*. Working Paper. Recuperado el 05/06/2010
En:<http://ssrn.com/abstract=1275544>
- Aylward, A. (1998). *Trends in Capital Finance Developing Countries*. Recuperado el 10/10/2011
En:<http://elibrary.worldbank.org/content/book/9780821343036>
- Bergstresser, D. y Poterba, J. (2000). Do after-tax returns affect mutual fund inflows? *Journal of Financial Economics*, 63 (3).
- Black, B. S. y Gilson, R. J. (1998). Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, 47. 243-277.

- Cumming, D. J. (2008). The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence. *Journal of Business*, 79. 1083-1126.
- Gomes, E. y Pires, A. (2007). The Determinants of Venture Capital. in: *Europe - Evidence Across Countries. CEFAGE-UE Working Papers 2007_01*. Évora: University of Evora.
- Gompers, P.; Lerner, J. (1998). *What Drives Venture Capital Fundraising*. Recuperado el 05/01/2010 En:<http://ssrn.com/abstract=57935> or doi:10.2139/ssrn.57935.
- Gompers, P.; Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economics Perspectives*, 15(2). 145-168.
- Gompers, P.; Lerner, J. (2002). Short-Term America Revisted? Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation. In: A. B. Jaffe, J. Lerner & S. Stern (Eds.) *Innovation Policy and the Economy*, 3. The MIT Press.
- Groh, A. P.; Liechtensteins, H. y Canela, M. A. (2008). International Allocation Determinants of Institutional Investments in Venture Capital and Private Equity Limited Partnerships. *Working Paper N° 76*. IESE Business School. University of Navarra, Social Science Research Network.
- Groh, A. P.; Liechtenstein, H. V.; Lieser, K. (2008). The Attractiveness of Central Eastern European Countries for Venture and Private Equity Investors. *Working Paper N° D/677*, EFA 2008. IESE Business School.
- Haeussler, C.; Harhoff, D. y Mueller, E. (2009). To Be Financed or Not... The Role of Patents for Venture Capital Financing. *Discussion Paper N° 09-003*. Centre for European Economic Research.
- Hege, U.; Palomino, F. y Schvienbacher, A. (2003). Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States. *Working paper N° 001*. RICAFE - Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms.
- Jeng, L. A. y Wells, P. C. (2000). The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. *Journal of Corporate Finance*, 6, issue 3. 241-289.
- Keuschnigg, C. y Nielsen, S. B. (2003). Taxation and Venture Capital Backed. Recuperado el 20/07/2011 En: <http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/4097.html>
- Kortum, S. y Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *RAND Journal of Economics*, 31(4). 674-692.

- Latin American Venture Capital Association. LAVCA Releases 2010 (informe anual). In: *Cooperation with Economist Intelligence Unit*. Recuperado el 10/07/2011 En: www.lavca.org
- Latin American Venture Capital Association. LAVCA Scorecard 2011 (informe anual). *The Private Equity and venture Capital Environment in Latin America. In cooperation with Economist Intelligence Unit*. Recuperado el 10/07/2011 En: www.lavca.org
- Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, y Bancoldex (2010). *Fondos de Capital Privado en Colombia*. Recuperado el 20/08/2011 En: www.bancoldex.gov.co
- National Venture Capital association (2011). *Vc Industry Overview*. Recuperado el 15/09/2011 En: www.nvca.org
- Poterba, J.M. (1989). Venture Capital and Capital Gains Taxation. NBER *Working Paper* N° 2832. Recuperado el 11/09/2011
- Ribeiro, L. (2007). High-Growth SME and the Availability of Private Equity and Venture Capital in Brazil. *Small Business Access to Finance in Latin America and the Caribbean*. Carolin A. Crabbe (Ed.), Inter-American Development Bank, 2008. Recuperado el 10/09/2011 En: SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1082438>
- Romain, A. y van Pottelsberghe, B. (2004a). The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries. *Working Paper*, WP-CEB 04/015, Centre Emile Bernheim Research Institute in Management Sciences. Recuperado el 05/07/2012
- Romain, A. y van Pottelsberghe, B. (2004b). The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence. *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, 19, Deutsche Bundesbank, Research Center Recuperado el 12/07/2011
- Saldarriaga, R., Víctor, J. y Gutiérrez, C., Diana, C. (2010). *Determinantes del venture capital fundraising en Latinoamérica*. (Tesis de Maestría en finanzas). Medellín: Universidad EAFIT.
- Schertler, A. (2003). Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis. *Working Paper* N° 03-27. Kiel Institute for World Economics. Recuperado el 15/07/2011
- Wilken, P. H. (1979). *Entrepreneurship: A Comparative and Historical Study*. Norwood. N.J.: Ablex Publishing Corp.