

Universidad ORT Uruguay
Facultad de Administración y Ciencias Sociales

***Venture Capital* y sus criterios para la elección de
inversiones en Uruguay**

Entregado como requisito para la obtención del título de
Máster en Dirección Financiera

Manuel Boero – 169047

Pablo Coll – 172916

Matias Veira – 291502

Tutor: Norma Pontet

2024


I. DECLARACIÓN DE AUTORÍA

Nosotros, Manuel Boero, Pablo Coll y Matías Veira, declaramos que el trabajo que se presenta en esta obra es de nuestra propia mano. Podemos asegurar que:

- La obra fue producida en su totalidad mientras realizábamos el Máster en Dirección Financiera;
- Cuando hemos consultado el trabajo publicado por otros, lo hemos atribuido con claridad;
- Cuando hemos citado obras de otros, hemos indicado las fuentes. Con excepción de estas citas, la obra es enteramente nuestra;
- En la obra, hemos acusado recibo de las ayudas recibidas;
- Cuando la obra se basa en trabajo realizado en conjunto con otros, hemos explicado claramente qué fue contribuido por otros, y qué fue construido por nosotros;
- Ninguna parte de este trabajo ha sido publicada previamente a su entrega, excepto donde se han realizado las aclaraciones correspondientes.



Manuel Boero



Pablo Coll



Matias Veira

18 de abril de 2024

II. AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, queremos agradecer a nuestra tutora Norma Pontet por el tiempo y dedicación brindado para el desarrollo de esta investigación y su disponibilidad para solventar las dudas a lo largo de la misma.

Por otro lado, queremos agradecer a Eduardo Mangarelli, Álvaro Moré, Andrés Cerisola, Hernán Haro, José Pascual, Sara Goldberg, Juan Pablo Garaviglia, Mariana Chango, Marcel Mordezki, Sylvia Chebi, Fernando de la Fuente, Matías Peire y Stephen Jackter por su disposición y amabilidad en las entrevistas realizadas en el contexto de esta investigación.

Por último, agradecer a nuestras familias y amigos por el apoyo y la contención durante la realización de este trabajo.

III. ABSTRACT

El presente trabajo se centra en los criterios que emplean los fondos de *Venture Capital* que operan en Uruguay para seleccionar sus inversiones y persigue aportar conocimientos sobre estos criterios, así como también abrir una avenida para futuras investigaciones sobre este tema. La selección de los entrevistados se obtuvo a partir del directorio de socios de URUCAP (asociación que nuclea a los fondos de *Venture Capital* que operan en el territorio uruguayo) y el estudio se realizó a través de entrevistas semiestructuradas en profundidad. Se realizó una revisión bibliográfica de la cual se han desprendido diversos criterios que generalmente se considera que son utilizados en la selección de inversiones por parte de los *Venture Capital*. Se contrastan las respuestas de los entrevistados con estos criterios relevados y se ha llegado a las siguientes conclusiones. Un número sustantivo de los fondos de *Venture Capital* que operan en Uruguay mantienen estructuras y funcionamientos que difieren de la estructura más clásica empleada por este tipo de fondos. En particular, diferenciándose en que invierten y administran sus propios fondos en lugar de realizar estas actividades con fondos de terceros y muchas veces su accionar es más similar a lo que podría verse en un Inversor Ángel. Los criterios de selección están en su mayoría alineados a los que pueden encontrarse en la literatura escrita sobre el tema. El equipo emprendedor/*management* es considerado como el principal factor a tener en cuenta por los fondos de *Venture Capital* a la hora de seleccionar una inversión. Por último, se abren nuevas avenidas de investigación para futuros trabajos sobre el ecosistema de *Venture Capital* en Uruguay y este tipo de inversiones.

IV. PALABRAS CLAVE

Venture Capital, América Latina, Uruguay, criterios de selección, equipo fundador, emprendedurismo, inversión de riesgo, financiación y *startups*

ÍNDICE

I.	DECLARACIÓN DE AUTORÍA.....	2
II.	AGRADECIMIENTOS	3
III.	ABSTRACT	4
IV.	PALABRAS CLAVE.....	5
V.	FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA DEL PROYECTO	9
1.	Introducción	9
2.	Objetivos Generales.....	10
3.	Objetivos Específicos	10
4.	Marco teórico.....	12
4.1.	Ciclo de vida de las empresas	12
4.2.	Fases y mecanismos de financiamiento	14
4.3.	<i>Venture Capital</i> : Qué es y cómo funcionan	16
4.4.	Antecedentes	18
4.5.	Fases de la actividad de Inversión	21
4.5.1.	Originación del trato	22
4.5.2.	“Screening” (Primer filtro).....	23
4.5.3.	Evaluación	25
4.5.4.	Estructuración del trato	26
4.5.5.	Actividades post Inversión	27
4.5.6.	Salida de la Inversión (<i>Cashout</i>)	28
4.6.	Criterios de selección.....	30
4.6.1.	Equipo de <i>Management</i>	31
4.6.2.	Mercado e Industria	31
4.6.3.	Fuente del Plan de Negocios	32
4.6.4.	Estrategia	32
4.6.5.	Período de tiempo.....	33
4.6.6.	Posibilidad de <i>Cashout</i>	33
4.7.	<i>Venture Capital</i> en Latinoamérica (LATAM).....	33
4.8.	<i>Venture Capital</i> en Uruguay	35
4.9.	Estado del arte.....	39
4.9.1.	Situación actual de la investigación	39
4.9.2.	Investigación sobre criterios de decisión y revisión bibliográfica	44
4.9.3.	Tyebjee y Bruno (1984)	45
4.9.4.	Macmillan <i>et al.</i> (1985).....	46
4.9.5.	Macmillan <i>et al.</i> (1987).....	47
4.9.6.	Hall y Hoffer, (1993).....	48
4.9.7.	Muzyka <i>et al.</i> (1996)	48
4.9.8.	Shepherd, (1999).....	49
4.9.9.	Mason y Stark, (2004).....	50
4.9.10.	Gompers <i>et al.</i> (2016).....	50
4.9.11.	Block <i>et al.</i> (2019).....	51
VI.	METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	52
1.	Justificación de la metodología a utilizar	52
2.	Diseño del proceso de investigación.....	55
3.	Proposiciones	59

VII.	INVESTIGACIÓN	61
1.	Criterio de selección de entrevistados	61
2.	Perfil de las compañías y actores entrevistados	61
3.	Resultados.....	68
VIII.	CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES	122
1.	Conclusiones y reflexiones finales.....	122
2.	Limitaciones y posibles futuras líneas de investigación	129
IX.	BIBLIOGRAFÍA.....	131
X.	ANEXOS	136

Índice de cuadros

Cuadro N°01 - Evolución de la inversión, rentabilidad, flujo de caja y ventas a lo largo de las seis etapas del ciclo de vida de una empresa.....	12
Cuadro N°02 - Mecanismos de financiamiento según la fase del ciclo de vida de las empresas.	14
Cuadro N°03 - Representación del proceso de selección de propuestas de inversión según Albers (2006)	24
Cuadro N°04 – Comparativo de las fases de la actividad de inversión por autor	30
Cuadro N°05 - Características de Uruguay deseables para realizar inversiones	35
Cuadro N°06 - Ecosistema emprendedor uruguayo.....	36
Cuadro N°07 - Cantidad de transacciones y montos invertidos en emprendimientos uruguayos	37
Cuadro N° 08 - Cantidad de transacciones de emprendimientos uruguayos por industria	38
Cuadro N°09 – Cantidad de publicaciones anuales de VC y PE para el período 2001 a 2021	40
Cuadro N°10 – Lista no taxativa de las principales publicaciones sobre VC	41
Cuadro N°11 – Porcentaje de estudios por metodología de investigación	41
Cuadro N°12 – Porcentaje de estudios publicados por país	42
Cuadro N°13 – Resumen de criterios de selección por autor	45
Cuadro N°14 - Tamaños mínimos de casos sugeridos	59
Cuadro N°15 – Resumen de entrevistas realizadas	62
Cuadro N° 16 – Resumen de respuesta a proposiciones	68

V. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA DEL PROYECTO

1. Introducción

El *Venture Capital* ("VC") puede considerarse como un caso particular circunscripto al conjunto de formas de inversión que se conoce como *Private Equity* ("PE"). Esto es un grupo amplio de formas de invertir en empresas que no cotizan en el mercado público.

PE por lo tanto toma diferentes expresiones teniendo cada una de ellas sus propias características y particularidades.

Algunas formas de inversión en compañías que se consideran como parte de este universo son:

- *LBO's (Leveraged Buyouts)* compras de empresas, generalmente maduras, a través de un alto nivel de deuda o apalancamiento. Posteriormente utilizando los propios flujos de fondos de esa empresa para pagar la deuda.
- *Inversiones Ángel*. Es una forma de invertir en empresas en una etapa muy temprana y generalmente es realizada por individuos o grupos de individuos vinculados al ecosistema emprendedor.
- *Growth Capital*. Son inversiones que se realizan en empresas que ya cuentan con sus propios flujos de efectivo pero que necesitan capital para poder crecer a cambio de participaciones de acciones en su patrimonio.
- *Mezzanine Capital*. Una forma híbrida en la que una organización o individuo presta fondos a una empresa a través de contratos convertibles en capital en caso del no repago por parte de la empresa.
- *Venture Capital*. Por último, esta forma de inversión, y principal punto de este trabajo, es una forma en la que un grupo de inversores forma un fondo, conocido como Fondo de *Venture Capital* para aportar capital a un emprendimiento generalmente en etapas tempranas de su desarrollo pero en la que ya tiene un flujo de efectivo o ya ha superado un primer período de tiempo que le da cierta solidez al proyecto.

En este tipo de inversión los agentes que aportan capital no solamente participan del patrimonio de la empresa, sino que también aportan su conocimiento de la industria y conexiones en el mercado o ecosistema emprendedor para agregar valor al emprendimiento.

Si bien se pueden apreciar varios puntos en común dentro de estos tipos de inversión, no siempre es fácil distinguir dónde comienza uno y en dónde termina otro.

En este trabajo nos centramos particularmente en el tipo de inversión de VC y en particular en los criterios que usan estos fondos para seleccionar sus inversiones.

2. Objetivos Generales

El objetivo de esta investigación es contribuir al ecosistema emprendedor uruguayo, con el fin de brindarle una visión global a los emprendedores, de los criterios que siguen las empresas de VC activas en Uruguay a la hora de seleccionar sus inversiones en el país. A su vez, aportar a los VC una visión global de los criterios que utilizan sus pares y las ponderaciones de cada uno de estos.

3. Objetivos Específicos

De los objetivos generales se desprenden los siguientes objetivos específicos:

- a) Caracterizar el ecosistema de VC en Uruguay buscando Identificar actores clave: Empresas de VC, cámaras o asociaciones que aglutinen o coordinen a estas empresas y otras organizaciones que influyen dentro del ecosistema.
- b) Utilizar la revisión bibliográfica para evaluar características globales sobre las empresas de VC con el fin de determinar según la literatura cuáles son los criterios mayormente utilizados, o sobre los que exista cierto consenso, que determinan que una empresa logre recibir financiamiento por este medio.

- c) Analizar la existencia de características propias o diferenciales del VC que invierte en Uruguay.
- d) Destacar las variables clave para la elección de las inversiones de los VC que participan del ecosistema uruguayo y cuáles de estas son las determinantes a la hora de seleccionar inversiones y si existen diferencias sustanciales respecto de los criterios encontrados en la bibliografía analizada.

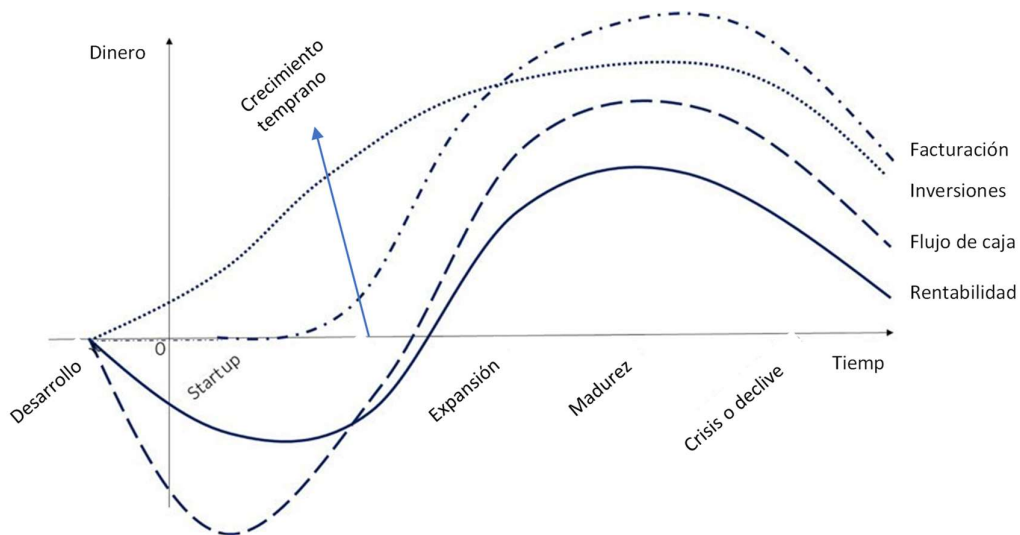
4. Marco teórico

4.1. Ciclo de vida de las empresas

Este capítulo comienza mencionando las distintas etapas sobre la cual se puede desarrollar la vida de una empresa, según la bibliografía consultada. Realizar este desarrollo permite en las siguientes secciones presentar cómo se financian las empresas en cada etapa y en qué etapa intervienen mayoritariamente los VC como principal fuente de financiamiento de las mismas.

Para hablar de este ciclo de vida de las empresas, se toma en cuenta las etapas identificadas por los autores Caselli y Negri (2021), quienes establecen que existen cuatro factores que determinan la etapa de vida de una empresa y la necesidad de financiamiento de la misma, estos factores son: inversión, rentabilidad, flujo de caja y crecimiento de ventas. En base a estos factores, los autores determinan seis etapas de vida las empresas, que se presentan a continuación en el cuadro N°01.

Cuadro N°01 - Evolución de la inversión, rentabilidad, flujo de caja y ventas a lo largo de las seis etapas del ciclo de vida de una empresa



Fuente: *Private Equity and VC in Europe* (p.11) – Caselli y Negri, 2021

Desarrollo

Esta primera etapa está estrechamente relacionada a las características del emprendimiento y al compromiso de los empresarios. El objetivo principal durante esta etapa es definir la estructura más conveniente para el proyecto.

Como características principales de esta etapa y relacionado a los factores que los autores mencionan, no existen ventas y tanto la rentabilidad como el flujo de caja son negativos ya que existen inversiones que son ineludibles como costos de desarrollo, asesorías legales y fiscales, entre otros.

Startup

Según Caselli y Negri (2021), esta etapa consiste en la creación de la compañía y el lanzamiento de la actividad empresarial. En esta etapa comienzan las ventas, pero no son suficientes aún para cubrir los costos asociados a la actividad. Esto genera que el flujo de caja y la rentabilidad continúan siendo negativos.

Crecimiento temprano

Los autores destacan que en esta etapa las inversiones ya fueron realizadas y la necesidad de fondos de la empresa se centra principalmente en el inventario más que en el resto del capital de trabajo, lo que hace que los beneficios de la empresa empiecen a crecer.

Si bien el flujo de caja y la rentabilidad siguen siendo negativos, están empezando a crecer y existe una tendencia positiva y estable que prevé que estos resultados lentamente se reviertan y pasen a ser positivos.

Expansión

Caselli y Negri (2021) mencionan que en la etapa de Expansión las necesidades de inversión son las mismas que en la etapa anterior, aunque empiezan a disminuir y se mantiene la tendencia positiva en ventas y tanto el flujo de caja como la rentabilidad son ahora positivos y crecientes.

Madurez

Según los autores, en la etapa de Madurez el crecimiento de ventas tiende a cero mientras que la rentabilidad y el flujo de caja se estabilizan. Las inversiones no solo están destinadas al capital de trabajo en general (incluido el inventario), sino que también a reemplazar los activos ineficientes o que no son utilizados.

Crisis o Declive

De acuerdo con Caselli y Negri (2021) esta etapa es caracterizada por la caída de las ventas, la rentabilidad y el flujo de caja, así como que la empresa no es capaz de determinar qué inversiones deben realizarse para revertir la caída.

4.2.Fases y mecanismos de financiamiento

A partir de la definición de las etapas que forman parte del ciclo de vida de las empresas, Caselli y Negri (2021) identifican los principales mecanismos o herramientas de financiamiento que intervienen en cada fase de este ciclo de vida.

Los mecanismos de financiamiento identificado por estos autores se resumen a continuación en el cuadro N°02.

Cuadro N°02 - Mecanismos de financiamiento según la fase del ciclo de vida de las empresas.

	Familia y Amigos	Otros Socios	Inversores Ángeles	Private Equity	Sistema Bancario	Crédito Comercial	Mercado Financiero
Desarrollo	x	No utilizado frecuentemente					
Startup	x	x	x	x			
Crecimiento temprano				x	No utilizado frecuentemen		
Expansión				x	x	x	
Madurez				x	x	x	x
Declive o Crisis	No utilizado frecuentemente			No utilizado frecuentemente			

Fuente: *Adaptado de Private Equity and VC in Europe*. Caselli y Negri, 2021

Asimismo, Celis (2012), coincide en que las principales opciones para financiar una empresa desde sus inicios son primero sus familiares, amigos o gente

cercana a sus fundadores, alternativa que en inglés se identifica por las siglas *FFF* que significan *Friends, Family and Fools* (“Amigos, Familia y Tontos”, en adelante “FFF”), y luego el Capital Pre-semilla y Semilla (en el Cuadro N°02 mencionados como Otros Socios), que es el capital aportado por los primeros inversores que tiene una empresa.

Siguiendo con Celis, (2012), un ejemplo de un financiamiento inicial es el caso de *Facebook*, que en sus inicios se financió primordialmente gracias a la ayuda de amigos. Cabe aclarar que esta ayuda se prestaba a la empresa a través de pequeñas contribuciones monetarias o los involucrados trabajando para la empresa de forma gratuita. Una forma “virtual” de invertir en una empresa también es poner esfuerzo intelectual en la misma, por lo que podemos conseguir personas dispuestas a invertir “tiempo” que muchas veces es un insumo igual o más valioso que el dinero.

En las etapas posteriores comienzan a aparecer como opciones de financiamiento los denominados *Business Angels* o Inversores Ángeles, y es a partir de esta fase cuando el o los inversores exigen una inversión más profesionalizada. El Inversor Ángel a cambio de aportar fondos propios, exigirá un plan de negocios y proyecciones más detalladas y una participación accionario importante dentro de la empresa. (Celis, 2012)

Respecto de la opción de financiamiento vía Capital Privado o PE. Según Sahu, Nath, & Banerjee, (2009), PE es la provisión de capital por parte de inversores financieros, a mediano o largo plazo, a empresas que no cotizan en bolsa y con alto potencial de crecimiento. Sostienen que no solo realiza aportes de capital para la creación de un negocio, sino que también incluye el financiamiento en las etapas posteriores de desarrollo de su ciclo de vida. A su vez, definen al VC, como un tipo de PE y se refiere a las inversiones de capital realizadas para el lanzamiento, desarrollo temprano o la expansión de un negocio.

Por su parte, Caselli y Negri (2021) destacan el papel del financiamiento vía PE y VC como las únicas instituciones financieras que pueden apoyar a las empresas durante todas las etapas.

Adicionalmente, Caselli y Negri (2021) destacan que en algunas etapas el nivel de asistencia puede ser muy alto (es decir, fases iniciales o de crecimiento), mientras que, en otras etapas, como la fase de desarrollo o durante el declive, la

asistencia puede disminuir. Por otro lado, estos autores comentan que los mercados financieros pueden considerarse opciones concretas sólo durante la edad madura más estable, en tanto, entienden que el sistema bancario es una contraparte adecuada para empresas plenamente desarrolladas que ya han pasado por las etapas de desarrollo y puesta en marcha. Caselli y Negri (2021) entienden que los bancos son más útiles durante los períodos de rápido crecimiento y edad madura y establecen que se puede llegar a conclusiones similares para el crédito comercial, que es más apropiado para empresas en la fase de rápido crecimiento. Por último, destacan que cada tipo de mecanismo de financiamiento puede ayudar a desarrollar a las empresas en cualquiera de sus fases y los empresarios pueden encontrar inversores adecuados para satisfacer sus necesidades financieras.

4.3. *Venture Capital*: Qué es y cómo funcionan

Tal como plantean Sahu, Nath, & Banerjee, (2009) el VC es un tipo de PE y cuyo objetivo es la inversión de capital en proyectos que están en su lanzamiento, desarrollo temprano o en la expansión de un negocio.

Otros autores, como Cavalie (2020) denomina al VC o capital de riesgo a las inversiones ejecutadas por las firmas de VC, en el accionariado de compañías pequeñas, normalmente startups. Estas inversiones financian startups que se encuentran en fase de crecimiento y que ya han utilizado otras fuentes de financiamiento como FFF, inversionistas ángeles y capital semilla.

Por otra parte, para Metrick & Yasuda, (2011), los VC tienen cinco características principales: son intermediarios financieros, invierten solo en compañías privadas (es decir, que no cotizan en una bolsa de valores), llevan adelante un rol activo en las compañías que invierten, su principal objetivo es maximizar el retorno que obtienen a partir de sus inversiones y buscan financiar el crecimiento interno de las empresas elegidas.

Metrick & Yasuda (2011) destacan que la idea principal del fondo de VC es invertir en empresas, ayudar al crecimiento económico de las mismas, vender su participación, obtener retornos a partir de esta venta, los cuales serán distribuidos entre sus inversionistas, y comenzar nuevamente con un proceso de inversión.

Funcionamiento de los *Venture Capital*

Según Metrick & Yasuda (2011), existen las firmas de VC y los fondos de VC, estos últimos siendo el medio por el cual invierten los primeros.

Según estos autores, la actividad de las firmas de VC consiste en primera instancia en captar capital de terceros para gestionarlo e invertirlo en empresas, con el objetivo de obtener un retorno por sobre ese capital invertido. Conseguir este retorno, no sólo les permitirá a los terceros que colocaron capital en el fondo de VC tener un rendimiento financiero sobre el mismo, sino también, a la firma de VC obtener el beneficio por su tarea.

Según Kaplan y Schoar (2005), sólo si las firmas de VC logran suficientes retornos financieros de sus inversiones, podrán tener éxito en conseguir fondos para sus nuevas actividades inversoras.

En general las firmas VC tienden a funcionar mediante una estructura de fondo con responsabilidad limitada, durante un lapso temporal de aproximadamente 10 años y cada firma suele crear un fondo por año (Wortev Capital, 2021). A su vez, las firmas suelen tener una estructura liviana, con un promedio de cinco profesionales de inversión senior y un total de 14 empleados (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2016).

En tanto, en la estructura de los fondos de VC que las propias firmas de VC crean, suelen existir dos roles principales, los *General Partner* o Socio General (en adelante "GP") y los *Limited Partner* o Socios Limitados (en adelante "LP"). Los GP, son los encargados de administrar los fondos, (rol cumplido por la firma de VC que creó el fondo) y forman parte de los directorios de las empresas en que el fondo de VC invierte, mientras que los LP son aquellos socios cuyo rol principal es el de proveer los recursos necesarios (Capital), (Wortev Capital, 2021).

En cuanto al proceso que realizan las firmas de VC para captar los fondos de terceros, Metrick & Yasuda (2011) destacan que los LP suelen ser inversores institucionales, que según definen los autores, son fondos de pensión, fondos universitarios y grandes corporaciones. También destacan que los inversores individuales tienen pequeña participación en este tipo de fondos debido a que en general son inversiones de largo plazo.

Para King (2011), en la actividad de los VC intervienen tres agentes principales: los LP, que proporcionan los fondos, pero no participan en la gestión, las empresas que necesitan el capital y que si son exitosas generarán los retornos financieros y las firmas de VC que gestionan los fondos aportados por los inversores.

Aporte de valor de los Venture Capital

Una de las características principales que diferencia a este tipo de fondos de otros intermediarios financieros, es el rol que cumplen dentro de las empresas. Metrick & Yasuda (2011), mencionan que es importante la elección de las compañías, pero que también juega un rol fundamental el involucramiento que tiene el fondo dentro de la actividad económica de las empresas en las que invierte. Generalmente, los VC forman parte del gobierno corporativo y a través de este brindan apoyo y conocimiento.

Según Lerner & Nanda (2020), en la actualidad los fondos de VC tienen una participación relevante en la financiación de las startups. Al menos un VC financió previo a su *Initial Public Offering* o Oferta Pública Inicial (en adelante "IPO") a siete de las ocho compañías que, en mayo de 2020, tenían mayor capitalización bursátil. Éstas son: *Alphabet, Apple, Amazon, Meta (Facebook), Microsoft, Alibaba y Tencent*. Las cinco primeras aun manteniéndose dentro del top 10 en marzo de 2024 (*Yahoo Finance, 2024*).

4.4. Antecedentes

Las inversiones de riesgo propiamente dichas pueden rastrearse hasta los comienzos de la historia y del comercio. Los individuos que pretendían emprender debieron recurrir a fuentes de financiamiento como bancos u otros inversores quienes evaluaban el riesgo de la empresa en cuestión junto con las garantías de las que disponía el emprendedor para lograr el cobro aún en caso de que el emprendimiento no fuera exitoso (Metrick & Yasuda, 2011).

Los emprendedores que no disponían de garantías suficientes o por otros motivos no lograban financiación por medios tradicionales debieron recurrir a distintos inversores de riesgo que pueden ser considerados como los antecesores del VC.

El PE y VC como se conocen hoy, tiene sus orígenes en el año 1946 a partir de la *American Research and Development Corporation*, o Corporación Estadounidense de Investigación y Desarrollo (en adelante “ARD”) (Gompers, 1994).

La ARD fue constituida como una corporación pública que cotizaba en bolsa y por lo tanto no contaba con la estructura que se ve en los fondos de VC actuales en los que existen los LP quienes aportan su capital y un grupo de GP que decide los proyectos en los que se invierte y cobra un honorario por administrar estos fondos (“*management fees*”) que suelen oscilar entre el 1 y el 2% y una comisión o interés por las ganancias que se obtienen al salir de la inversión (“*carry interest*”) que puede llegar hasta el 20% (Metrick & Yasuda, 2011).

La ARD surgió luego de la Segunda Guerra Mundial como respuesta a la preocupación de los años 1930 y tempranos 1940 con el magro ritmo al que se creaban nuevos negocios y con la falta de opciones de las que disponían los emprendimientos para financiarse a largo plazo (Fenn, Liang & Prowse, 1997).

Los conceptos innovadores que tuvo la creación de la ARD es que, por un lado, buscaba recaudar fondos de entes institucionales mientras que antes la mayoría de los fondos para inversiones solía provenir de individuos. Respondiendo a la percepción de sus creadores de que la riqueza en esos momentos se encontraba concentrada en instituciones financieras y ya no en individuos (Fenn *et al.*, 1997).

Por otro lado, su cometido, no se centraba en obtener ganancias en un horizonte temporal corto, sino que por el contrario buscaba invertir en empresas que estuvieran desarrollando productos o servicios de vanguardia y apoyarlas en su crecimiento (Gompers, 1994).

Este último aspecto es lo que marcaba la principal diferencia con la forma en que los inversores se relacionaban con las empresas en las que colocaban sus fondos y se mantiene como una de las principales características de la forma de inversión del VC hasta hoy en día (Gompers, 1994).

A su vez este último punto y característica del modelo de operar de la ARD respondía a su vez a la convicción de que la falta de experiencia y apoyo al equipo de *management* de las empresas, estaba detrás del fracaso de varios emprendimientos (Fenn *et al.*, 1997). De esta manera la ARD mantuvo vínculos con el *management* de las mismas aportando su experiencia en dirección y

contactos con el mercado para influir en la estrategia de cada una y así poder apoyar su crecimiento (Gompers, 1994).

De acuerdo con Fenn *et al.* (1997), la ARD en sus comienzos fue considerada en el mejor de los casos como una empresa de modesto éxito y no levantó mayor interés por parte de los inversores institucionales que buscaba atraer.

En los años 50 algunas empresas de VC fueron creadas espontáneamente para atender tratos en particular a través de la sindicación de fondos de familias adineradas y bancos de inversión (Fenn *et al.*, 1997).

En 1957 la ARD realizó una inversión de 70.000 dólares en la empresa DEC (*Digital Equipment Company*) por una participación de 77% en su capital. Esta inversión, luego de 14 años aumentó su valor hasta los 355 millones de dólares. Este trato fue icónico en el mundo del VC y es considerado como el trato que inventó el concepto de “*Home-run*” o que muchos fondos de VC han querido imitar desde entonces (Gompers, 1994).

Luego del éxito rotundo de la ARD varias empresas quisieron imitar su modelo e incluso varios participantes de la ARD fundaron sus propios fondos de VC (Gompers, 1994).

Según los autores Gompers (1994) y Fenn *et al.* (1997), otro hito para la historia de la industria del VC, fue la promulgación en los Estados Unidos de América, del acta o ley de ingresos del año 1978 que reducía el impuesto a las ganancias de capital de 49.5% al 28%. El segundo cambio legislativo de importancia fue el cambio en el *Employee Retirement Income Security Act* o (ERISA). El principal cambio introducido y de mayor impacto para la industria de VC fue la disminución de restricciones que limitaba las opciones de inversión de las que disponían los fondos de pensiones, conocida como la provisión del “Hombre Prudente”, y por lo tanto permitiéndoles colocar fondos en actividades más riesgosas. Entre ellas en fondos de VC.

Los cambios en esta acta fueron parcialmente influenciados como una respuesta al magro desempeño de las inversiones del comienzo de los años 70 y como forma de revitalizar la industria del VC (Fenn *et al.*, 1997).

Cambios posteriores sobre la tasa efectiva de impuestos a las ganancias de capital sin embargo parecen no haber ocasionado cambios sustantivos en el flujo

de fondos hacia fondos de VC (Gompers, 1994). Esto, según Gompers (1994), puede ser explicado porque la fuente de financiación de los fondos de VC parece provenir en su mayoría (70% al momento de esa investigación) de fuentes exentas de impuestos como son los fondos de pensiones, *endowments* de universidades, fideicomisos y empresas extranjeras.

Posteriormente con el surgimiento de la estructura de participación limitada (LP) que se ha mencionado con anterioridad (Fenn *et al.*, 1997). Este cambio en la forma de estructurar las sociedades de VC respondió a asuntos prácticos. Por una parte, las sociedades abiertas, tenían restricciones a la hora de otorgar bonos por desempeños a los altos ejecutivos a causa de la ley de compañías de inversión de 1940. Lo que volvía a las sociedades de participación limitada más atractivas para los profesionales con experiencia en VC (Fenn *et al.*, 1997).

Las décadas de 1980 y 1990 vieron aumentos exponenciales en las inversiones por medio de fondos de VC. Principalmente, apalancado por los éxitos en algunos tratos que dieron enormes beneficios como por ejemplo la inversión en *Apple*, *Intel*, *Federal Express* y entre otros (Fenn *et al.*, 1997).

En 1976, *Apple* buscó financiamiento a través de este vehículo de inversión y consiguió 91 mil dólares del fondo de *Don Valentine*. Este último, a su vez, como ejemplo del modelo de inversión de los VC, contribuyó a conseguir financiación adicional de otros fondos de inversión por 600 mil dólares. Estas inversiones vieron incrementados su valor por su participación en *Apple* a 271 millones de dólares cuando esta empresa salió al mercado (Gompers, 1994).

4.5.Fases de la actividad de Inversión

El proceso del VC puede ser explicado utilizando un modelo de etapas secuenciales y bien definidas. En la literatura sobre VC no hay un consenso sobre el número de etapas que conforman el proceso de VC, pero sí puede afirmarse que existen coincidencias fundamentales entre todos ellos (Zacharakis y Shepherd, 2005).

El proceso de VC por lo tanto puede visualizarse de la siguiente forma:

4.5.1. Origenación del trato

En esta etapa los fondos de inversión de VC buscan tomar conocimiento o identificar las potenciales oportunidades de inversión de las que disponen. Esta etapa es responsable de cerca del 60% del retorno del fondo (Gompers *et al.*, 2016). Sin embargo, los VC se encuentran en un entorno poco definido en el que estas oportunidades no son fácilmente identificables ya que las empresas que buscan captar inversión por este medio generalmente son demasiado pequeñas y por lo tanto muchas veces son desconocidas para estos fondos (Tyebjee y Bruno, 1984).

Según Tyebjee y Bruno, (1984) y Gompers *et al.* (2016) los VC disponen de diversos mecanismos para encontrar sus oportunidades de inversión. Esto puede llevarse a cabo de tres formas: Directamente por medio de recibir llamadas en frío por parte de las empresas interesadas, buscando activamente en el mercado empresas que puedan estar abiertas a ese tipo de inversión o, en tercer lugar, por medio de intermediarios que tienen relación con el VC como por ejemplo otras empresas de VC que buscan sumar a más inversores a una propuesta. Este último, es un método que se conoce como “Sindicación” y comúnmente se usa como forma para mitigar el riesgo.

Para Fenn *et al.* (1997), los fondos de VC compiten directamente con otros agentes para identificar los potenciales negocios u oportunidades de inversión. Los VC reciben propuestas tanto por la intervención de agentes o terceros como por sus propios medios sin embargo según su investigación los fondos de VC tienen una preferencia por los tratos que se originan por sus propios medios por el hecho de que estos tratos tienen menos intermediarios y por lo tanto menores costos de transacción.

La fuente por la que se obtienen los potenciales tratos puede discriminarse de la siguiente forma: 30% son generados a través de redes profesionales, 20% son referidos por otros inversores, 8% por empresas que manejan portafolios de inversión, casi 30% son generados proactivamente por los propios VC y por último solo cerca de un 10% proviene del *management* de las compañías que buscan inversión (Gompers *et al.*, 2016).

4.5.2. “Screening” (Primer filtro)

Las empresas de VC comúnmente tienen poco personal y por lo tanto no pueden hacer una evaluación exhaustiva de todos los proyectos o planes de negocios que se le acercan (Tyebjee y Bruno, 1984).

Los VC pueden llegar a recibir cientos de propuestas de inversión por lo que deben emplear filtros rápidos para descartar de forma inmediata aquellas propuestas que no les son de interés (Albers, 2006).

A este proceso de descarte o filtrado de proyectos de inversión, se le llama “Deal Funnel” (Gompers *et al.*, 2016) y comienza desde que el fondo de VC toma conocimiento del plan de negocios por parte de uno de sus GP y es revisado por la empresa hasta llevarla a un proceso formal de Revisión o Due Diligence.

Según su investigación Tyebjee y Bruno (1984) afirman que existen cuatro elementos determinantes en la etapa de screening:

I) El tamaño de la inversión. Las empresas de VC generalmente operan con márgenes, comúnmente llamados “Tesis de Inversión”, en cuanto a las industrias en las que invierten, pero también sobre los montos que invierten en cada trato. Muchos montos pequeños pueden implicar demasiadas inversiones para controlar, mientras que montos demasiado grandes van en contra de una adecuada diversificación del riesgo.

II) El sector de mercado o industria. Los VC suelen mantenerse dentro de mercados que conocen profundamente. Muchas veces los GP que trabajan dentro de estas empresas son veteranos de estos sectores o personas con un amplio conocimiento de ese tipo de mercados.

III) Ubicación geográfica. Es esperable que las actividades de post inversión requieran reuniones frecuentes entre los GP y los emprendedores. Actualmente esto no es un problema desde el desarrollo en tecnologías de la comunicación existentes. Y este punto en sí ya era discutido por otros autores como Norton (1996).

IV) Etapa de financiación. En su mayoría los VC se abstienen de invertir en empresas en la fase de semilla y prefieren invertir en etapas posteriores en las

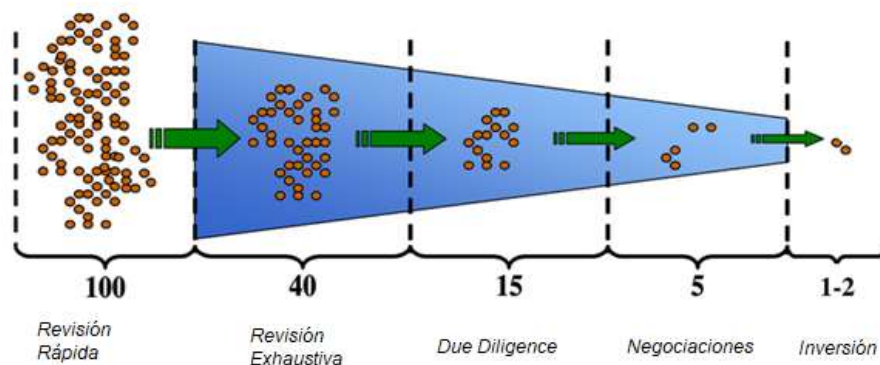
que la empresa ya ha superado sus primeras dificultades y tiene un plan de negocios más concreto (Tyebjee y Bruno, 1984).

Los VC tienden a especializarse de acuerdo con factores geográficos, de industria o de mercados en particular (Norton, 1996). Estos factores a su vez afectan los criterios usados por los VC en el proceso de screening para filtrar las oportunidades que son de su interés. Por ejemplo, un VC que se ha especializado en financiar proyectos de tecnología de la información es poco probable que esté interesado en saltar a otro mercado o industria como podría ser por ejemplo la biotecnología (Zacharakis y Shepherd, 2005).

De forma similar los VC también tienden a especializarse en invertir en empresas que se encuentran en distintos momentos de su vida o desarrollo empresarial. Por lo que un fondo que se ha especializado en financiar empresas en sus etapas tempranas es poco probable que esté interesado en financiar a un emprendimiento que necesita inversión en su etapa tardía (Zacharakis y Shepherd, 2005).

Se estima que más de la mitad de estas propuestas son rechazadas en los primeros minutos por parte de la empresa de VC y este proceso continúa hasta quedarse con un número reducido y manejable de propuestas de inversión que luego pasan a etapas más formales de revisión (Albers, 2006).

Cuadro N°03 - Representación del proceso de selección de propuestas de inversión según Albers (2006)



Fuente Albers 2006

4.5.3. Evaluación

En esta etapa los VC deben utilizar criterios de evaluación generalmente subjetivos para lograr evaluar el potencial de la inversión. Esto en gran parte se debe a que las empresas que buscan inversión de VC recién han salido de su etapa de Startup y por lo tanto no han realizado procesos de valuación o no hay criterios objetivos por los cuales se les pueda asignar valor (Tyebjee y Bruno, 1984).

En la literatura no existe unanimidad sobre los criterios fundamentales que llevan a los VC a seleccionar con qué empresas concretar sus inversiones. Sino que por el contrario hay divergencias fundamentales en los criterios que los distintos investigadores han hallado en sus respectivos trabajos de investigación (Zacharakis y Shepherd, 2005).

Estas incongruencias en los resultados obtenidos han llevado a que algunos autores, de hecho, cuestionen si los propios VC son capaces de entender lo que motiva sus propias decisiones (Zacharakis y Meyer, 1998).

Macmillan, Siegel y Narasimha (1985) llevaron a cabo una investigación en la que se le administró un cuestionario a 100 VC con el fin de determinar cuáles eran los criterios fundamentales que podrían determinar en qué empresas invertir. Con este fin determinaron preliminarmente 27 puntos de interés significativos a la hora de seleccionar o no una empresa para invertir y los agruparon en las siguientes seis categorías: personalidad del emprendedor, experiencia del emprendedor, características del producto o servicio, características del mercado, consideraciones financieras, composición del equipo. El resultado de esta investigación desprende que el factor más importante para los VC a la hora de analizar una potencial inversión es la calidad del equipo de *management* del proyecto. Lo que despierta a los mismos investigadores la duda de que si en efecto ese es el caso por qué también se hace tanto énfasis en el plan de negocios.

Macmillan *et al.* (1985) entra en conflicto con los resultados de otras investigaciones como la de Hall y Hoffer (1993) quienes, a diferencia de MacMillan *et al.* (1985), no hicieron un tipo de investigación *Post Hoc* sino que por el contrario usaron protocolos verbales para ver cuánto tiempo se le dedicaba

a evaluar cada criterio y así evitar sesgos a la hora de recordar cómo fueron seleccionadas las inversiones pasadas.

Macmillan *et al.* (1985), identificó que los VC prestan poca atención a como está conformado el equipo gerencial y en cambio se centran en el producto en sí mismo y las características del mercado.

4.5.4. Estructuración del trato

Una vez seleccionada la empresa a recibir inversión, los VC y los emprendedores deberán ponerse de acuerdo sobre los aspectos fundamentales de la inversión. Algunos de los puntos en los que buscarán el consenso pueden ser: el monto a ser invertido por parte del VC y la cuota parte que representa del capital de la empresa como contraprestación, el nivel de control que la empresa de VC va a tener sobre las decisiones (Tyebjee y Bruno, 1984).

El principal vehículo de inversión que se usa como valor que represente la inversión de VC en la compañía son las acciones convertibles preferidas (Kaplan y Strömberg, 2003). Sin embargo otros valores también son usados en estos tratos, para determinar la cuota parte del patrimonio de la empresa que pasará a pertenecerle, el VC, realizará una valuación apoyándose en los siguientes criterios: en primer lugar considerará los términos y prospectos de salida de la inversión, en segundo lugar se pondera contra valuaciones de empresas comparables, en tercer lugar el deseo de control y en cuarto entran las presiones competitivas que ejercen otros inversores (Gompers *et al.*, 2016).

Los VC también buscarán asegurarse derechos de voto en la junta directiva de la empresa. En términos generales buscarán poder controlar: las contrataciones, evaluaciones y desvinculaciones de la gerencia superior. Aconsejar y ratificación de políticas y estrategias (Kaplan y Strömberg, 2003).

Según la investigación de Gompers *et al.* (2016), el 81% de las inversiones por VC que fueron recabadas en su trabajo utilizaron cláusulas que les daban derechos preferenciales sobre los de los emprendedores. Derechos de participación tanto para cuando la empresa tiene resultados positivos o negativos fueron usados en el 53% de los casos y derechos para exigir al emprendedor el pago de los valores en un 45% de los casos analizados.

Otra protección comúnmente usada por los VC son cláusulas que los protegen de situaciones del tipo “*poison pill*” en el que se emiten participaciones a menor costo y por lo tanto se diluyen las participaciones del VC (Gompers *et al.*, 2016).

Cada vez es más frecuente que los VC no inviertan ellos solos en un emprendimiento, sino que por el contrario busquen añadir a otros inversores. Esta práctica es conocida como sindicación (Tyebjee y Bruno, 1984). Actualmente los VC utilizan este método como forma de reducir los riesgos en un 65% de las ocasiones estudiadas por Gompers *et al.* en 2016.

Los principales motivos que son citados para utilizar este sistema son para complementarse con la experiencia de otros fondos, restricciones de capital y compartir los riesgos. Estos factores que llevan a sindicarse son mencionados por el 70% de los VC. Surge identificar que la restricción de capital es la mencionada más frecuentemente (39%), seguido por la complementación de la experiencia (33%) y compartir los riesgos en un 24% de los casos (Gompers *et al.*, 2016).

4.5.5. Actividades post Inversión

Desde su concepción el VC se diferencia de otros mecanismos de inversión por agregar un nuevo paso entre la entrada y subsiguiente salida de la inversión. Este paso está comprendido por las actividades de post inversión en las que el VC busca agregar valor a la empresa y asistirle en su crecimiento (Gompers, 1994).

El VC pasa a ser un colaborador y no solamente un inversor. También aporta su experiencia y conocimiento al emprendimiento, así como también sus conexiones. Para garantizar su inversión en la etapa anterior (Estructuración del trato) el VC por lo general coloca a unos de sus miembros en la dirección de la empresa. De esta forma en esta etapa el VC ejerce en parte su control sobre el emprendimiento (Tyebjee y Bruno, 1984).

Las actividades de post inversión pueden diferenciarse en primera instancia en dos grandes categorías: actividades de monitoreo y actividades de valor agregado. Estas dos actividades muchas veces se superponen una con la otra, pero tienen como principal diferencia que las actividades de monitoreo buscan evitar acciones dañinas por parte de los emprendedores u otros actores y que puedan dañar los intereses de los inversores. Mientras que las actividades de

valor agregado buscan apoyar la gestión y aumentar el valor de las participaciones en el emprendimiento y así mejorar las perspectivas a la hora de salir de la inversión (De Clercq y Manigart, 2007).

De esta forma el contacto que mantienen los VC con los equipos de gerencia de las empresas en las que han invertido suele ser muy estrecho. Llegando en hasta el 60% de los casos a reunirse con ellos semanalmente mientras que solo 1 de cada 8 dicen reunirse menos de una vez por mes (Gompers *et al.*, 2016).

En su investigación sobre VC del año 2016, Gompers *et al.* sostienen lo siguiente: “El 87% de los capitalistas de riesgo están involucrados en la orientación estratégica de sus empresas de cartera. Esto no es sorprendente porque muchos capitalistas de riesgo sirven ya sea como miembros del consejo o como observadores del consejo. El 72% de las firmas de capital de riesgo ayudan a sus empresas a conectarse con inversores en rondas futuras. Nuevamente, esto no es sorprendente dado que son inversores y presumiblemente conocen la industria del capital de riesgo y a otros inversores. Quizás más sorprendentemente, el 69% de los capitalistas de riesgo dicen que ayudan a sus empresas a conectarse con clientes y el 65% de las firmas de capital de riesgo dicen que proporcionan orientación operativa. Ambas respuestas sugieren una participación sustancial y más práctica en el día a día. Finalmente, los capitalistas de riesgo dicen que también ayudan en la contratación, tanto de miembros del consejo de administración (58%) como de empleados (46%)”.

4.5.6. Salida de la Inversión (*Cashout*)

Finalmente, el VC busca capitalizar su inversión saliendo de ella, vendiendo sus participaciones en la empresa a terceros a un mayor valor del que ha invertido generalmente a través de IPO o procesos de fusiones y adquisiciones (en adelante “M&A”). Tyebjee y Bruno, (1984).

Estas etapas se encuentran, en mayor o menor medida, presentes en todas las investigaciones que hemos podido revisar, como por ejemplo, en Tyebjee y Bruno, (1984), Hall y Hoffer (1993), Norton (1996), Fenn *et al.* (1997) y componen una parte significativa o fundamental de la literatura sobre VC.

Tyebjee y Bruno, (1984) define el proceso de VC a través de un modelo de cinco etapas: 1) Originación del trato; 2) Screening; 3) Evaluación; 4) Estructuración del trato; 5) Actividades de Post Inversión. En este modelo el autor no hace hincapié en el proceso de Salida de la inversión y asume que es una parte dentro de la última etapa “Actividades de Post Inversión”. Este modelo sigue siendo vigente y puede usarse para comprender el proceso de los VC a pesar del tiempo que ha transcurrido de su publicación.

Hall y Hoffer (1993), en cambio, usa un modelo de 6 etapas: 1) Búsqueda de oportunidades de Inversión; 2) Screening de propuestas; 3) Evaluación de las propuestas; 4) Reuniones con el directorio; 5) Gestiones con operaciones de VC; 6) Salida de la Inversión (*Cashout*). De esta forma Hall y Hoffer, (1993) agregan una etapa extra al proceso haciendo énfasis en la salida de la inversión y considerándola como una etapa separada en sí misma que el VC aborda por fuera de las actividades de Post Inversión diferenciándose en esto de Tyebjee y Bruno (1984).

Estos dos modelos presentan similitudes entre sí, pero se centran mayoritariamente en los procesos que realiza el VC para asignar sus inversiones, estructurar sus tratos y luego salir de ellas.

La investigación de Norton (1996) reformula el modelo de Tyebjee y Bruno (1984), agregando como etapa inicial el buscar y captar fondos de socios (LP) y consolida las etapas de screening y evaluación como una misma etapa, de esta forma su modelo se resume como: 1) Captar fondos de los Socios; 2) Identificar, evaluar y seleccionar organizaciones en las que invertir; 3) Estructurar la Inversión; 4) Implementar el trato; 5) Obtener los retornos (*Cashout*).

Según Evans y Hudson (2005), se pueden identificar etapas comunes a los autores, Tyebjee y Bruno, (1984), Hall y Hoffer (1993), Norton (1996), Fenn *et al.* (1997), que son: 1) Una etapa de origen del trato; 2) Un Screening inicial; 3) Una evaluación del proyecto; 4) Una estructuración del trato; 5) Actividades de Post Inversión y finalmente; 6) Una salida o *Cashout*.

Cuadro N°04 – Comparativo de las fases de la actividad de inversión por autor

Fases	Tyebjee y Bruno (1984)	Hall y Hoffer (1993)	Norton (1996)	Fenn <i>et al</i> (1997)
1	Origen del Trato	Búsqueda de Oportunidades de Inversión	Captar fondos de los Socios (LPs)	Origen del trato y screening
2	Screening	Screening	Identificar, evaluar y seleccionar organizaciones en las que invertir	Estructurar las inversiones
3	Evaluación	Evaluación	Estructurar la Inversión	Participar en el manejo de las empresas
4	Estructuración del Trato	Reuniones Directorio	Implementar el Trato	Salida de la Inversión
5	Actividades Post Inversión	Gestiones de VC	Obtener Los retornos	
6		Salida de la Inversión		

Fuente: elaboración propia

4.6. Criterios de selección

En la literatura sobre VC existen diversas investigaciones que se han centrado en los aspectos que evalúan estos fondos de inversión. Como hemos mencionado anteriormente los fondos de VC, por lo general, no tienen equipos numerosos y por lo tanto no disponen de capacidad para evaluar extensivamente cada proyecto que reciben (Tyebjee y Bruno, 1984).

Según Norton (1996) la evidencia empírica parece indicar, que de todas las propuestas de inversión que reciben los VC, estas firmas, solo se deciden por invertir en un dos o tres por ciento para efectivizar sus inversiones.

A su vez, los planes de negocio que se les acercan son de empresas que disponen de una historia muy corta por lo que muchas veces no cuentan con un historial con una extensión que permita realizar valuaciones por medios cuantitativos (Tyebjee y Bruno, 1984). Sin embargo, al haber superado la etapa del “valle de la muerte” (primer año de vida de un emprendimiento) seguramente sí dispongan de algunas métricas o indicadores clave que puedan ser medianamente confiables y que indiquen el grado de rentabilidad actual.

De esta forma si bien existen criterios objetivos que pueden ser utilizados para evaluar una empresa que busca inversión por este medio los VC comúnmente se ven forzados a utilizar métodos subjetivos para valorizar sus distintas opciones de inversión y seleccionar dentro de ellas el reducido número de empresas que efectivamente recibe financiación al final del proceso de selección (Tyebjee y Bruno, 1984).

Además de lo anterior, también es importante notar que los VC son notablemente exitosos en encontrar inversiones lucrativas y por lo tanto estos criterios subjetivos de valuación, según la evidencia empírica, parece dar buen resultado (Tyebjee y Bruno, 1984).

4.6.1. Equipo de *Management*

Uno de los principales puntos de concordancia entre los distintos autores es la importancia que los VC le dan al equipo de *management* a cargo de la empresa que está siendo evaluada (Gompers *et al.*, 2016). Para los VC es importante que el equipo de *management* tenga un alto grado de conocimiento sobre el campo o industria al que se dedica la empresa (Macmillan, Zemann, Subbanarasimha, (1987)). Que cuenten con experiencia en otros proyectos o que incluso hayan estado involucrados en proyectos similares anteriormente (Muzyka, Birley & Leleux, 1996).

El grado de compromiso que muestra el equipo de *management* también es observado con atención por los VC. Un alto grado de compromiso por parte de este equipo es juzgado muy favorablemente por los VC y puede ser uno de los factores determinantes a la hora de la selección como potencial inversión (Gompers *et al.*, 2016).

4.6.2. Mercado e Industria

Como primer punto de screening las empresas de VC suelen descartar aquellas propuestas que se encuentran fuera de la industria en la que se dedican a invertir (Hall y Hoffer, 1993). Esto tiene sentido ya que los VC tienden a especializarse en cierto mercado o industria ya que no sería razonable esperar que puedan volverse expertos en todas las áreas (Tyebjee y Bruno, 1984).

Asimismo, los VC también prestan atención al mercado propiamente dicho que hay para el servicio o producto que la empresa presta. A su vez, la existencia de un mercado con una fuerte demanda por el bien o servicio que se produce es una de las primeras cosas que un inversor quiere escuchar (Albers, 2006).

4.6.3. Fuente del Plan de Negocios

Respecto al Capital Humano, los VC no cuentan con equipos extensos por lo que parte de estos criterios está vinculado a etapas anteriores del proceso “Origen del trato”. Se le da mucha importancia a la fuente de la que viene el plan de negocios (Tyebjee y Bruno, 1984). Si este plan viene de otra empresa de VC o si viene de un *bróker* que ya ha tenido un historial de éxito con la firma de VC entonces es más probable que esta empresa pase a las siguientes fases de selección.

De acuerdo con Gompers *et al.* (2016) el 56% de los tratos que se financian vienen de otros inversores o de redes profesionales mientras que solo un 10% viene por gestiones iniciadas por la empresa que busca inversión.

4.6.4. Estrategia

Este es un punto divisorio dentro de la literatura sobre VC. Para Sandberg y Hoffer (1987), existe una importancia significativa en la estrategia que piensa seguir una empresa en su plan de negocios. Sin embargo, este punto no es mencionado por otros autores prominentes como Tyebjee y Bruno (1984).

Gompers *et al.* (2016) compara el emprendimiento con la analogía de un “Jockey” y un “Caballo”, siendo la industria, estrategia y producto el caballo y siendo el equipo de *management* el Jockey. En dicho estudio se les consultó a los inversores a cuál de las dos partes le daban más importancia y los resultados muestran que los VC ponderan más al equipo de *management* que a la estrategia.

Sin perjuicio de lo anterior, también debemos mencionar que otras investigaciones como la de Kaplan, Sensoy y Strömberg (2009) lleva al resultado opuesto.

4.6.5. Período de tiempo

Otro factor que se tiene en cuenta es el período de tiempo en el que se espera que la inversión de un retorno. Cuanto antes sea este período es razonable que haya una preferencia por ese proyecto antes que otros (Tyebjee y Bruno, 1984).

4.6.6. Posibilidad de *Cashout*

La expectativa del VC es, en algún momento, poder salir de la inversión ya sea por medio de una IPO o, más comúnmente, un proceso de M&A tomando en cuenta que un 75% de las salidas exitosas se dan por ese medio (Gompers *et al.*, 2016). De esta forma, la posibilidad de hacer un *Cashout* exitoso parecería ser un criterio de selección para determinar si una opción de inversión es de interés o no (Tyebjee y Bruno, 1984). Más aún, teniendo en cuenta que los fondos de VC tienen ganancias fundamentalmente por el *carry interest* que se obtiene cuando se le devuelve el monto invertido más interés a los LP (Gompers *et al.*, 2016)

4.7. *Venture Capital* en Latinoamérica (LATAM)

En las últimas décadas los mercados emergentes (entre los que se incluye a América del Sur) se han convertido en los responsables por cerca de la mitad del PBI mundial (Cahen, Casanova y Miroux, 2019).

A su vez, está transformación, vino acompañada de un crecimiento en el consumo y poder de compra por parte de sectores de la sociedad que han alcanzado un ingreso equivalente a clase alta-media (Cahen *et al.*, 2019). Sin embargo, la industria del VC en el continente Latinoamericano aún se considera como algo naciente y en menor grado de desarrollo si es comparado con las economías de, por ejemplo, Estados Unidos o Europa (Zapata y Fernández, 2022).

El aumento en la innovación y actividades de inversión ha sido acompañado a su vez, aunque en menor medida, por un crecimiento del ecosistema de VC en el continente (Stein y Wagner, 2019). De la mano de este crecimiento Latinoamérica ha creado sus primeros unicornios (Cahen *et al.*, 2019).

Según Stein y Wagner, (2019) “En general, durante cada año del período 2000 - 2011 América Latina recibió entre 100 y 1.000 millones de dólares en financiamiento de capital de riesgo, y las inversiones en capital de riesgo han venido creciendo con particular rapidez desde 2005”.

“Según las investigaciones de Ahlstrom & Bruton, (2006); Bradley & Klein, (2016); Grilli, Latifi, & Mrkajic (2019); Foo, Vissa, & Wu, (2020); Mingo, Morales, & Junkunc, (2013); Zacharakis, McMullen, & Shepherd, (2007) el sector de inversiones de VC funciona de forma distinta a los de otras regiones debido fundamentalmente a la falta de desarrollo de instituciones regulatorias y otros vacíos institucionales” (Bustamante, Mingo y Matusik, 2021).

Una de las diferencias principales entre el sector de VC en LATAM y otros es que las inversiones de VC en Latinoamérica también presentan la peculiaridad de ser realizadas por inversionistas con menor experiencia que en otras regiones comparables (Stein y Wagner, 2019). En promedio las empresas de VC de Latinoamérica cuentan con 12 años de experiencia mientras que la media en regiones más desarrolladas es de 18 o 20 años (Stein y Wagner, 2019).

Las inversiones de VC en Latinoamérica también cuentan con la particularidad de tener rondas de inversión con montos mayores tanto en su ronda inicial como en las posteriores cuando estas son realizadas por inversores extranjeros, comparados con los inversionistas locales (Stein y Wagner, 2019).

También las inversiones de VC en Latinoamérica muestran un fuerte componente procíclico, hasta tres veces mayor que el mismo efecto en inversiones macroeconómicas, siendo que un aumento porcentual del 1% sobre el promedio en el desempeño económico sobre el resto de los países de la región conlleva un aumento del 19% en los montos invertidos por este medio. Esto es significativamente mayor que el mismo aumento de un 3,2% que se observa en el resto del mundo (Stein y Wagner, 2019).

Hasta el año 2021, según LAVCA (*Latin American Venture Capital Association*), las inversiones en VC crecieron hasta alcanzar un monto de 4 billones de dólares y un máximo de 488 negocios concretados en 2020 (LAVCA, *Review of Tech Investment in Latin America*, 2021).

4.8. Venture Capital en Uruguay

Una vez detallado el ecosistema emprendedor regional, es relevante entender el estado del ecosistema de VC en Uruguay.

Uruguay presenta características deseables para los inversores interesados en hacer negocios dentro del país, las cuales se presentan a continuación en el cuadro N°05, que se puede resumir en: estabilidad, grado inversor y sostenibilidad de la deuda, flujo libre de capitales y régimen de promoción de inversiones, Indicadores de inversión positivos y en crecimiento, creciente interés en emprendimientos uruguayos, casos de motor éxito en los últimos años y un ecosistema emprendedor integrado y en desarrollo (URUCAP, 2023).

Cuadro N°05 - Características de Uruguay deseables para realizar inversiones



Fuente: URUCAP, 2023.

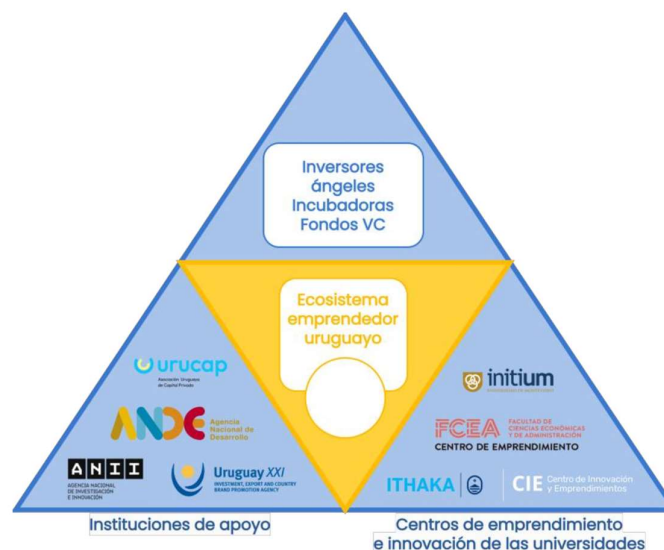
En lo que refiere al ecosistema propiamente dicho, en Uruguay existen diversos actores relevantes como inversores, incubadoras, agencias de desarrollo (ANDE y ANII) y agencias de promoción (Uruguay XXI). A su vez, desde mayo de 2022 existe URUCAP, la que a marzo de 2023 nucleaba 25 socios de capital privado

y 33 inversores ángeles y, según lo expuesto en su web, dentro de sus objetivos están:

- Fomentar la generación de mayor número y frecuencia de inversiones.
- Contribuir con el crecimiento de la actividad económica de Uruguay a través del desarrollo de la Industria de capital privado.
- Generar y compartir información estadística y desarrollo de estudios relevantes de la Industria de capital privado en Uruguay.
- Mantener relaciones con autoridades y reguladoras para mejorar la competitividad de la industria.
- Generar y divulgar buenas prácticas de la Industria de capital privado.
- Brindar y generar información sobre las novedades y actividades de la industria en el país y la región.

Por otro lado, como se puede ver en el cuadro N°06, existen diversos motores del ecosistema emprendedor como son los centros de emprendimiento e innovación de las universidades locales, entres estatales e incubadoras.

Cuadro N°06 - Ecosistema emprendedor uruguayo



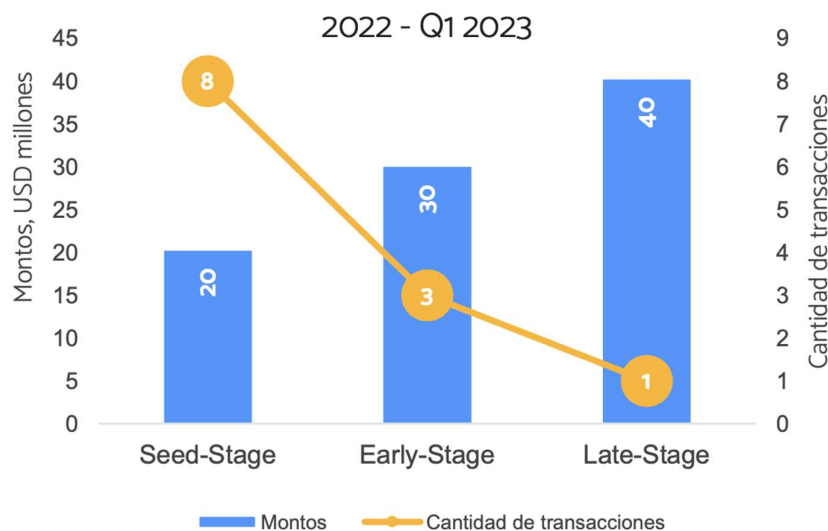
Fuente: URUCAP, 2023.

En lo que refiere a las transacciones realizadas en el país, según el último informe publicado por Uruguay siglo XXI en julio 2022 sobre M&A de empresas uruguayas, muestra la evolución de empresas uruguayas adquiridas por extranjeros para el período 2001 hasta el primer semestre de 2022. En total se han realizado 287 transacciones (aproximadamente 13 transacciones por año). La mayoría de las transacciones se dieron en empresas del sector industrial y de servicios, quedando con una participación menor las empresas con actividades primarias.

El informe no discrimina la etapa de vida en la que se encontraba cada empresa, ni tampoco menciona operaciones de M&A realizadas entre empresas uruguayas.

Por último, según URUCAP (2023), en el período que comprende la totalidad del año 2022 y el primer trimestre de 2023, se realizaron 12 transacciones en emprendimientos uruguayo, por un total de 90 millones de dólares. A continuación, en el cuadro N°07, se discrimina estas transacciones según la etapa del ciclo de vida de cada emprendimiento.

Cuadro N°07 - Cantidad de transacciones y montos invertidos en emprendimientos uruguayos



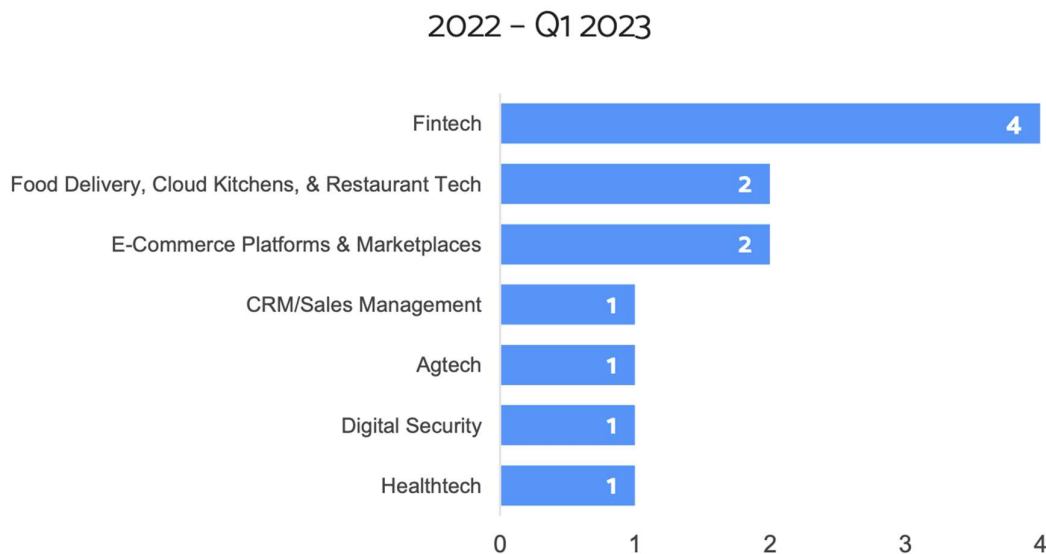
Fuente: URUCAP, 2023.

Del cuadro N°07, se desprende que, del total de las 12 transacciones identificadas, la mayor cantidad de transacciones se dieron para los emprendimientos en las etapas de desarrollo y startup (8 transacciones; *Seed Stage*), estando en segundo lugar los emprendimientos en la etapa de crecimiento temprano (3 transacciones, *Early Stage*) y en último lugar 1 transacción en emprendimientos en etapa de expansión o superior (*Late Stage*).

Por el contrario, cuando se observan las transacciones por el monto involucrado, el orden es el inverso, primero está la inversión en el emprendimiento en *Late Stage* (USD 40 millones), en tanto las inversiones en emprendimientos en *Seed Stage* pasan a ocupar el último lugar (USD 20 millones), manteniéndose las inversiones en emprendimientos en *Early Stage* en el segundo lugar con USD 30 millones.

Por otro lado, cómo se observa en el cuadro N°08, estas transacciones tuvieron como foco la industria del Fintech sin embargo también se invierte en otras industrias como el *E-commerce*, *CRM*, entre otros.

Cuadro N° 08 - Cantidad de transacciones de emprendimientos uruguayos por industria



Fuente: URUCAP, 2023.

4.9.Estado del arte

En esta sección se busca presentar un panorama sobre el estado actual de las investigaciones existentes sobre VC, así como también sobre las principales investigaciones sobre los factores que determinan las decisiones de inversión por parte de los fondos de VC.

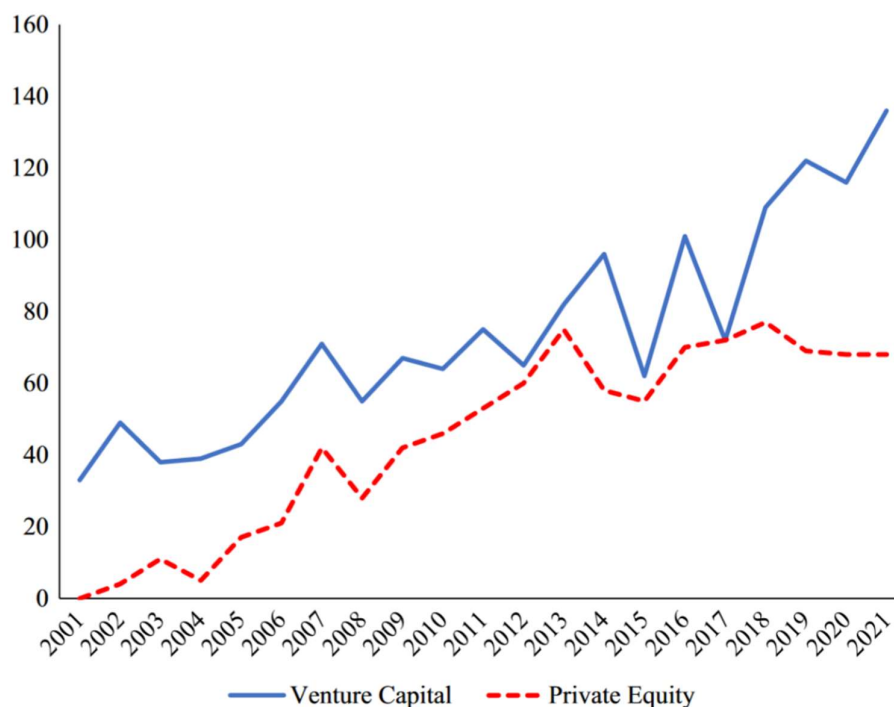
Las investigaciones encontradas refieren a trabajos realizados a nivel mundial y en la región de LATAM, no obstante, no encontraron trabajos de investigación sobre este tema, centrados en el mercado uruguayo.

4.9.1. Situación actual de la investigación

El VC es un campo ampliamente estudiado entre académicos e investigadores sobre emprendedurismo y finanzas. Entre el año 2017 y 2022 los activos gerenciados por medio del capital privado han aumentado un 70% (Cumming, Kumar, Lim y Pandey, 2022).

El cuadro N°09, proveniente de la revisión bibliométrica realizada por Cumming et al. (2022), muestra la cantidad de investigaciones publicadas cada año sobre los temas de VC (Línea azul) y PE (Línea roja punteada).

Cuadro N°09 – Cantidad de publicaciones anuales de VC y PE para el período 2001 a 2021



Fuente: *Cumming et al. (2022)*

Como puede observarse en el cuadro N°09, la investigación en VC y PE ha crecido consistentemente entre los años 2001 y 2021. Si bien, el crecimiento parece ser orgánico, *Cumming et al. (2022)* también afirma que puede apreciarse un crecimiento a partir del año 2008 luego de la crisis económica. Lo que puede ser explicado por un interés por encontrar formas alternativas de financiación (*Cumming et al. 2022*).

Por otra parte, *Cumming et al. (2022)*, identifica varios autores cuyas publicaciones son mayormente citadas y forman parte fundamental del cuerpo de conocimiento sobre el VC como forma de financiamiento. De esta revisión bibliométrica, se desprende el cuadro N°10 que se muestra a continuación y expone una lista no taxativa con las principales fuentes de publicaciones que podemos encontrar sobre VC.

Cuadro N°10 – Lista no taxativa de las principales publicaciones sobre VC

Autor	Universidad	País	Publicaciones	Citaciones
Douglas Cumming	Florida Atlantic University	USA	28	1.531
Mike Wright	Imperial College London	Reino Unido	25	1.923
Collin M. Mason	University of Glasgow	Reino Unido	17	1.019
Markku V.J. Maula	Aalto University	Finlandia	15	882
Richard T. Harrison	University of Edinburgh	Reino Unido	15	655
Armin Schwienbacher	SKEMA Business School	Francia	13	516
Andy Locket	University of Warwick	Reino Unido	12	1.199

Fuente: Adaptado de Cumming *et al.* (2022)

Desde un punto de vista geográfico, al año 2021 el 48,83% de las investigaciones se centraron en estudios que comprenden únicamente un país. Por otra parte, se observa una concentración de estudios en Estados Unidos, Europa y China (Cumming *et al.*, 2022).

La metodología empleada por estos estudios se centra en trabajos empíricos y esta tendencia ha aumentado consistentemente entre los años 2001 a 2021 hasta alcanzar un 79.10% de los estudios que son llevados a cabo por esta metodología (Cumming *et al.*, 2022). Se puede apreciar el porcentaje de estudios por metodología en el cuadro N°11 que se presenta a continuación.

Cuadro N°11 – Porcentaje de estudios por metodología de investigación

Estudio	2001-2006	2007-2011	2012-2016	2017-2021	Total
Empírico	61,09%	70,84%	78,33%	79,10%	74,06%
Conceptual	21,40%	17,77%	12,32%	11,53%	14,71%
Analítico	5,06%	2,71%	1,72%	2,88%	2,90%
Revisión	3,11%	2,71%	1,72%	3,60%	2,84%
Mixto	4,67%	2,71%	4,19%	1,80%	3,10%
No reportado	4,67%	3,61%	1,72%	1,08%	2,39%

Fuente: Adaptado de Cumming *et al.* (2022)

A continuación, el cuadro N°12, muestra el porcentaje de publicaciones sobre VC por país para cada período. Se destaca la baja participación de países

pertenecientes al continente de Latinoamérica mostrando una posible falta de investigación sobre VC en este territorio.

Cuadro N°12 – Porcentaje de estudios publicados por país

Pais de Publicación	2001-2006	2007-2011	2012-2016	2017-2021	Total
USA	21,79%	23,19%	24,38%	23,78%	23,48%
China	0,78%	1,81%	4,93%	12,61%	6,32%
Reino Unido	3,11%	2,41%	2,96%	2,16%	2,58%
Alemania	4,67%	3,61%	1,48%	1,08%	2,32%
Canada	2,33%	1,20%	1,23%	0,90%	1,29%
España	0,00%	0,60%	2,22%	0,72%	0,97%
Suecia	1,17%	1,20%	0,74%	0,72%	0,90%
India	1,95%	0,30%	0,49%	0,9%	0,84%
Japon	1,17%	0,00%	0,74%	0,72%	0,65%
Australia	1,17%	1,20%	0,00%	0,36%	0,58%
Israel	0,78%	0,90%	0,74%	0,18%	0,58%
Italia	0,00%	1,20%	0,00%	0,90%	0,58%
Belgica	0,39%	0,30%	0,99%	1,80%	0,45%
Polonia	0,78%	0,60%	0,49%	0,00%	0,39%
Corea del Sur	0,39%	0,90%	1,23%	0,72%	0,84%
Singapur	0,78%	0,30%	0,25%	0,18%	0,32%
Francia	0,39%	0,00%	0,49%	0,18%	0,26%
Países Bajos	0,00%	0,00%	0,49%	0,36%	0,26%
Taiwan	0,39%	0,90%	0,00%	0,00%	0,26%
Chile	0,00%	0,30%	0,25%	0,18%	0,19%
Portugal	0,00%	0,00%	0,49%	0,18%	0,19%
Sudafrica	0,00%	0,30%	0,25%	0,18%	0,19%
Irlanda	0,39%	0,00%	0,00%	0,18%	0,13%
Bangladesh	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Brasil	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%
Republica Checa	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Inglaterra	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%
Hong Kong	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%
Indonesia	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Jordania	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Latvia	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%
Lituania	0,00%	0,30%	0,00%	0,00%	0,60%
Malasia	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Mexico	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%
Nicaragua	0,00%	0,30%	0,00%	0,00%	0,60%
Noruega	0,00%	0,30%	0,00%	0,00%	0,60%
Serbia	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%
Suiza	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Tanzania	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Uganda	0,00%	0,00%	0,00%	0,18%	0,60%
Ucrania	0,00%	0,00%	0,25%	0,00%	0,60%

Fuente: Adaptado de Cumming *et al.* (2022)

Cumming *et al.* (2022) también detalla las cinco temáticas mayormente investigadas sobre VC siendo éstas las siguientes:

1. Adopción de VC y proceso de financiamiento – Este tema trata sobre: El efecto que el VC tiene sobre el rendimiento de las empresas en las que invierten y como se construye valor a través de sus redes de contactos.
2. Rol del VC en los negocios – Se centra en el rol que los fondos de VC juegan en las empresas en las que invierten y en particular centrándose en el crecimiento de las empresas a través del valor que los fondos de VCles aportan.
3. Gobernanza del VC – Como se estructuran y manejan los fondos de VC. Este conjunto de temas trata principalmente sobre los procesos internos de los VC como por ejemplo el monitoreo de las inversiones.
4. Sindicación del VC – Como los fondos de VC cooperan entre ellos para invertir en distintos emprendimientos y como esto afecta el valor agregado de sus inversiones.
5. VC y la creación de organizaciones públicas – El rol de los fondos de VC en el surgimiento de nuevas salidas al mercado público por parte de las empresas en las que invierten.

Cumming *et al.* (2022), a su vez nos revela las principales y futuras temáticas de investigación que se abren en:

1. VC e inversión sustentable – Explorar el rol e impacto que puede tener la inversión de VC en el desarrollo sustentable y economía circular en línea con los objetivos de desarrollo sostenible.
2. *Fintech* y *crowdfunding* – Surgimiento de las tecnologías de las finanzas como la financiación de proyectos directamente por el público en general “*crowdfunding*”, *Blockchain* y otras tecnologías que cambian la forma y comportamiento de las finanzas.
3. Estrategias de inversión – Cuáles son los aspectos que los fondos de VC encuentran atractivos en un emprendimiento, como se evalúan las inversiones.

4. VC e innovación – Rol de las firmas de VC en el surgimiento de tecnologías disruptivas e innovadoras.
5. Finanzas y emprendedurismo – Papel que juega la distancia geográfica en las inversiones, valuación de inversiones.
6. VC y salidas al mercado – Este tema puede centrarse en como los VC pueden influenciar la salida al mercado de los emprendimientos y por qué las salidas al mercado público parecen ser más exitosa en algunos países y no en otros.
7. Determinantes y criterios para de la inversión de un VC – Este tema trata sobre los factores de un emprendimiento que pueden ser de interés para los VC. Incluidas las externalidades del proyecto.

La presente investigación se centra sobre este último punto.

4.9.2. Investigación sobre criterios de decisión y revisión bibliográfica

Según Zacharakis *et al.* (2007) la mayoría de las investigaciones sobre actividades de preinversión realizadas por los VC se centran en los criterios que los mismos utilizan para seleccionar sus inversiones. Distinguen diversas etapas en la investigación sobre los criterios de selección de inversiones por parte de los VC. Una etapa inicial en las que los investigadores se centraron en la creación de listas de criterios obtenidos a través de observaciones empíricas, como ser las investigaciones de: Tyebjee y Bruno (1984); Macmillan *et al.* (1985); Macmillan *et al.* (1987); Zacharakis y Shepherd (2005).

Trabajos posteriores, como los de Hall y Hoffer (1993) utilizaron otras metodologías, como el análisis verbal y conjunto para capturar estos criterios (Zacharakis *et al.*, 2007).

A continuación, se detallan las investigaciones sobre los criterios de selección de inversiones por parte de los VC que hemos identificado en la revisión bibliográfica realizada. A su vez, en el cuadro N°13, se presenta un resumen de los criterios de selección identificados en cada trabajo de investigación mencionado.

Cuadro N°13 – Resumen de criterios de selección por autor

# Criterio	Tyebjee y Bruno, 1984	Macmillan, 1985	Macmillan, 1987	Hall y Hoffer, 1993	Muzyka et al, 1996	Shepherd, 1999	Mason y Star, 2004	Gompers et al, 2016	Block et al, 2019
1	Atractivo del Mercado	Riesgo de perder la inversión por completo	Calificación del equipo gerencial	Ajuste a la tesis de inversión	Situación Financiera	"Timing" de la entrada	Equipo gerencial/ emprendedor	Equipo gerencial	Redituabilidad
2	Diferenciación del Producto	Riesgo de no salir de la inversión	Experiencia del equipo gerencial	Características de la propuesta	Producto-Mercado	Estabilidad de factores claves para el éxito	Estrategia	Modelo de Negocio	Crecimiento del Ingreso
3	Capacidades del equipo gerencial	Riesgo no lograr implementar la idea	Viabilidad del proyecto	Calidad del equipo emprendedor	Stratégico-competitivo	Capacidad educativa	Operaciones	Producto	Historial del equipo gerencial
4	Resistencia a las amenazas del entorno	Riesgo competitivo	Riesgo de ataque de la competencia	Características del modelo de negocio	Ajuste con el fondo	Tiempo de liderazgo	Producto/ servicio	Mercado	Reputación de los inversores actuales
5	Potencial de salida	Riesgo de fallo del equipo gerencial	Psobilidad de salida de la inversión	Perspectivas del mercado	Equipo gerencial	Capacidad de la competencia	Mercado	Industria	Modelo de Negocio
6		Riesgo de fallo de liderazgo		Estrategia del negocio	Competencias del equipo gerencial	Mimetismo	Compatibilidad con el Inversor	Valuación	Valor agregado del producto o Servicio
7					Características del trato	Alcance del proyecto	Plan de Negocios	Habilidad para Agregar Valor	Escalabilidad Internacional
8						Competencias relacionadas a la industria	Otros	Compatibilidad	

Fuente: Elaboración propia

4.9.3. Tyebjee y Bruno (1984)

Tyebjee y Bruno (1984) realizaron una investigación recopilando información empírica sobre 90 oportunidades de inversión por medio de un cuestionario que medía 23 características que evaluaban el potencial de cada inversión: habilidades de *management*, habilidades de marketing, habilidades financieras, referencias del emprendedor, habilidades técnicas, margen de ganancias, singularidad del producto, potencial de patentar el producto, disponibilidad de materias primas, capacidades de producción, acceso a mercados, necesidad del producto, tamaño del mercado, potencial de crecimiento del mercado, libertad de regulaciones, protección frente a la entrada de competencia, resistencia a ciclos económicos, protección frente a obsolescencia, protección frente a riesgo de "Down-Side", oportunidades de salida, potencial de realizar una fusión o adquisición, cobertura frente a inversiones actuales, beneficios fiscales.

De estas características surgen cinco dimensiones o criterios de decisión: 1) Atractivo del mercado, 2) Diferenciación del producto, 3) Capacidad del *management*, 4) Resistencia a las amenazas del ambiente, 5) Potencial de salida

Atractivo de– mercado – “depende del tamaño, crecimiento y accesibilidad del del mercado y de la existencia de la necesidad del mercado”

Diferenciación del producto – es la capacidad del emprendimiento de crear un producto difícil de copiar por la competencia y de generar un amplio margen de ganancias

Capacidades de *management* - hace referencia a las habilidades del equipo emprendedor o de gestión para llevar adelante el emprendimiento

Resistencia a las amenazas de ambiente – es la resiliencia del emprendimiento a efectos o presiones que escapan al control de la empresa

Potencial de salida – es la seguridad que el inversor VC tiene sobre la probabilidad de lograr realizar una salida de la inversión en tiempo y forma

De estas cinco dimensiones, los autores encontraron que el principal aspecto que evalúan los VC son las capacidades del equipo de *management* seguido por la resistencia a los riesgos ambientales.

4.9.4. Macmillan *et al.* (1985)

El estudio de Macmillan *et al.* (1985) comprende en administrar un cuestionario a 100 inversores de VC con el fin de determinar los criterios que utilizan para seleccionar sus inversiones.

Esta investigación revela seis factores que determinarían el riesgo percibido por los VC sobre las inversiones que evalúan: 1) Riesgo de perder la inversión completa, 2) Riesgo de no lograr salir de la inversión si fuera necesario, 3) Riesgo de no lograr implementar la idea, 4) Riesgo competitivo, 5) Riesgo de fallo del *management*, 6) Riesgo de fallo del liderazgo.

La metodología seguida en esta investigación fue entrevistar a 14 VC en Nueva York con el fin de determinar qué criterios se usan para determinar las inversiones. A partir de estas entrevistas, encontró 27 criterios de inversión los que finalmente fueron agrupados dentro de los criterios mencionados anteriormente.

Este trabajo, por último, concluye como aspecto fundamental la confirmación con investigaciones anteriores sobre la importancia que se le otorga mayormente a las características del emprendedor a la hora de evaluar las oportunidades de

inversión. Por último, cierra con la pregunta de si las características del emprendedor tienen un papel tan preponderante a la hora de explicar las decisiones de inversión, por qué también se menciona tanto al plan de negocios y sin embargo se lo considera como algo secundario. Esto en parte, según Macmillan *et al.* (1985), es debido a que el plan de negocios debe ser estudiado y se convierte en un factor necesario, pero no suficiente para determinar la potencialidad de inversión por parte de un VC.

4.9.5. Macmillan *et al.* (1987)

Esta investigación fue realizada por Macmillan, como una continuación de su investigación hecha en conjunto con Siegel, Subba y Narasimha (1985). Se centró en que los VC asignen puntos a emprendimientos distintos durante entrevistas estructuradas. Unos que fueron muy exitosos y otros que fue muy poco exitosos utilizando 25 criterios de selección (Macmillan *et al.*, 1987).

Posteriormente, los autores realizaron un análisis de *clústeres* que revelan tres grupos de emprendimientos poco exitosos y cuatro grupos de emprendimientos exitosos.

A su vez, los autores realizaron un análisis de 150 emprendimientos en los que fueron hallados 5 criterios por los que los proyectos fueron evaluados y que mitigan los riesgos del emprendimiento: 1) Calificación del equipo de *management*, 2) Experiencia del equipo de *management*, 3) Viabilidad del proyecto, 4) Exposición a ataque de la competencia antes de que la inversión pueda ser recuperada, 5) Posibilidad de salida de la inversión.

Según los propios autores, sus conclusiones de este estudio son similares a las encontradas por Tyebjee y Bruno en 1984, especialmente en los criterios 2, 4 y 5.

4.9.6. Hall y Hoffer, (1993)

Este estudio intenta develar los criterios que utilizan los VC para seleccionar sus inversiones a través de protocolos verbales en entrevistas semiestructuradas (Hall y Hoffer, 1993). La investigación de Hall y Hoffer a su vez, intenta evitar debilidades que percibe en los estudios anteriores (como por ejemplo los de Tyebjee y Bruno 1984, o Macmillan *et al.* (1985) y Macmillan *et al.* (1987) por sesgos a la hora de responder

El equipo se reunió con cuatro firmas de VC y les proveyeron con casos de empresas para que evaluaran en voz alta a medida que revisaban la información de cada uno

En primer lugar, de 10 propuestas de inversión, solo una avanzó a la etapa posterior al “screening” hecho por las firmas, siendo la mayoría de ellos rechazados en esta etapa por no ajustarse a las políticas de inversión de los fondos (“tesis de inversión”)

Los autores encuentran como algo sorprendente el hecho de que, si bien la calidad del equipo de *management* o emprendedor es evaluada por todos los inversores, este factor no parece haber jugado un papel determinante a la hora de seleccionar una inversión, contrario a lo que tradicionalmente han sostenido otras investigaciones anteriores

Este estudio, encontró seis categorías de criterios de inversión: 1) Ajuste a la tesis de inversión, 2) Características de la propuesta, 3) Calidad del equipo emprendedor, 4) Características del modelo de negocio, 5) Perspectivas del mercado, 6) Estrategia del negocio.

4.9.7. Muzyka *et al.* (1996)

Esta investigación se llevó a cabo en Europa, enviándole un cuestionario con opciones de respuesta múltiples, a 73 fondos de VC. El estudio logró identificar 35 criterios de inversión utilizados por estos fondos. Posteriormente un análisis conjunto determinó un ranking relativo de los mismos

Este estudio, encontró siete categorías de criterios de inversión: 1) Criterios financieros, que abarcan el tiempo que lleva recuperar la inversión, expectativas

de salida de la inversión y retorno esperado. 2) Producto-Mercado que abarca el tamaño del mercado, estacionalidad, sensibilidad a cambios y ciclos económicos, perspectivas del mercado. 3) Estrategia, comprendiendo la facilidad de entrada al mercado, capacidad de crear barreras de entrada, naturaleza y grado de competencia. 4) Criterios del fondo, como por ejemplo, que el negocio cumpla con las políticas de inversión, encaje con el portafolios existente, habilidad de los inversores de influenciar las decisiones del emprendimiento. 5) Criterios del equipo de *management*, Potencial de liderazgo del equipo de *management*, experiencia en la industria, experiencia previa del emprendedor. 6) Criterios sobre la competencia del equipo de *management*, que comprende habilidades de marketing, capacidades organizativas, capacidades financieras. 7) Criterios del trato, como por ejemplo, etapa de la inversión requerida, número y naturaleza de inversores actuales, habilidad para syndicar el trato (Muzyka *et al.*, 1996).

4.9.8. Shepherd, (1999)

El estudio parte desde la base de que existen sesgos en la información autoreportada y que es posible que los VC no entiendan cabalmente sus propios criterios de inversión y utiliza análisis conjunto para mitigar los sesgos y dilucidar los criterios de inversión usados por los VC (Shepherd, 1999).

El autor utiliza 8 criterios para evaluar las inversiones: 1) "Timing" de la entrada, 2) Estabilidad de los factores claves para el éxito, 3) Capacidad educativa, 4) Tiempo en liderazgo, 5) Rivalidad de la competencia, 6) Mimetismo (*mimicry entry-wedge*) o capacidad de los competidores de copiar el producto/servicio, 7) Alcance del proyecto, 8) Conocimiento de la industria

De este estudio participaron 66 VC individuales representando 47 firmas de VC australianas y entre sus conclusiones se encuentra que, a pesar de que los VC dicen encontrar a los 8 factores como iguales en importancia el estudio demuestra que en realidad hay mayor importancia relativa de algunos que de otros.

Los factores relacionados con la industria fueron los más significativos a la hora de determinar las inversiones. Mientras que otros factores como la estabilidad de los factores claves para el éxito, mimetismo de barreras de entrada y tiempo de liderazgo juegan roles menores a la hora de seleccionar una inversión.

4.9.9. Mason y Stark, (2004)

Esta investigación utiliza análisis de protocolos verbales, que, según los autores, fueron utilizados con éxito en investigaciones anteriores como las de Hall y Hoffer (1993), Zacharakis y Meyers (1995).

El autor afirma en base a otras investigaciones que el proceso de selección de una inversión consiste en un proceso multietapa comprendido por: 1) "Screening" inicial, 2) Investigación detallada y negociación, 3) Construcción del trato. Por lo que en este estudio el énfasis también se hace en el "screening" del trato

A diferencia de otros estudios previos, los autores, encuentran en este estudio también diferencias fundamentales entre los criterios empleados por los Inversores Ángeles y los VC. Los primeros son más propensos a darle más importancia al equipo emprendedor o de *management*, mientras que los fondos de VC suelen prestarle mayor importancia relativa a los aspectos que comprenden al mercado y la parte financiera.

De esta forma los criterios encontrados en esta investigación son: 1) Emprendedor, 2) Estrategia, 3) Operaciones, 4) Producto, 5) Mercado, 6) Compatibilidad con el inversor, 7) Plan de negocios, 8) otros.

4.9.10. Gompers et al. (2016)

Este trabajo de investigación evaluó 855 VC institucionales de 681 firmas para determinar cómo toman sus decisiones a través de ocho áreas: origen del trato, selección de inversión, valuación, estructura del trato, actividades de post inversión, salida de la inversión, organización interna de las firmas y por último relacionamiento con los LP.

Los autores, afirman que los resultados de este trabajo muestran que los fondos de VC reciben cientos de potenciales tratos para evaluar y por lo tanto deben reducir este número considerablemente para que sea manejable.

La metodología de investigación consistió en consultar directamente a los fondos de VC sobre cómo eligen las empresas en las que invierten. Los datos obtenidos revelan que el equipo de *management* o emprendedor consiste en el factor más

importante. Siendo los otros: el modelo de negocio, producto, Mercado, Industria, valuación, habilidad para agregar valor y compatibilidad.

Este estudio, encontró ocho categorías de criterios de inversión: 1) Equipo gerencial, 2) Modelo de negocio, 3) Producto, 4) Mercado, 5) Industria, 6) Valuación, 7) Habilidad para agregar valor, 8) Compatibilidad.

4.9.11. Block *et al.* (2019)

Este estudio empleó un análisis conjunto experimental con 749 inversores dentro del sector de PE distinguiendo entre los distintos actores (VC, Inversores Ángeles, *Leveraged Buy Out*).

Los distintos actores dentro de lo que se conoce como PE mantienen diferentes criterios para seleccionar sus inversiones. Al contrario del resto de los actores de PE, los fondos de VC tienen como característica propia prestarle particular atención al equipo fundador, características del negocio y potencial para el crecimiento.

El estudio también concluye que las firmas de VC prefieren invertir mayormente en etapas tempranas de la vida de las empresas y en menor medida en etapas más avanzadas.

Por último, el trabajo concluye, a diferencia de otras investigaciones anteriores, que los criterios de selección de inversiones en orden de importancia relativa son los siguientes: 1) Redituabilidad, 2) Crecimiento de los ingresos, 3) Historial del equipo de *management*, 4) Reputación de los inversores actuales, 5) Modelo de negocio, 6) Valor agregado del producto o servicio, 7) Escalabilidad internacional.

VI. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

1. Justificación de la metodología a utilizar

Al momento de definir que metodología se va a utilizar para la realización de esta investigación, se tuvieron en cuenta tres clasificaciones posibles a aplicar para cumplir con los objetivos de la misma: cuantitativa, cualitativa y mixta

El enfoque cuantitativo según definen Hernández Sampieri, Fernández Collado, y Baptista Lucio (2014) es secuencial y probatorio. Cada etapa precede a la siguiente y no podemos “brincar o eludir” pasos. Parte de una idea, que va acotándose y, una vez delimitada, se derivan objetivos y preguntas de investigación, se revisa la literatura y se construye un marco o una perspectiva teórica. De las preguntas se establecen hipótesis y determinan variables; se desarrolla un plan para probarlas (diseño); se miden las variables en un determinado contexto; se analizan las mediciones obtenidas (con frecuencia utilizando métodos estadísticos), y se establece una serie de conclusiones respecto de la(s) hipótesis.

Por otro lado, según Hernández Sampieri *et al.* (2014) el enfoque cualitativo también se guía por áreas o temas significativos de investigación. Sin embargo, en lugar de que la claridad sobre las preguntas de investigación e hipótesis preceda a la recolección y el análisis de los datos (como en la mayoría de los estudios cuantitativos), los estudios cualitativos pueden desarrollar preguntas e hipótesis antes, durante o después de la recolección y el análisis de los datos. Con frecuencia, estas actividades sirven, primero, para descubrir cuales son las preguntas de investigación más importantes, y después, para refinarlas y responderlas. La acción indagatoria se mueve de manera dinámica en ambos sentidos: entre los hechos y su interpretación, y resulta un proceso más bien “circular” y no siempre la secuencia es la misma, varía de acuerdo con cada estudio en particular.

Para Stake (1995) “el objetivo de la investigación cualitativa es la comprensión, centrando la indagación en los hechos, mientras que la investigación cuantitativa fundamentará su búsqueda en las causas, persiguiendo el control y la explicación”

Si bien ambas metodologías emplean procesos cuidadosos, metódicos y empíricos para generar conocimiento y utilizan, en términos generales, cinco fases similares (Grinnell, 1997):

- Llevan a cabo la observación y evaluación de fenómenos
- Establecen suposiciones o ideas como consecuencia de la observación y evaluaciones realizadas
- Demuestran el grado en que las suposiciones o ideas tienen fundamento
- Revisan tales suposiciones o ideas sobre la base de las pruebas o del análisis
- Proponen nuevas observaciones y evaluaciones para esclarecer, modificar y fundamentar las suposiciones e ideas; o incluso para generar otras

También presentan algunas diferencias fundamentales. Mientras que el enfoque cuantitativo utiliza la recolección de datos para probar hipótesis, utilizando mayoritariamente mediciones numéricas y análisis estadísticos, el enfoque cualitativo realiza la recolección de datos sin medición numérica para descubrir o modificar las preguntas de investigación.

Por otro lado, el método mixto según definen Hernández Sampieri y Mendoza (2020) representan un conjunto de procesos sistemáticos, empíricos y críticos de investigación e implican la recolección y el análisis de datos cuantitativos y cualitativos, así como su integración y discusión conjunta, para realizar inferencias producto de toda la información recabada (metainferencias) y lograr un mayor entendimiento del fenómeno bajo estudio

Una vez definidas las distintas metodologías, y dado que el propósito de esta investigación es generar conocimiento a través de la recolección de información descriptiva, a raíz de los participantes de esta investigación y sus vivencias, con el fin de validar o no las proposiciones que surgen del marco teórico, se opta por utilizar el método cualitativo.

A su vez, y dentro de lo que es la metodología cualitativa, existen diversos diseños de investigación. Diseño de la investigación se le denomina al abordaje

general que se utilizará en el proceso de investigación. Según Hernández Sampieri *et al.*, (2014) el diseño, al igual que la muestra, la recolección de los datos y el análisis, va surgiendo desde el planteamiento del problema hasta la inmersión inicial y el trabajo de campo y, desde luego, va sufriendo modificaciones.

Si bien existen varios autores que han realizado investigaciones acerca de diseño de investigación, como ser Mertens (2005), Wiersma y Jurs (2008) y Creswell (2009) para este trabajo tomaremos las de Hernández Sampieri *et al.* (2014).

Diseño de Teoría Fundamentada:

Según Hernández Sampieri *et al.* (2014) “El diseño de teoría fundamentada utiliza un procedimiento sistemático cualitativo para generar una teoría que explique en un nivel conceptual una acción, una interacción o un área específica”

“El planteamiento básico del diseño de la teoría fundamentada es que las proposiciones teóricas surgen de los datos obtenidos en la investigación, más que de los estudios previos. Es el procedimiento el que genera el entendimiento de un fenómeno.” (Hernández Sampieri *et al.*, 2014)

Diseños Etnográficos:

Según Hernández Sampieri *et al.* (2014), estos diseños “Pretenden describir y analizar ideas, creencias, significados, conocimientos y prácticas de grupos, culturas y comunidades”. Según Creswell (2009) “implica la descripción e interpretación profundas de un grupo, sistema social o cultural”.

Diseños Narrativos:

“En los diseños narrativos el investigador recolecta datos sobre las historias de vida y experiencias de ciertas personas para describirlas y analizarlas. Resultan de interés los individuos en sí mismos y su entorno, incluyendo, desde luego, a otras personas.” (Hernández Sampieri *et al.*, 2014)

Diseños Fenomenológicos:

“Se enfocan en las experiencias individuales subjetivas de los participantes. Bogdan y Biklen (2003), se pretende reconocer las percepciones de las personas y el significado de un fenómeno o experiencia.” (Hernández Sampieri et al., 2014)

Diseños de Investigación- Acción:

“Su propósito fundamental se centra en aportar información que guíe la toma de decisiones para programas, procesos y reformas estructurales. La finalidad de la investigación-acción es resolver problemas cotidianos e inmediatos (Álvarez-Gayou, 2003; Merriam, 2009) y mejorar prácticas concretas.” (Hernández Sampieri et al., 2014)

Es importante destacar también, que, según Hernández Sampieri *et al.* (2014), estos diseños no tienen fronteras claras delimitadas, sino que cada uno toma algunos aspectos de otros. Lo que los diferencia principalmente es el marco de referencia, lo que cada tipo pretende lograr y el producto resultante al final del estudio.

Dicho esto, para este estudio se tomará como base el diseño de investigación fenomenológico, aunque sin descartar aspectos de los demás que se consideren relevantes para la investigación.

2. Diseño del proceso de investigación

Existen diversas formas de recolección de datos para las investigaciones cualitativas. Las principales según Hernández Sampieri *et al.* (2014) son observación, entrevistas, documentos, registros y artefactos, grupos de enfoque, bibliografías e historias de vida y anotaciones y bitácoras de campo.

Observación:

Hernández Sampieri *et al.* (2014) lo definen como “no es mera contemplación (“sentarse a ver el mundo y tomar notas”); implica adentrarnos en profundidad a situaciones sociales y mantener un papel activo, así como una reflexión permanente. Estar atento a los detalles, sucesos, eventos e interacciones.”

El observador tiene un papel muy activo en la indagación cualitativa, y puede adquirir varios roles durante la investigación con diferentes niveles de participación (desde la no participación a la participación completa).

A su vez, Mertens (2005) recomienda contar con varios observadores para evitar sesgos personales y tener distintas perspectivas.

Entrevistas:

Según Hernández Sampieri *et al.* (2014) se define como una reunión para conversar e intercambiar información entre una persona (el entrevistador) y otra (el entrevistado) u otras (entrevistados). A su vez, según Unrau, Gabor & Grinnell (2007), “Las entrevistas se dividen en estructuradas, semiestructuradas o no estructuradas, o abiertas”.

Las entrevistas estructuradas, el entrevistador realiza su labor tomando como base una guía de preguntas específicas y se sujeta exclusivamente a ésta. Esta guía detalla las preguntas y el orden en el que serán realizadas, y el investigador no se sale de lo determinado por esta (Hernández Sampieri *et al.*, 2014).

Las entrevistas semiestructuradas, toman como base una guía de preguntas o temas a tratar, pero a diferencia de las estructuradas el entrevistador tiene libertad para introducir preguntas adicionales o modificar el orden con el fin de obtener más información sobre los temas investigados (Hernández Sampieri *et al.*, 2014).

“Las entrevistas abiertas se fundamentan en una guía general de contenido y el entrevistador posee toda la flexibilidad para manejarla (él o ella es quien maneja el ritmo, la estructura y el contenido).” (Hernández Sampieri *et al.*, 2014).

Documentos, registros y artefactos:

Esta herramienta es muy amplia y consiste en diversas fuentes de información. Cada investigador determinará que es relevante para su investigación. Algunos de las fuentes son documentos escritos, materiales audiovisuales, artículos de prensa, registros en archivos públicos, entre otros.

Grupos de enfoque:

Hernández Sampieri *et al.* (2014) los definen como “reuniones de grupos pequeños o medianos (tres a 10 personas), en las cuales los participantes conversan en torno a uno o varios temas en un ambiente relajado e informal, bajo la conducción de un especialista en dinámicas grupales.”

Biografías e historias de vida:

Estas herramientas son muy útiles cuando se busca entender el comportamiento, razonamiento y proceder de un grupo o individuo. El investigador busca obtener información relevante de la visión de los grupos o individuos sobre los acontecimientos de su vida y sobre ellos mismos (Hernández Sampieri *et al.*, 2014).

Anotaciones y bitácora de campo:

Las anotaciones y bitácoras de campo según Hernández Sampieri *et al.* (2014) “tienen la función de documentar el procedimiento de análisis y las propias reacciones del investigador al proceso. Resulta ser un instrumento invaluable para la validez y confiabilidad del análisis”

Al momento de elegir y diseñar el o los instrumentos de recolección de los datos más adecuados para lograr el objetivo del estudio, es necesario hacer una reflexión acerca de las ventajas y desventajas de cada uno; en otras palabras, la selección del estilo de investigación para un proyecto en particular depende del planteamiento del estudio, los objetivos específicos de análisis, el nivel de intervención del investigador, los recursos disponibles y el tiempo (Hernández Sampieri *et al.*, 2014).

A su vez, en el marco de lo que Hernández Sampieri *et al.* (2014) definen como triangulación de datos, es importante que las investigaciones utilicen distintas fuentes de y métodos de investigación ya que brinda mayor amplitud y riqueza a los datos obtenidos.

Considerando lo anterior y en el marco de esta investigación, se utilizaron los siguientes métodos:

Observación: Esta herramienta es fundamental en un análisis cuantitativo y será utilizada durante toda la investigación, especialmente en conjunto con las entrevistas.

Entrevistas: Durante esta investigación se desarrollaron 13 entrevistas en profundidad del tipo semiestructuradas, partiendo de un formulario de preguntas guía, pero con total libertad por parte de quienes las realizaron las entrevistas de agregar preguntas adicionales que consideren relevantes.

Documentos, registros y artefactos: Durante la investigación se utilizaron artículos de prensa, entrevistas realizadas por terceros anteriormente, artículos de investigación de terceros, información pública, entre otras fuentes.

Respecto a la muestra, Hernández Sampieri *et al.* (2014) sostienen que en los estudios cualitativos el tamaño de muestra no es importante desde una perspectiva probabilística, pues el interés del investigador no es generalizar los resultados de su estudio a una población más amplia. Lo que se busca en la indagación cualitativa es profundidad.

Por lo general son tres los factores que intervienen para “determinar” (sugerir) el número de casos:

1. Capacidad operativa de recolección y análisis (el número de casos que podemos manejar de manera realista y de acuerdo con los recursos que dispongamos)
2. El entendimiento del fenómeno (el número de casos que nos permitan responder a las preguntas de investigación)
3. La naturaleza del fenómeno bajo análisis (si los casos son frecuentes y accesibles o no, si el recolectar información sobre éstos lleva relativamente poco o mucho tiempo)

De todas formas y a modo de referencia los autores sostienen que para el caso de entrevistas en profundidad un mínimo de entrevistas sea de 6 a 10 casos.

Cuadro N°14 - Tamaños mínimos de casos sugeridos

Tipo de Estudio	Tamaño mínimo de casos sugeridos
Etnográfico, teoría fundamentada, entrevistas, observaciones	30 a 50 casos
Historia de vida familiar	Toda la familia, cada miembro es un caso
Biografía	El sujeto de estudio (si vive) y el mayor número de personas vinculadas a él, incluyendo críticos.
Estudio de casos en profundidad	6 a 10 casos
Estudio de caso	Uno a varios casos
Grupos de enfoque	Siete a 10 casos por grupo, cuatro grupos por cierto tipo de población

Fuente: Elaboración propia adaptada de Hernández Sampieri *et al.* (2014)

A su vez, los autores sostienen que en la indagación cualitativa el tamaño de casos no se fija a priori (previamente a la recolección de los datos), sino que se establece un tipo de unidad de análisis y a veces se perfila un número relativamente aproximado de casos, pero el número final de estos se conoce cuando las unidades que van adicionando no aportan información o datos novedosos.

3. Proposiciones

El objetivo de esta investigación es contribuir al ecosistema emprendedor uruguayo, con el fin de brindarle una visión global a los emprendedores, de los criterios que siguen las empresas de VC activas en Uruguay a la hora de seleccionar sus inversiones en el país. A su vez, aportar a los VC una visión global de los criterios que utilizan sus pares y las ponderaciones de cada uno de estos.

Al respecto, los términos “proposición” e “hipótesis” se refieren a la formulación de una posible respuesta a una pregunta científica específica. En particular, una proposición se ocupa de la conexión entre dos conceptos existentes. La principal diferencia entre los dos términos es que una hipótesis debe ser comprobable y medible, mientras que una proposición trata con conceptos puros para los que actualmente no se dispone de pruebas de laboratorio.

Para esta investigación, al tratarse de una metodología cualitativa, se busca validar o no, las siguientes proposiciones:

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

VII. INVESTIGACIÓN

1. Criterio de selección de entrevistados

Con el fin de validar las proposiciones planteadas, esta investigación se basó en obtener las opiniones y experiencia de VC que participen o hayan participado dentro del ecosistema de VC en Uruguay.

Se busca contrastar las proposiciones desde la perspectiva de los inversores, así como también de otros referentes y actores de este ecosistema.

El criterio para seleccionar los fondos y actores a entrevistar consistió en obtener la opinión de los fondos de VC de origen uruguayo y de otros fondos de VC otro origen pero que tengan o hayan tenido presencia en este mercado. Para esta selección se tomó como referencia los socios de capital privado de URUCAP, considerados tanto como socios activos o socios fundadores.

Las entrevistas realizadas fueron gestionadas mediante contacto directo con los referentes de cada VC a través de la información de contacto publicada en el directorio de contactos de URUCAP. Pudiendo generar una entrevista para todos los casos que obtuvimos respuesta.

Para esta investigación se contó con las opiniones de referentes de las siguientes firmas VC: IC Ventures, Mr. Pink, Cencosud, Zonda Capital, Tokai Ventures, Thales Lab, Newlab, GridX e Impacta VC. Por otro parte, se contó con las opiniones de una referente de URUCAP y del estudio de asesoría Mordeski y Asociados. Si bien no logramos obtener información cuantitativa que brinde una referencia sobre el porcentaje del mercado que representan estos VC en el ecosistema uruguayo (ni a nivel de cantidad de transacciones, ni de montos), sí se obtuvo una validación cualitativa, ya que los propios entrevistados, ante la consulta de a quién nos recomendaban entrevistar, no surgieron nombres por fuera de los finalmente entrevistados.

2. Perfil de las compañías y actores entrevistados

A continuación, presentamos a las compañías y actores entrevistados y en el cuadro N°15 se puede observar un resumen de las características de los mismos

Cuadro N°15 – Resumen de entrevistas realizadas

Entidad	Tipo de Entidad	Origen de los fondos	País de origen	Entrevistado - cargo
Mr. Pink VC	Capital Semilla	Propios	Argentina	Hernán Haro - Socio Director
GridX	Capital Emprendedor	Terceros	Argentina	Matías Peire - Socio Director
Cencosud Ventures	Corporate Venture Capital	Propios	Chile	José Pascual - Socio Director
Impacta VC	Capital Semilla	Terceros	Chile	Stephen Jakter - Socio Director
Newlab	Venture Building	Propios y Terceros	EE.UU.	Fernando de la Fuente - Vicepresidente Latam
IC Ventures	Capital Emprendedor	Propios	Uruguay	Andrés Cerisola - Socio Director Eduardo Mangarelli - Socio Director Alvaro Moré - Socio Director
ThalesLab	Company Building	Propios	Uruguay	Sylvia Chebi - Socia Directora
Zonda Capital	Capital Emprendedor	Terceros	Uruguay	Juan Pablo Garaviglia - Socio Director
Tokai Ventures	Capital Emprendedor	Propios	Uruguay	Mariana Chango - Socia Directora
URUCAP	Asociación Uruguaya de Capital Privado	No aplica	Uruguay	Sara Goldberg - Directora Ejecutiva
Mordezki & Asociados	Network internacional en Gestión y Dirección de Empresas	No aplica	Uruguay	Marcel Mordezki - Managing Director

Fuente: Elaboración propia adaptado de URUCAP

Mr. Pink

Es un fondo de origen argentino, fundado en el año 2021, realiza inversiones utilizando fondos propios en Colombia, Argentina, Perú, Uruguay y Chile.

Como características se encontró que se centra en empresas en etapa de pre-semilla y semilla, focalizándose en las industrias de *EdTech* y *Biotech*. Es importante destacar a su vez que también realiza inversiones en rondas de serie A (se entiende por etapa serie A, a la primera ronda de inversión de un VC en una compañía), pero a empresas en las que ya está invertido a través de *Follow On's* principalmente.

Para este fondo, se entrevistó al Socio Director Hernán Haro.

Página web: <https://mrpink.vc/>

Grid X

Fundado en el año 2016 en Buenos Aires, Argentina, este fondo se define como un Company Builder.

A través de la recolección de fondos de terceros, invierten en empresas en etapas pre-semilla y semilla con un foco muy marcado en *BioTech*.

El modelo que mantienen y por lo que se denominan *Company Builder* es que buscan emprendedores con perfil científico, que tengan una idea y ellos los ayudan a formular la startup, formando un equipo emprendedor y armando el plan de negocios, mediante un proceso que tiene varios meses de duración.

Para este fondo, se entrevistó al Socio Director Matías Peire.

Página web: <https://es.gridexponential.com/>

Cencosud Ventures

Cencosud Ventures es la unidad de VC de Cencosud (Cencosud es una empresa de origen chileno, y es uno de los minoristas más grandes de LATAM, con operaciones en Chile, Estados Unidos, Argentina, Brasil, Colombia y Perú, siendo sus principales unidades de negocio los supermercados, grandes almacenes y tiendas de mejoramiento del hogar).

Como parte del proceso de evolución digital, Cencosud crea Cencosud Ventures, buscando vincularse con emprendedores y startups latinoamericanas de soluciones tecnológicas escalables en el sector de *retail*, dedicándose a crear, financiar y acelerar startups. Su base está en Montevideo, Uruguay y se financia a través de fondos propios.

El foco de su tesis de inversión es el de apoyar a startups tecnológicas, acelerando la evolución digital que Cencosud impulsa en los campos del comercio electrónico, la tecnología financiera, la logística y la cadena de suministro.

Para este fondo, se entrevistó al Socio Director José Pascual.

Página web: <https://www.cencosud.com/cencosud-ventures>

Impacta VC

Este fondo, de origen chileno, fundado en el año 202, tiene como foco invertir en empresas de impacto.

Si bien tienen una tendencia en invertir en las industrias de *EdTech*, *InsurTech* o *Fintech*, se consideran “Agnósticos ya que somos amplios en las industrias que invertimos”.

Tiene como foco la inversión a través de fondos de terceros en la etapa de capital semilla.

Para este fondo, se entrevistó al Socio Director Stephen Jakter.

Página web: <https://www.impacta.vc/>

Newlab

Fundado en el año 2016, este fondo de origen norteamericano cuenta en su portafolio con más de 250 startups de *DeepTech* y con más de 1000 emprendedores de diversas partes del mundo.

Mediante la creación de *SPVs (Special purpose vehicles)*, recaudan tanto fondos de terceros como fondos propios para realizar sus inversiones, principalmente en empresas que estén en las etapas de pre-semilla, semilla y Serie A.

Estas inversiones tienen también como particularidad que están enfocadas al *DeepTech* y *Climate Tech*.

Este fondo tiene como característica, que se consideran a si mismos como una “*innovator venture platform*” ya que previo a invertir, los emprendimientos se instalan físicamente en Newlab y empiezan un proceso de varios meses.

Dentro de este fondo nos entrevistamos con el Vicepresidente en Latinoamérica del fondo: Fernando de la Fuente.

Página web: <https://www.newlab.com/>

IC Ventures

Es un fondo de *Venture Capital* creado en Uruguay en 2014 y su base está en Montevideo.

Realiza inversiones por medio de fondos propios en compañías en etapa semilla y pre serie A, con experiencia de inversión en Uruguay, Argentina y en múltiples países de América Latina y el Caribe, tanto a nivel de del fondo como de cada socio en forma particular.

Su tesis de inversión es la búsqueda permanente de emprendedores con proyectos disruptivos, potencial de rápida escalación y extraordinario foco en la capacidad de ejecución, con emprendimientos en los que la tecnología está en el corazón de la propuesta de valor y representa una oportunidad crítica de transformación para un mercado o industria. Su énfasis es en emprendimientos por emprendimientos B2B, con modelos de ingreso recurrente (SaaS), y en los segmentos de inteligencia artificial (AI) y Fintech.

Para este fondo, se realizaron tres entrevistas individuales con tres Socios Directores: Andrés Cerisola, Eduardo Mangarelli y Alvaro Moré.

Página web: <https://ic-ventures.vc/>

Thales Lab

Es un fondo de *Venture Capital* creado en Uruguay en 2014 con base en Montevideo.

Este fondo realiza inversiones por medio de fondos propios en compañías en etapa semilla y pre-semilla y cuenta con experiencia de inversión en Uruguay, y en múltiples países de América Latina.

Su tesis de inversión está enfocada en la búsqueda de startups o *spin-offs* tecnológicos, con énfasis en industrias como *Fintech*, *BioTech*, *E-commerce*, *B2B* y tecnología en general.

Para este fondo, se entrevistó a la Socia Directora Sylvia Chebi.

Página web: <https://thaleslab.com/>

Zonda Capital

Es un fondo estructurado de origen argentino que opera en América Latina y tiene su principal centro de operaciones en Montevideo, Uruguay.

Es considerado el primer fondo en operar en América Latina que se dedica al sector de *Deep Tech*, energía y clima, invirtiendo en las etapas pre-semilla y semilla.

A partir del año 2024 este fondo cambió su nombre y se reconfiguró en ARCHE Company.

Para este fondo, se entrevistó al Socio Director Juan Pablo Garaviglia.

Página web: <https://www.archecompany.co/>

Tokai Ventures

Es un fondo de *Venture Capital* creado en Uruguay en 2010 y su base está en Montevideo.

Mediante la utilización de fondos propios realiza inversiones por en compañías en etapa semilla y cuenta con experiencia de inversión en Uruguay.

El foco de su tesis de inversión es el de apoyar a startups tecnológicas, acelerando la evolución digital de emprendimientos que se centran principalmente en las industrias de *EdTech*, *Entertainment* y *BioTech*.

Para este fondo, se entrevistó al Socio Director Mariana Chango.

Página web: <https://www.tokaiventures.com/>

URUCAP

“URUCAP es una asociación sin fines de lucro que reúne a firmas de capital de riesgo, semilla, así como inversores ángeles, empresas de diversos rubros y otros actores clave”.

Tiene como propósito “integrar y desarrollar la industria de Capital Privado, Capital de riesgo e inversión semilla, generando más oportunidades para inversores y emprendedores, con el objetivo de generar un impacto positivo.”

Para este fondo, se entrevistó a la Directora Ejecutiva Sara Goldberg.

Página web: <https://urucap.org/>

Mordezki y Asociados

Este estudio de asesores se autodenomina como un *Network* Internacional de expertos en gestión y dirección de empresas de base tecnológica en América Latina

Este estudio de origen uruguayo y con base en Montevideo, cuenta con experiencia en toda Latinoamérica y brinda servicios de asesoría en financiamiento, crecimiento, internacionalización y globalización, estrategia e innovación y desarrollo de productos tecnológicos.

Para este fondo, se entrevistó al *Managing Director* Marcel Mordezki.

Página web: <https://mordezkiyasociados.wixsite.com/mmyasoc>

3. Resultados

A continuación, se pasará a validar o no cada una de las proposiciones planteadas en función de las respuestas de cada uno de los fondos entrevistados. A su vez y a modo de resumen se presenta en el cuadro N°16 el resumen de las respuestas.

Cuadro N° 16 – Resumen de respuesta a proposiciones

Proposición	Mr. Pink	Grid x	Cencosud	Impacta VC	Newlab
Proposición 1	No se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple
Proposición 2	No se cumple	No se cumple	No se cumple	No se cumple	No se cumple
Proposición 3	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 4	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 5	No se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple
Proposición 6	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 7	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 8	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 9	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple	No se cumple
Proposición 10	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple

Proposición	IC Ventures	Thales Lab	Zonda Capital	Tokai Ventures	Urucap	Mordezki y Asociados.
Proposición 1	Se cumple	Se cumple	No se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 2	No se cumple	No se cumple	No se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple
Proposición 3	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 4	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 5	Se cumple	No se cumple	No se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 6	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 7	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 8	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
Proposición 9	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple
Proposición 10	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No se cumple

Fuente: Elaboración propia

Mr. Pink

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

No se cumple la proposición.

Este es un fondo estructurado, que presenta una estructura clásica con LPs que aportan fondos y GPs que administran estos fondos.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

El entrevistado considera que su fondo es un caso en particular, dado que todas las propuestas, sin importar que sean referidas o no, se centralizan a través de la página web del fondo. Sin embargo, considera que normalmente el “negocio” del VC se lleva a cabo en base a referidos.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de Screening de los VC.

Se cumple la proposición.

“El principio del *funnel* muchas veces los fondos grandes lo hacen con algún analista (...) y esa es la forma un poco más común” El fondo tiene como proceso un número sucesivo de reuniones para ir tomando conocimiento del proyecto. Este fondo intenta evaluar cada proyecto al menos hasta cierto punto.

El entrevistado manifiesta que el ajuste a la tesis de inversión es fundamental para pasar el primer filtro y que entre otras cosas un factor determinante a la hora de la evaluación temprana del proyecto es tener conocimiento del producto o servicio que se está evaluando. En la entrevista esto es resaltado con la afirmación “Yo no invierto en cosas que no entiendo”.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Hay un acuerdo más o menos unánime sobre que el equipo de *management* es un factor determinante a la hora de seleccionar una inversión.

Se percibe como un valor agregado que el emprendedor haya tenido experiencia como emprendedor. Hay fondos que únicamente invierten con fundadores de “segunda vez”. Mr. Pink no hace esa distinción y no excluye emprendedores de primera vez pero de igual manera se admite que se percibe la experiencia previa en emprendimientos como algo positivo ya sean éxitos o fracasos.

Que los fundadores tengan dedicación de tiempo completo es un factor determinante a la hora de la evaluación. Esto se pondera con el rol de la persona y con la participación que tienen los fundadores.

Se busca que el equipo fundador también tenga conocimiento sobre la industria y que “conozca el contexto en el que se están metiendo”.

El fondo aplica el test de personalidad *PrinciplesYou* de Myers Briggs para obtener más conocimiento del equipo de *management* y como forma de tener más información y las interrelaciones dentro del equipo.

Se reconoce al equipo fundador o de gestión como el factor principal a la hora de seleccionar la inversión o que podría ocasionar que el proyecto sea descartado como una potencial inversión.

Esto se debe principalmente a la necesidad por parte del inversor de percibir cierta confianza de que los emprendedores van a ser capaces de gestionar y llevar adelante el proyecto.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

No se cumple la proposición.

El VC invierte en “pocos sectores y los conoce”. Espera que el equipo fundador haya realizado un *due diligence* sobre el mercado y que haya estudiado sobre la competencia barreras de entrada etc.

Es importante que el mercado sea un mercado en crecimiento. Se busca que los mercados estén en un crecimiento tan rápido que no genere por ejemplo problemas de competencia.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

Es importante que sea escalable sobre todo en Uruguay. En el mercado brasileño o mexicano las empresas pueden tener un crecimiento importante sin tocar otros países. Los inversores en Uruguay tienen que poder generar las escalas necesarias para lograr una masa crítica.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

El entrevistado no hace una afirmación categórica sobre este aspecto, pero de sus respuestas se desprende interés del fondo por productos que sean innovadores o disruptivos.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

El representante del fondo considera que el potencial agregado de valor es un aspecto importante de la inversión en VC. Sin embargo, también manifiesta limitaciones que pueden existir sobre este aspecto. “Aunque muchas veces no se puede agregar todo el valor que se esperaba”.

Esta última afirmación sin embargo no descalifica la proposición ni disminuye la importancia potencial valor que puede agregar el fondo durante la evaluación de la inversión.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

El plazo de salida no es “Si creo que va a ser veinte años no me sirve porque no entra en la vida del fondo” Pero si es importante que el plazo de la salida de la inversión sea anterior a la vida del fondo.

Sin embargo, no se hacen estudios exhaustivos sobre la tasa de retorno que puede dar el proyecto ni el plazo de salida.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

El entrevistado afirma que considera importante que el emprendedor esté invertido en el negocio.

GridX

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

Este fondo tiene un funcionamiento particular ya que se considera a si mismo como un *Company Builder*, dado que para la vertical que ellos trabajan “no hay suficiente masa crítica de startups con base científica en américa latina” y eso es lo que los llevo a realizar el modelo de *company building*.

Este modelo implica que el fondo se involucre en el proceso de creación de la empresa desde el momento inicial. Según el entrevistado “Trabajamos con el científico de manera cruda y los ayudamos a formular su startup, armar un equipo fundador y armar un plan de negocios para después Invertir en este proyecto que se transformó en este proceso.”

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

Si bien este fondo tiene múltiples maneras de llegar a los potenciales tratos, no se mencionó en la entrevista ninguna preferencia por ninguno de los orígenes.

Según el entrevistado, “Llegamos de de múltiples maneras, recorriendo los centros de investigación, hablando con instituciones que contienen estos científicos y cada vez más los científicos nos contactan a nosotros. “

Sin embargo, también aclara que el fondo esta trabajando para que los contactos sean de manera más directa, es decir que los científicos vayan al fondo, más que hacer el trabajo de ir a buscarlos ellos. En relación a esto, Peire menciona que “El trabajo territorial de de ir al sistema científico lo hicimos históricamente.

Lo que pasa que el peso de este trabajo territorial de validar la llegada de proyectos de forma más espontánea va cambiando y obviamente, viéndose esto cada vez hacemos un trabajo más sobre la base para que nos lleguen de forma más espontánea proyectos”

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Si bien el proceso de este fondo es particular, existe un filtro preliminar que esta fuertemente basado en su tesis de inversión. En este proceso, se descartan muchos de los proyectos basado en la experiencia del fondo.

En cuanto a los criterios, el entrevistado menciona que es muy difícil de transmitir ya que “hay mucha intuición y mucho entendimiento de diferentes factores para para poder entender a dónde hay más potencial de impacto en esos proyectos.”

En relación con esto, Peire sostiene que “Arrancan 400 proyectos, nosotros hacemos una preselección de 50, nuestro grupo científico hace esa resolución de 50 basado en una experiencia que es única en América latina, porque no hay un equipo que haya tenido la posibilidad de estar viendo tantos proyectos, y conocer la la trayectoria posterior a la inversión de tantos proyectos científicos convertidos en empresas. (...) de esos 50 después, todo el equipo que ya sumamos también la parte de negocios, o sea, todos los *partners*. Tenemos, tenemos entrevistas con esos 50 proyectos para seleccionar los 20 que van a participar de nuestro programa”

A su vez agrega que “después tenemos todo un proceso. De 3 meses. De El proyecto participando en nuestro programa. Nosotros no decidimos invertir hasta que no pasa todo eso.”

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

El equipo fundador es fundamental, sostiene el entrevistado. A su vez, y en relación a las características que buscan en los emprendedores, en particular es lo que el entrevistado define como “Emprendedores *full-life*”, es decir que tengan dedicación exclusiva y estén apostando al 100% en el emprendimiento. Peire menciona en relación a esto lo siguiente “Vos me estas pidiendo que yo aporté mi capital en este proyecto y apostando al 100%, y vos no querés estar al 100%, ¿por qué?, ¿Por qué voy a querer yo?”

Por otro lado, un factor que se busca en los emprendedores de manera implícita es el nivel educativo.

En relación con esto, Peire sostiene que “no es requisito, pero por el modelo de negocios que tenemos, buscamos un equipo con buena ciencia si no tiene un doctorado es difícil, pero no es excluyente.”

A su vez y a modo de ejemplificar lo mencionado añade que “La empresa más valiosa de nuestro portafolio hoy en día está dirigida por un *dropout* de ingeniería”

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Si bien el entrevistado relaciona el mercado con el concepto de aplicabilidad se desprende que esta proposición se cumple ya que no menciona que sea excluyente el estado del mercado, aunque si menciona que muchas veces la demanda no existe.

En relación con la aplicabilidad menciona “¿Cómo se va a aplicar (la tecnología)? ¿A quién interesa que el problema se resuelva? ¿Dónde hay un interés o una potencial demanda? Pues a veces ni siquiera existe la demanda, sino lo

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

En relación con esto GridX busca invertir en empresas que puedan repagar el fondo, y si no tienen la posibilidad de ser escalable esto no se va a lograr. En relación con esto el entrevistado sostiene que “si no vemos posibilidades de mercado de miles de millones de dólares y si no vemos que esa empresa va a poder repagar el fondo, o sea que va a poder tener algo escalable en el mercado que después va a ser lo suficientemente grande como para poder escalar, no vamos a invertir”

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Por el modelo del fondo y el tipo de fondos es fundamental según lo que se desprende de la entrevista para este fondo encontrar el grado de originalidad y la manera de ir construyendo barreras de entrada durante todo el proceso.

En relación a esto, el entrevistado sostiene que el fondo busca “más riesgo, no menos. Si lo que me estás haciendo es algo que más o menos está no me interesa, necesito una vuelta de rosca para encontrar alguna diferenciación. Porque vamos a competir con proyectos de todo el mundo”

Al competir con proyectos de todo el mundo, Peire sostiene que “algo innovador es fundamental porque como te decía, partimos en desventaja. A igualdad de condiciones de un producto o de la performance, nunca va a ganar un producto de nuestra América versus un proyecto que viene de MIT, Standford o Harvard”

En relación con esto agrega que “Aun trayendo evidencia de muchos mejores rendimientos, es difícil porque lo que se trae en realidad son experiencias experimentales de bajas escalas, y con eso hay que construir un verosímil de que eso va a poder replicarse. Y eso es muy complejo. Por eso las propuestas tienen que ser muy disruptivas para llamar la atención de la gente y que los mejores del mundo digan esto yo no lo vi”

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Para este fondo, poder agregar valor es algo muy importante según Peire. Sin embargo, hace una aclaración que va más allá de agregarle valor a nivel científico, sino que también en lo que refiere al levantamiento de fondos. En relación con esto, Peire sostiene que “Estos emprendimientos de base científica se lanzan en una carrera de *fundrasing*. Es lo más importante porque van a necesitar millones de dólares para poder hacer ese servicio o tecnología y lo que van a necesitar de sus inversores es que los ayuden en ese proceso de ir a buscar capital”

Con esto en mente, GridX ayuda a los emprendimientos con el *networking* ya que tienen muchos vínculos con inversores y esos vínculos son fundamentales para el emprendedor.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Este punto, si bien es analizado por el fondo no se hace de manera profunda ya que no se analiza la tasa de retorno, sino que el buscan que las empresas en las que invierten sean *Fund Makers*. Ante esto Peire agrega que “Cada empresa que invertimos tendría que tener un racional para que si es lo que dice ser, con nuestra participación logre repagar el monto total del fondo”

A su vez, y en lo que refiere al plazo, el fondo lo evalúa como parte de la consideración de que el emprendimiento sea un *Fund Maker*. Si el emprendimiento tiene como plazo un desarrollo de 25 años, a este fondo no le interesa ya que es muy difícil que efectivamente se concrete y en el proceso va a tener dificultades para ir cumpliendo las diferentes etapas de desarrollo.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

Dado el modelo de este fondo y que los emprendimientos suelen formarse durante el proceso en el que se embarcan los emprendedores cuando son aceptados por GridX, estos tienen la totalidad del emprendimiento.

El estándar del fondo es invertir un monto establecido por un 20% o 25% del emprendimiento. En relación con esto, Peire menciona lo siguiente: “nosotros invertimos 250000 dólares por el 20-25%. Y la compañía se forman en el proceso, no es que nosotros empezamos con startups, sino que empezamos con una y con una idea científica, y esa se transforma de una empresa que incluso hasta en términos administrativos y burocráticos, se incorpora durante el proceso nuestro”.

Cencosud

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

Cencosud Ventures es lo que se denomina un *Venture Capital Corporativo*, por lo cual, no capta fondos de inversiones externos a la organización para realizar sus inversiones (Limited Partners), sino que realiza sus inversiones con fondos propios o se su matriz Cencosud. Con lo cual, cumple tanto el rol de *General Partner* como de *Limited Partner*.

No se fijan un número de inversiones ni de montos a invertir por año y no tienen un sentido de urgencia para salir de una inversión.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

Cencosud Ventures diferencia dos caminos para tomar contacto con los posibles proyectos de inversión: el *inbound* y el *outbound*.

Inbound.

Definen el camino de *inbound* para aquellos proyectos que le llegan a Cencosud Ventures directamente, los cuales llegan principalmente a través de referidos (otros *Venture Capital* u otros actores que ya cuentan con relación de confianza con Cencosud Venture) o por directo sin pasar por un intermediario previamente.

Outbound:

Le llaman el camino de *outbound* cuando Cencosud Venture sale a buscar proyectos de forma proactiva, ya sea a través de directorios de internet (<https://pitchbook.com/>, por ejemplo), preguntando en foros, grupos en *whatsapp*, y consultando a los fondos que son especialistas en invertir en etapas pre-semilla y semilla o en la etapa que busquen, aunque los proyectos que ya han pasado la etapa de Serie A, es muy difícil no estén visible en la web.

Independientemente de que el contacto llegue por el camino de inbound o outbound, este VC le da preferencia a aquellos proyectos que cuentan con una recomendación de algún fondo o contacto de confianza, para ellos tienen más importancia quien te la recomienda que la propia compañía o proyecto a evaluar.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Este VC tiene como primer criterio de *Screening* que los proyectos estén dentro de su tesis de inversión y del “espacio” o necesidad que están buscando en ese momento.

Comentaron también que el segundo criterio de *screening* encontrar es la “calidad” del emprendedor. Entendiendo esa calidad del emprendedor a que cuenten con disposición “que inspira algún tipo de agresividad”. Vale sé que puedo ser muy, “si el emprendedor no tiene una determinación que demuestre que se quiere comer el mundo, no va a funcionar” el proyecto.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Le prestan principal atención al equipo de fundadores, dado consideran que es el ítem más importante. Como se mencionó en la proposición número 3 de este VC, la agresividad del equipo fundador es lo primero evalúan de los mismos, y en segundo lugar evalúan que tengan experiencia previa, dado eviten invertir en emprendedores que están en su primer proyecto (first founders), que tengan dedicación full time y expertise en el sector en el que están desarrollando el proyecto.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Cencosud Ventures busca proyectos y compañías principalmente con productos que puede utilizar para potenciar el negocio de su matriz Cencosud. En definitiva, no discrimina en qué condiciones se encuentra el mercado objetivo, sino que busca productos que le permitan a su matriz tener una ventaja competitiva, aunque sea temporal, respecto de sus competidores.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

En virtud de que Cencosud Ventures busca proyectos y compañías para anexar productos que pueda utilizar para potenciar el negocio de su matriz, que opera en varias países de la región, necesita que estos productos pueden ser aplicables en varios países y no sólo en Uruguay.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Este VC quiere entender si el equipo fundador y/o el proyecto que están evaluando, tiene un experto en la industria o sabe algo que la industria en la que están buscando invertir no lo sabe. Si no identifican que ese equipo fundador o proyecto presenta algo diferente, entienden que están centrando en algo que efectivamente no hay valor.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Para Cencosud Ventures, la posibilidad de agregarle valor a los emprendimientos una vez realizados los aportes de inversión, es un factor importantísimo. Mas aún, consideran que es el segundo factor en importancia a la hora de elegir invertir en un proyecto luego de la calidad del equipo de fundadores. Este VC entienden que si identifica en la etapa de evaluación que no podrá “hacerla volar a la compañía”, no realizará la inversión en la misma, ya

que “no pueden estar seguros de que le van a multiplicar el *revenue* por 10 x en los próximos 12 meses”.

Como VC corporativo y que a su vez busca principalmente incorporar emprendimientos para generar ventajas competitivas al negocio de su casa matriz, Cencosud Venture entiende que los aspectos de agregado de valor más importante que le ofrecen a los emprendimientos es la escalabilidad, la capacidad de distribución del producto, el *know how* de la industria, además de su *network*.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Si bien Cencosud Ventures tiene objetivos de desinversión, este ítem no es la razón para realizar sus inversiones. Por lo general, al momento de decidir la inversión a realizar, tienen claro quiénes pueden ser los compradores y se comienza a generar una relación con ellos, estimando que a lo mejor le puede llevar entre 3 y 4 años hasta que pueden vender la compañía a los futuros compradores o quizás sean entre 7 y 8 años. No obstante, para la decisión de invertir, si no ven claramente a quién le podrían vender el negocio, igualmente invierten, (si el proyecto cumple con sus principales parámetros de decisión), porque siempre una opción es que pueden ser este VC el propio comprador del negocio.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

Este VC siempre busca que los emprendedores mantengan una participación importante en el proyecto al momento de realizar su inversión, a efectos que este equipo de emprendedores mantenga la motivación en el proyecto.

Impacta VC

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

No se cumple la proposición.

Este fondo tiene una estructura clásica con Limited Partners aportando capital.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

El entrevistado comenta que algunas veces se encuentran *decks* con muy buenas ideas que llegan por mails en frío y otras veces llegan propuestas por referidos que no despiertan el interés del fondo.

Sin embargo, el entrevistado también afirma que este fondo también hace una búsqueda activa y por lo tanto esa vía para el “*Deal Sourcing*” tiene seguramente una mayor probabilidad de recibir una inversión.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

El fondo pide que los emprendedores carguen todo el *deck* y los aspectos principales del proyecto. Un comité de inversión evalúa posteriormente la información de la compañía para ver si es compatible con Impacta VC.

El entrevistado en esta instancia no dice explícitamente que el *screening* o primer descarte se da a través de la tesis de inversión, pero sí hace suficientes referencias que conectan el proceso de *screening* a la tesis de inversión. Por ejemplo: “Nosotros filtramos claramente si (la empresa) tiene impacto o no tiene impacto”.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

El entrevistado comienza la descripción sobre los elementos que son más significativos para el fondo que representa afirmando que lo más importante para ellos es el equipo de *management* o emprendedor. “Si no nos gustan, y no tienen experiencia y no tienen *background*” “Si el equipo no tracciona podés tener el producto que sea, pero a nosotros ya es algo que nos llama la atención”.

Buscan equipos que estén diversificados. “Que haya diversidad” también es marcado como una ventaja por este fondo.

La experiencia de los emprendedores es vista como algo positivo porque ya hay una curva del aprendizaje que está recorrida. Como ejemplo cita el caso hipotético de un emprendedor que quiere desembarcar en México y que ya lo ha hecho anteriormente.

También se menciona que se valoran positivamente que el equipo de emprendedores haya tenido experiencia que no funcionaron o que se pueden considerar como “fracasos”.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

No se cumple la proposición.

No se explicita a lo largo de la entrevista, pero de sus respuestas generales en cuanto a los mercados que buscan y los crecimientos que necesitan se desprende que este fondo considera importante que el mercado crezca.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

El entrevistado es categórico en esta respuesta y lo afirma de la siguiente manera. “esto sí que es excluyente (...) Si nosotros evaluamos que esto (el proyecto) no tiene escalabilidad no invertimos”. A continuación, a forma de profundizar en esta pregunta y obtener la mayor cantidad de información posible se le pregunta qué considera o entiende con que un proyecto sea “escalable”. El entrevistado respondió con la siguiente afirmación: “Que pueda salir de un nicho de mercado, de un país, de una industria y llegar al mayor número de personas posible”.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

El entrevistado afirma que uno hace un producto para el mercado. Se le pidió que ahonde más sobre ese tema y él hace referencia a las cosas que busca en un producto para que sea atractivo para la inversión de VC.

Específicamente en referencia a la presente proposición el entrevistado afirma: “que tenga la potencialidad de ser único e irremplazable y que no pueda venir un competidor y copiarlo rápidamente”. De lo anterior se desprende que la diferenciación del producto es un factor clave a la hora de considerar invertir en una compañía.

Además, agrega otros factores que hacen que un producto sea atractivo para este fondo aunque no necesariamente están relacionados con el concepto de diferenciación. Por ejemplo: Que “*user friendly*” esto es fácil de usar, que haya un mercado potencial para el producto y que tenga impacto (esto está estrictamente relacionado a la tesis de inversión de este fondo).

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Este fondo provee ayuda para levantar las siguientes rondas y realiza diferentes cursos para los emprendedores.

El entrevistado considera que si el fondo no logra aportar valor al emprendedor eso sería indicativo de que esa compañía pueda no ser compatible con el fondo.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

No se cumple la proposición.

Este fondo evalúa las inversiones considerando las potenciales salidas de inversión que presenta la compañía. El entrevistado apunta este concepto con la siguiente afirmación: “Tienes que invertir en un emprendedor que tenga una salida clara”.

Por otro lado, muestra un interés por el crecimiento potencial de la empresa: “Apuntamos a compañías que puedan crecer lo máximo posible”. Pero sin embargo no emplean tasas mínimas de retorno ni tienen límites rígidos sobre el tiempo de salida de inversión. El plazo de salida está acotado por el plazo de vida del fondo que crearon y que estaría haciendo la inversión en esa compañía.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

“Tremendo equipo, pero con el 30% de la compañía (...) podés tener terrible empresa con terrible equipo, pero no es invertible por *Venture Capital* (...) El inversor de *Venture Capital* busca que el emprendedor sea mayoría y el emprendedor siempre esté motivado con su sueño”.

Newlab

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

Newlab es un fondo, pero según lo define Fernando de la Fuente, “un poco distinto” ya que se consideran una *innovator venture platform*. Esto implica que tienen una plataforma en la que reciben a los emprendimientos y estos se instalan físicamente en donde el fondo está.

En palabras del entrevistado “Hacemos *matchmaking* entre empresas/gobiernos y las startups (...) si hacemos el *matchmaking*, seguimos la ejecución y entonces vemos esas startups en acción con las empresas. “

Al momento de realizar las inversiones, De la fuente sostiene que “no tenemos un fondo armado, sino que hacemos inversiones más oportunistas en el sentido de que cuando nos enteramos que están levantando capital, ahí juntamos los fondos e invertimos. Los fondos que pueden ser nuestros o hacemos *SPVs* (*Special purpose vehicle*) para invertir en ellos”.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

Para este fondo el principal flujo de emprendimientos son las empresas que se instalan en Newlabs, lo que genera que puedan verlos trabajar, ver que realizan y en base a eso evaluar si realizan algunas pruebas con ellos.

Si bien el modelo de este fondo implica que, para poder instalarse, los emprendedores tienen que aplicar a una membresía y para poder ser admitidas pasan por un proceso que implica una entrevista, no tienen una preferencia por el origen de los contactos.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Este fondo tiene un foco muy fuerte en *deep tech* y *climate tech* por lo que gran parte del proceso de decisión está atado a su tesis de inversión.

Teniendo en cuenta el modelo del fondo, el primer filtro está en la membresía de las startups que se instalan. Ahí según comenta el entrevistado “ven en gran parte que tan alineados están con el tema de *Climate* y *Deep tech* y se hace una entrevista con las empresas para aceptarlas”

De la Fuente sostiene además que “En términos macro nos concentramos mucho en la intersección de *Deep tech* con *Climate tech*. Y después desde un punto de vista de temas, hemos trabajado en energía, materiales y movilidad.”

Si bien no están restringidos a esta intersección, “no invertiríamos o difícilmente invertiríamos en una empresa, por ejemplo, de *Fintech* que no tenga algún tipo de impacto en sustentabilidad.”

Para este fondo, el filtro de la membresía es un filtro muy grande ya que aproximadamente el 95% de las empresas que aplican a esta no son admitidas, y solo el 5% termina siendo parte del fondo.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

El equipo fundador es “Sin duda de lo más importante” sostiene Fernando de la Fuente.

Si bien se tienen en cuenta otros factores, el equipo es fundamental y dentro de este se evalúan diversos tópicos. En relación a la experiencia previa en emprendimientos del equipo, De la Fuente sostiene que depende del estadio de la empresa. “cuando estamos en una etapa súper temprana de pre-semilla o semilla, ahí sí nos importa mucho más el emprendimiento y la experiencia previa, porque creemos en los emprendedores seriales. (...) pero ya cuando estamos en una etapa más tardía, pre-serie A por ejemplo, importa, pero no tanto como eso, porque creemos que ya llegaron a un nivel de madurez bueno, donde han demostrado que hay un *product market fit* y donde ya han crecido”

Por otro lado, también menciona que la dedicación exclusiva se tiene en consideración pero no es un factor excluyente y el nivel educativo es relevante pero tiene más importancia la diversidad del equipo ya que considera que el

equipo tiene que tener dos elementos fundamentales, la parte técnica y la parte de negocios y ambas tienen que estar dentro del equipo.

En relación a esto, de la Fuente sostiene que “Cuando entras en *Deep tech*, la parte técnica siempre está, por lo general los fundadores. Son gente que tiene experiencia en esa área y ahí también va un tema de nivel educativo tiene tienden a tener perfiles científicos o de ingeniería, pero nos interesa también que haya una parte de escalar negocios, que es donde se da la intersección entre la tecnología y el modelo de negocios.”

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Si bien esta proposición no se menciona de manera directa durante de la entrevista, si se consideran las industrias y los proyectos que este fondo busca y acepta a través de su membresía, tienden a ser proyectos para mercados en crecimiento ya que son mercados que usualmente se van a ir creando en el proceso.

De todas maneras, no es factor excluyente esto ya que se menciona que el fondo también acepta emprendimientos cuyo producto ya esta establecido y esto no necesariamente implica que el mercado este en crecimiento.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

Para Newlab, uno de los principales puntos mediante los que puede aportarle valor al emprendimiento y a los emprendedores es mediante la internacionalización de estas. En referencia a esto De la Fuente sostiene que “La fortaleza nuestra es ayudar a la internacionalización de las empresas, entonces invertir en una empresa que no esté pensando en expandirse sería difícil para nosotros”

En relación con su consideración de internacional, el entrevistado no nos brindó una definición clara en cuanto a países o cantidad de los mismos, sino que hablo

de ser complementario con el Network de Newlab, aunque siempre definiendo el punto de partida como fuera de Uruguay. En relación con esto, comentaba que “Salir de Uruguay sería importante. Por lo general nos gustaría que vaya que haya una complementariedad con algún lugar donde estamos nosotros. Hoy estamos en Uruguay, en Estados Unidos” pero estamos en un modelo de expansión”

A su vez mencionó que se encuentran en un proceso de expansión por lo que agrego Latinoamérica como posible destino de esta escalabilidad por lo que complementó, “Después podría ser, tendría que ser alguno de esos países donde creemos que vamos a tener un Network más grande”

A modo de conclusión, De la fuente acoto que “hoy en día te diría que tendría que ser, Latinoamérica muy bueno pero el mejor escenario es Estados Unidos, que estén pensando en el mercado americano.”

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Con esto en mente, buscan en el producto que no solo esté en la intersección de *Deep tech* con *Climate tech* que es un factor excluyente, sino que también tienen una tendencia a lo disruptivo, aunque no de manera excluyente.

Ante la pregunta de las características del producto y si el fondo busca un producto totalmente innovador o si buscan algo que atienda a una demanda existente, De la Fuente sostiene que para ellos es “Indiferente pero un poquito más inclinado hacia lo que sea más disruptivo”

A su vez agrega “Como inversión deben tener un producto tangible y buscamos que tenga de alguna forma algún “*Product-Market Fit*”. Nos ponemos un poco más del lado de lo disruptivo, donde creemos que es una tecnología nueva y que va a empezar a ganar tracción en los próximos dos o tres años y estamos dispuestos a esperar 10 años para dar los retornos.”

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Según de la Fuente, para Newlab “La posibilidad de agregarle valor es muy importante. Por nuestro modelo, invertimos en empresas donde creemos que podemos hacer un poco de *active Management* y con las herramientas nuestras podemos hacer la diferencia.”

A su vez agrega que el valor agregado que ellos pueden brindarle al emprendedor es este *active management* y es lo que considera su diferencial ya que aclara que si el emprendedor lo que busca es un inversor que no tenga un rol activo, su propuesta no es la indicada.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

No se cumple la proposición.

Si bien al no ser un fondo tradicional y no tener el “compromiso con los LP de decir en tanto tiempo te tengo que devolver esto con un retorno” tienen una base de análisis que se centra en los retornos esperados.

Según el entrevistado, “En termino de retorno, generalmente miramos mucho el retorno del mercado versus el retorno de las empresas que están en nuestro ecosistema, y te diría que como mínimo te queremos devolver el retorno de mercado, o sea que una inversión que nosotros tenemos, si el mercado se promociona diciendo que retorna 2 o 2,5x, nosotros queremos que sea ese el retorno como mínimo”

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

Si bien esta proposición no fue respondida de manera directa por el entrevistado, de sus respuestas se desprende que el porcentaje de participación de los emprendedores es un punto relevante.

En palabras del entrevistado, en la parte de inversiones, como estás invirtiendo en pre-semilla, es difícil que ingresen por menos de un 10% o 15% debido al riesgo asociado a algo que estás empezando de cero.

Si bien en cuanto al porcentaje de tenencia del emprendedor no se habló directamente, se desprende que, al invertir en etapas tempranas, por lo general, el emprendedor tiende a tener un porcentaje relevante y si bien pueden existir otros inversores como inversores ángeles o los FFF, esto no implica una reducción sustancial del porcentaje los emprendedores.

IC Ventures

Para este VC se realizaron entrevistas individuales a tres de sus Socios Directores: Eduardo Mangarelli (Entrevistado 1), Andrés Cerisola (Entrevistado 2) y Alvaro Moré (Entrevistado 3).

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

IC Ventures se define como Capital Emprendedor y no como un fondo de VC. Esta definición está asociada principalmente a la etapa de vida de las empresas en las que invierte (etapa semilla y pre-serie A), y que realiza sus inversiones mediante el financiamiento con fondos propios.

Este VC, tampoco capta fondos de inversiones externos a la organización para realizar sus inversiones (Limited Partners), sino que realiza sus inversiones con fondos propios. Con lo cual, cumple tanto el rol de General Partner como de Limited Partner.

A su vez, no se fijan un número de inversiones ni de montos a invertir por año y tampoco tienen un sentido de urgencia para salir de una inversión.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

El Entrevistado 1, comentó que casi el 100% de los proyectos que analizan son recibidos a través de alguien que se los refiere, como ser, inversores ángeles e incubadoras, entre otros. Son prácticamente cero, los casos que analizan a partir de un contacto “en frío” a través de redes como LinkedIn o la página web del propio VC.

Comenta que le das más atención a las propuestas que reciben mediante referencia de actores conocidos y de confianza del sistema de VC en Uruguay, a efectos de eficientizar los tiempos de screening y también a efectos de mejorar la calidad de la decisión, dado estas propuestas esperan que cuenten con un mínimo de calidad asegurada.

Por su parte, tanto el Entrevistado 2 como el 3, comentaron que la principal fuente por la que reciben las propuestas de inversión es a través de la participación de los Socios Directores de este VC en el ecosistema emprendedor, tanto de Uruguay como de otros países de la región. Y si bien, estos entrevistados, no descartan por defecto a las propuestas que les llegan por contacto directo, sí se ocupan de aclarar que cuando un emprendedor les llega a través de una recomendación de un contacto relevante o que sea el emprendedor una persona ya conocida por el VC, tiene mucha más probabilidad de ser invertido que un emprendedor que los contacta de forma directa.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Los tres entrevistados coinciden en que el primer descarte de una propuesta se da si no está dentro de la tesis de inversión del VC. Ninguna de los tres da la posibilidad de pasar un proyecto de inversión a la instancia de evaluación si no cumple con estar dentro de su tesis de inversión.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

El Entrevistado 1, comentó que, si el equipo de fundadores no les genera cierta “afinidad” como para interpretar que se podrán sentar una mesa junto a ellos para trabajar, no realizarían la inversión, aunque la idea que le hayan presentado sea muy buena y aunque el negocio puede parecer explosivo. Esa “afinidad” a la que apuntan, se genera principalmente a partir de la capacidad del equipo de fundadores para escuchar otras opiniones y estar dispuestos a recibir *feedback*.

El Entrevistado 2, destacó la importancia del equipo fundador definiendo que la inversión de *Venture Capital* es la inversión en fundadores. “Invertimos en personas, si las personas no se van, no sabríamos que hacer con las compañías”.

Las principales preguntas que busca responder para evaluar al quipo fundadores según el Entrevistado 2, son “¿cuál es la relación entre ellos?”, “¿este es el mejor equipo del mundo para llevar adelante esta idea, o es un equipo más?”, “¿tienen la red de conexiones adecuadas para ir a conseguir los clientes y ser relevante para los clientes?” y por último, al igual que el entrevistado 1, busca diagnosticar si va a ser un placer ayudar a este equipo, evaluando la capacidad de escucha de otras opiniones del equipo de fundadores.

Para el Entrevistado 3, el equipo de fundadores ocupa un nivel de preponderancia menor, respectos del nivel de prioridad que le asignan el Entrevistado 1 y 2, no obstante, este entrevistado lo pondera en tercer orden luego de ubicar al producto en primer lugar y el mercado en segundo lugar. Destacando como principal aspecto a evaluar del equipo de fundadores es que tengan una buena relación entre ellos.

Por último, los tres entrevistados coincidieron que son condiciones excluyentes para aceptar invertir en el proyecto que el equipo de fundadores le presta dedicación exclusiva, tenga un buen conocimiento de la industria del proyecto y experiencia previo de haber emprendido, por lo menos en alguno de sus integrantes.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Para los tres entrevistados, el factor más importante no es que el mercado al que se apunte esté en crecimiento, sino que lo importante es tener bien diseñada y analizada la estrategia del “*go to market*”. Buscan que el equipo fundador identifique que los productos no se venden solos, sino que la planificación de cómo llegar al mercado es clave para que el proyecto tenga éxito.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

Los tres entrevistados coinciden es que condición necesaria que el proyecto a evaluar tiene que apuntar a atacar mercados que no sean sólo Uruguay.

Si el proyecto a evaluar sólo está concebido para el mercado uruguayo, descartan de plano el proyecto.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Los tres entrevistados coincidieron en que el producto tiene que presentar alguna diferencial y que el mismo no pueda ser fácilmente replicado por la competencia.

En especial, el Entrevistado 2, comentó que si el producto busca solucionar un verdadero “*pain*” o dolor que tengas las empresas hoy, ese producto se va a vender de manera mucho más rápido que si fuera un producto novedoso pero que no soluciona hoy dolor o problema existente en la actualidad.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (expertise del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Los tres entrevistados confirmaron que las industrias incluidas en la tesis de inversión de IC Ventures están establecidas en función de las industrias en las que sus Socios Directores han tenido experiencia.

Por lo cual, es un factor clave identificar que se le puede agregar valor al proyecto, ya sea a través de aportar ideas para el desarrollo del producto o para la mejora en el funcionamiento del proyecto, para confirmar ejecutar la inversión en el mismo.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Las respuestas de los tres entrevistados coincidieron en que el plazo de salida de la inversión no es un factor que se analice en profundidad al momento de seleccionar un proyecto para invertir.

Esto principalmente lo fundamental en que, al realizar las inversiones con fondos propios, no tienen un apuro o un tiempo máximo de tolerancia para permanecer en un proyecto.

No obstante, destacaron que si ven una oportunidad de salida por lo general intentan aprovecharla independientemente del plazo en que hayan participado del proyecto al momento de presentarse esta oportunidad.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

Los tres entrevistados confirmaron que es clave que los fundadores mantengan en las primeras rondas de inversión una participación significativa en el emprendimiento, a efectos de que en las rondas sucesivas no se vean muy diluidos en esa tenencia.

Comentaron que una tenencia muy diluida de los emprendedores en el proyecto, podría indicar para los rondas de inversión posteriores una señal de falta de motivación de este equipo en continuar dejando todo el esfuerzo por el éxito del mismo.

Thales Lab

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

Si bien esta proposición se cumple ya que la entrevistada sostiene que, si bien tienen algunos puntos en común con el funcionamiento general de los fondos de VC, existe alguna diferencia fundamental en relación al origen de los fondos.

En relación con esto, Chebi sostiene que “No somos un Fondo de VC porque no tenemos fondos de terceros y no lo administramos. La diferencia es el origen de los fondos, pero después si se funciona como un VC

A su vez, se consideran a sí mismos como un *Company Builder* o Aceleradora de compañías y como característica principal es que Invierten dinero o servicios a cambio de *equity* o porcentajes de ingresos.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

Existen diversas formas por las cuales los fondos tienen contacto con los emprendimientos ya que puede ser por boca o boca, por emprendedores que

haciendo investigación de los fondos llegan a Thales Lab, a través de las distintas organizaciones como ANII o ANDE.

La entrevistada sostiene que, en particular a Thales Lab, si bien tienen un gran flujo de fuentes por las que tienen contacto con los emprendedores, la mayoría es por referidos "Nos llegan por diversas fuentes, mucho boca a boca, algo porque buscan apoyos emprendedores y llegan a nosotros, pero la mayoría es por referidos."

A su vez añade que su rol como institución patrocinadora de Emprendimientos (IPE) genera que tengan un gran flujo de contactos. Ante esto Chebi sostuvo que "Hay mucho también de que nosotros ayudamos a conseguir fondos de ANII y ANDE, entonces nosotros somos una IPE en ANII y ANDE."

También, y en casos particulares, Thales Lab sale a buscar al emprendedor y de ahí sale el concepto que ellos utilizan para definirse como *Company Builders* "nos interesa una tecnología particular y salimos a buscar un equipo que emprenda en esa tecnología"

Si bien este flujo de contactos es muy variado y que usualmente los fondos por lo general invierten por referencias según Chebi. "La realidad es que la mayoría invierte por referencia, pero para nosotros no tiene incidencia porque medio llegan. (...) Nosotros somos bastante atípicos, porque por lo general a los fondos les interesa"

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Si bien Thales Lab tiene un proceso que es uno a uno y no tiene un formulario a completar, sino que se reúnen con los emprendedores para evaluar tanto el proyecto como el equipo y ver si existe un *fit* entre ellos y Thales Lab, Chebi menciona que "El primer filtro igual es que sea tecnología, después si es tecnología tenemos una primera reunión".

A su vez menciona que "cada vez estamos más convencidos que no podemos predecir a quien le va a ir bien o mal y menos en esta etapa tan temprana" y es por esto que buscan emprendimientos que "resuelvan problemas de cliente real"

Un segundo filtro que se utiliza en este proceso y que también está muy relacionado con la tesis de inversión es el monto que el emprendedor busca. En relación a esto Chebi sostiene que “hay otro filtro que es que estás buscando, porque si está buscando una inversión de 1.000.000 de dólares no es para nosotros.”

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Si bien existen varios factores que son relevantes a la hora de evaluar las inversiones, Chebi sostiene que “El equipo es lo más importante. Equipo y Producto”

En relación al equipo existen varios factores que se evalúan. Según Chebi “Cuando hablamos de equipo hablamos de varias cosas, primero capacidad del equipo de llevar adelante el proyecto y segundo tener un cofundador tecnológico”

Tener un cofundador tecnológico es fundamental ya que se considera que el emprendedor tiene que estar iterando constantemente el producto diseñado y tener tercerizado esa parte tiende a chocar con los intereses del emprendimiento ya que usualmente los modelos tercerizados tienden a ser por hora por lo que buscan que el proyecto demore la mayor cantidad de horas posibles. A su vez existe otra vertiente que es definir un monto por proyecto, pero en estos casos los cambios tienden a quedar relegados en las prioridades de los técnicos asignados ya que le atribuyen una relevancia menor y esto atenta contra los intereses de los emprendedores y de los inversores.

Por otro lado, Chebi sostiene que el conocimiento de la industria es un factor excluyente pero no así la dedicación exclusiva. A su vez menciona que “Es importante que tenga experiencia previa, pero nos interesa que al emprendedor le importe tener éxito, no nos interesa el emprendedor en serie que no muestra dolor por haber fallado”

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

No se cumple la proposición.

El estado del mercado es un factor muy relevante para la entrevistada. Según Chebi, “El mercado es interesante, pero a su vez un poco contraintuitivo. Todos quieren ir a un mercado grande, pero es más importante ir a un mercado que crece” y añade que para ellos la característica fundamental es que “tiene que ser un mercado que crece, no tanto que sea grande y es excluyente”

En relación con esto, también buscan y aconsejan a los emprendedores que el emprendimiento busque un nicho en el que sea altamente relevante ya que “Es mucho más importante que unos pocos te amen a ser más o menos para muchos”

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

Para la entrevistada este factor es excluyente ya que el emprendimiento tiene que como mínimo apuntar fuera de Uruguay y en lo posible que sea escalable.

Sin embargo, también comparte que el Thales Lab sigue también a Paul Graham, creador de *Ycombinator*, que dice “Hace cosas que no escalen también y recién cuando te das cuenta de que te lo están sacando de las manos, ahí ponete a ver cómo escalar”

Y en base a su experiencia la entrevistada comenta que los emprendedores muchas veces pierden este foco y eso hace que sus productos no tengan tanta relevancia para el público objetivo. “Generalmente los emprendedores tienden a hacer lo contrario. Tienden a hacer super plataforma que resuelva los problemas de todos y a la larga muchos emprendimientos fracasan porque hacen cosas maravillosas que después nadie usa.”

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

En base a la entrevista se puede inferir que el Producto es muy relevante para el fondo Thales Lab y en relación a esto buscan que el mismo sea innovador.

A su vez introducen un concepto particular que es el de los contrarios. Según la entrevistada, a su socio, Nicolas Jodal “le gustan los contrarios. Si todo el mundo va para allá, El emprendedor viene a contramano, es porque sabe algo que los demás no saben.

Y en relación con esto realizó una ejemplificación con Google y Facebook. “¿Era una buena idea hacer un buscador o Facebook era una buena idea hacer otra red social? No, Pero ellos sabían algo que los demás no sabían. Tenían algún diferencial, Entonces la pregunta es. ¿En qué son mucho mejor?”

Y ante esta respuesta, ellos buscan que la diferencia radique en no solo ser más barato ya que no consideran suficiente esa diferenciación, sino que tiene que tener una forma de resolver el problema o tener algo en lo que sean realmente mucho mejores que las alternativas actuales.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Este es un filtro adicional que se realiza en el proceso de Screening en este fondo. Si no pueden agregarle valor no les interesa invertir. Chebi sostuvo que poder agregarle valor “es fundamental, si no le podemos agregar valor para nada no es una buena idea”

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Para Thales Lab la salida de la inversión es algo que no tienen particular foco ya que al intentar entrar en etapas muy tempranas de los emprendimientos, usualmente la variabilidad de los horizontes temporales, los plazos y las tasas de retorno son muy altas.

De todas formas, intentan realizar un proceso medianamente estandarizado que consiste en entrar muy temprano en el emprendimiento y salir en la siguiente ronda de inversión. Sin embargo, esto no siempre lo logran. Chebi sostiene que “nuestro objetivo es, que no siempre lo podemos hacer, entrar bien temprano y en una siguiente ronda que entra gente que sabe más del tema y que puede llevar a hacer crecer más la empresa, nosotros salir.”

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

Si bien Thales Lab tiene un estándar en cuanto a porcentaje de participación que pide para invertir, buscan igualmente que el emprendedor tenga una participación importante para que se mantengan motivados.

“Como inversores queremos que el emprendedor siga siendo un emprendedor, no que sea un empleado”. “Entonces que tenga un porcentaje interesante y que mantenga un porcentaje interesante en las siguientes rondas para que siga siendo el emprendedor y este motivado”

En relación con el porcentaje que solicitan, Chebi sostuvo que “el estándar que pedimos es 10% en un emprendimiento que recién arranca, si el emprendimiento ya viene hacemos una nota convertible y el porcentaje se define en la ronda siguiente”

Por otro lado, mencionó un error común que se sucede en los inicios de los emprendimientos que es tener muchos inversores al comienzo. Esto tiene un efecto negativo en dos sentidos, el primero es que tener muchos inversores puede significar que el emprendedor se quede con un porcentaje bajo del emprendimiento y por otro lado tener muchos inversores es un factor negativo para las siguientes rondas de inversión. En relación a esto, la entrevistada sostiene que “Hay muchos VC o Ángeles que no quieren invertir porque hay 10

inversores con poquita plata y entonces ponerse de acuerdo es un problema después, pues puede haber 1 que no que no quiera o puede ser que yo no quiero estar porque está este”

Zonda Capital

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

No se cumple la proposición.

Este fondo no tiene una estructura clásica en la que hay LP y GP de la misma forma que se encuentra en la literatura de VC.

Este fondo crea distintos fondos según las inversiones que van a hacer. En un caso está usando una estructura “*Vanilla*” o más clásica. Sin embargo, están creando otros fondos que van a seguir una estructura distinta en base a los requerimientos regulatorios que se dan por las características propias de las inversiones.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

“Ninguna” porque para que una referencia tenga sentido antes tiene que haber existido un “*due diligence*” por parte del que referencia el proyecto. Generalmente los referidos no vienen de otros fondos que ya hayan decidido invertir en ese proyecto y por lo tanto nunca se pasó por la etapa de “*due diligence*”.

Este fondo tampoco muestra una preferencia por sindicarse las inversiones o coparticipar de las inversiones con otros fondos.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

El entrevistado marca una diferenciación entre Zonda y el mundo tradicional del VC en el que los fondos se encuentran con un gran caudal de proyectos que se les acercan y tienen que evaluar. Zonda en cambio se especializa en *Deep tech* por lo que el número de propuestas de inversión es manejable “70 por año” aproximadamente según datos del entrevistado.

De estas se evalúan en profundidad 12 o 15 y se termina invirtiendo en 3 o 4.

Lo que determina si “pasa o no pasa” es que se ajuste a la tesis de inversión. Que sea *Deep tech*. Lo primero es realizar una charla con el emprendedor.

No se les dan a los emprendedores o fundadores un formulario para que llenen y luego eso lo revisa un analista como sería en un fondo clásico.

Por el contrario, Zonda se reúne con todos los fundadores para conocer el proyecto de primera mano.

Se le preguntó al entrevistado específicamente si entonces, en base a sus afirmaciones, se podía entender que el screening o filtrado inicial de los proyectos responde al grado de ajuste del proyecto con la tesis de inversión. El entrevistado respondió afirmativamente y afirma que: “Eso le va a pasar a todos los fondos de *Venture Capital* porque la tesis de inversión es el *core* del instrumento de inversión en los cuales los inversores invirtieron”. Hay que mantenerse dentro de la tesis de inversión para cumplir con el contrato.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Tienen un proceso de *due diligence* de ocho etapas. Los anteriores eran de 5 pero los fondos de impacto también tienen que tomar en cuenta temas de ESG y de impacto.

“Hay que hacer un *due diligence* completo sobre el equipo emprendedor” el entrevistado afirma que es necesario asegurarse que el equipo de fundadores va a lograr llevar a cabo el modelo de negocios.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

No se cumple la proposición.

No lo miran, pero el entrevistado lo matiza afirmando que para ellos tal vez no sea importante ya que por la tesis de inversión de Zonda Capital ellos invierten en *Deep tech* (Inteligencia Artificial, Computación Cuántica, Biotecnología, Aeroespacial, Nanopartículas) por lo que todos los mercados sobre los que invierten están en crecimiento y no es esperable que eso cambie en un futuro próximo.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

Es una condición “*sine qua non*”. Por lo tanto, es una condición indispensable para la inversión de *Venture Capital*.

El fondo no analiza esto a profundidad sin embargo porque al dedicarse a “*Deep tech*” “Por definición todo es escalable”.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Este fondo en particular busca “Encontrar esas compañías que buscan una solución basada en ciencia o tecnología que sea protegible mediante algún tipo de patente y comercializable”.

Se hace un *due diligence* de tecnología que se llama “estado del arte”. Evalúan que otras compañías están haciendo algo similar y tienen que evaluar si es un

producto muy alejado, que podría significar que no es sencillo de lograr o que esté muy cerca de lo que se está investigando o ya se conoce actualmente, lo que podría significar que cualquier otra empresa lo puede hacer.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

Solo invierten en compañías en las que pueden agregarle valor. A su vez el entrevistado aporta que hoy en día esto es algo que las startups “ya lo tienen agregado en el ADN” y que además de requerir los fondos también muestran interés en qué otras formas de ayuda puede ofrecer el fondo de VC.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

La tasa de retorno y los tiempos de salida de la inversión no son analizados en profundidad porque no pueden ser estimados con facilidad por los inversores. Tampoco es algo que se evalúa con la startup pero que sí se reporta posteriormente a los inversores del fondo.

Este fondo aplica el concepto de “*hurdle rate*” que en principio es un límite que se impone el fondo a si mismo por el cual el *carried interest* solo se cobra cuando el retorno de cada inversión del fondo supere este límite.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

“A medida que las compañías van creciendo se van diluyendo porque van corriendo más rondas dilutivas”.

Entonces según el entrevistado lo que sucede es que cuando el fondo quiere salir de una inversión en una compañía en la que la participación del o los fundadores está muy diluida (en esta línea de razonamiento el entrevistado toma como ejemplo un 12% de participación del emprendedor) entonces va a ser muy difícil salir de la inversión porque a la hora de venderla no va a resultar atractivo para los compradores.

El entrevistado cita como principal dificultad el hecho de que los potenciales compradores seguramente vayan a evaluar que lo que están comprando es una empresa o negocio en el que el emprendedor no tiene un “*Stake*” importante y por lo tanto puede irse en cualquier momento y el proyecto podría quedar sin dirección.

Tokai Ventures

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple esta proposición.

Rápidamente al inicio de la entrevista, la entrevistada hizo una aclaración respecto a su fondo que marca una diferencia fundamental entre las características de Tokai y las definidas en la literatura.

“Tokai Ventures es un fondo no estructurado, por más que tengo un grupo de inversores, hoy en día me considero más un inversor ángel que un fondo de VC”

Respecto a la toma de decisiones de inversión, se puede observar más marcado esta definición que sostenía la entrevistada en relación al funcionamiento del fondo. En base a esto sostuvo que:

“Somos un grupo de cuatro o cinco que nos conversamos entre nosotros y en base a eso cada uno toma la decisión de invertir o no”

Luego realizó varias generalizaciones con respecto a este tema de manera más general y hablando sobre los VC de origen uruguayo. Respecto a esto, Mariana sostuvo que “Los fondos que vos consideras como institucionales, en la mayoría

de las veces, formalmente se parecen más a grupos de ángeles que a un VC estructurado”.

Para luego aclarar que, “En Uruguay, los que son de raíz uruguaya, no los que vienen y operan acá, en su mayoría terminan funcionando como grupo de ángeles que invierten en conjunto”

A su vez, al ser un fondo cuyo financiamiento es mediante fondos propios no aplica la misma estructura en cuanto a plazos y según la entrevistada esto hace que la lógica de inversión sea distinta ya que no tienen los mismos plazos ni filtros que un fondo financiado por fondos de terceros

“La lógica de un fondo de 30 millones de dólares que, si o si tiene que ejecutar en determinado tiempo, que tiene una obligación de convertirlo, genera que se haga un filtro un poco más frío”

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

Se cumple esta proposición

Si bien no está tan marcada la preferencia ya que este fondo recibe muchos contactos en frío, ya sea mediante mails o LinkedIn, muchos de estos contactos son de cierta forma referidos ya que muchas veces mencionan a quien les compartió el contacto.

Mariana sostuvo que los contactos “llegan de manera bastante directa, creo que porque fuimos los primeros en invertir en Uruguay. (...) También nos llegan a través de otros fondos, cuando al otro no le calza piensa cual fondo le puede servir”.

A su vez, sostuvo que, si bien una gran cantidad de los tratos que llegan son mediante contacto directo, un gran porcentaje de estos no son relevantes.

“La mayoría llega directo. Nos llegan una gran cantidad de tratos, pero que sean realmente invertibles no tantas”

Por otro lado, al ser miembros activos de distintas organizaciones, tienen un gran flujo de contactos por lo que rara vez el emprendedor llega sin un conocimiento previo. “Participamos de manera activa en diversas organizaciones en las que tenes contactos con los emprendedores y eso genera que estes informado de las startups que hay” Sostuvo.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple esta proposición.

Si bien existe una tesis de inversión definida para el fondo como se mencionó anteriormente, la entrevistada sostiene que no funcionan como un fondo tradicional y que actúan casi como inversionistas ángeles. Dicho esto, si evalúan propuestas en las que ellos tengan experiencia y en general esta experiencia esta alineado con la tesis de inversión.

A su vez, existen otros factores que hacen decidir acerca de si seguir o no evaluando los proyectos. En base a esto, Mariana sostuvo que “El primer descarte es porque no te emociona el proyecto que te presentan (...) “de alguna manera te tiene que interpelar lo que te mandan, pero cuando no le ves mucho, es difícil”

A su vez agregó que, al ser un proceso largo, el proyecto los tiene que de cierta forma atrapar ya que la inversión se tiende a involucrar y es por esto que sostiene que “Te tiene que gustar, porque te tiene que divertir en lo que te estas metiendo”.

Por otro lado, y considerando el factor geográfico de la tesis de inversion, menciona que “Somos recontra *hands-on*, y por esto nos gusta invertir en startups uruguayas, porque es la manera más fácil de lograr esto, lo que no quita que también invertimos en startups de otros países.”

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple esta proposición.

Según la entrevistada el equipo emprendedor es un factor muy relevante al momento de evaluar una inversión. “El primer filtro por lejos es el emprendedor o el equipo emprendedor”

Al momento de profundizar un poco en este factor y en cuanto a las particularidades que se evalúan de los emprendedores, Mariana sostuvo que su proceso se basa mucho en intangibles a la hora de evaluar “En el modelo nuestro, que trabajamos mucho es como elegir un socio con el que vas a trabajar, entonces tienen que estar cómodas las dos partes. Tienen que elegir vos, pero ellos te tienen que elegir también”. A su vez mencionó que evalúan muchos intangibles como “*feeling*, valores y motivación compartida”

A su vez aclaró que el proceso que ellos realizan difiere del de los fondos estructurados ya que previo a mencionar los intangibles que ellos valoran sostuvo que “esa pregunta es más para un fondo, porque por lo general los fondos tienen unos casilleros que marcar, por ejemplo, que tenga un MBA, que haya tenido emprendimientos anteriores, etc”

A su vez, realizó otra distinción entre Tokai y los fondos estructurados ya que sostuvo que “Ninguno de los criterios típicos de los fondos estructurados para nosotros son excluyentes”. Para luego complementar esto mencionando que “Son mucho más importantes desde mi punto de vista las habilidades blandas que las formales. Empuje, convencimiento, resiliencia, escuchar, querer aprender, habilidad comercial”

Otros puntos relevantes que se mencionaron por la entrevistada al momento de evaluar el equipo son, la experiencia previa del inversor, la disponibilidad de estos y sus motivaciones. En función de esto sostuvo que “Es muy importante entender la motivación del inversor y tener experiencia en emprendimientos anteriores es un plus importante”

Por otro lado, y en cuanto a la disponibilidad sostuvo lo siguiente “Si al menos uno de los emprendedores no está *full time*, yo te diría que no invertimos y creo que nadie invierte. La cantidad de los emprendedores que tienen que estar *full time* depende del estadio del emprendimiento. Muy verde, sin ventas no recibió otra inversión, es razonable que no estén *full time*, pero rápidamente tienen que intentar que el emprendimiento se sustente para que el equipo esté *full time*”

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple esta proposición.

Si bien esta proposición no fue mencionada de manera directa durante la entrevista, pero se desprende de la misma y de las industrias a las que el fondo apunta, que se busca que los proyectos por lo general tengan un diferencial, pero no necesariamente que el mercado este en crecimiento ya que también se evalúan propuestas de mercados muy amplios que no necesariamente significan que estén en crecimiento

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple esta proposición.

Si bien no se definió de manera precisa el concepto de escalabilidad, si se sostuvo que hay unos mínimos en cuanto a escalabilidad que son que el proyecto tenga la capacidad de salir de Uruguay.

En base a esto, Mariana Chango sostuvo que “excluyente es que tenga un potencial de escalamiento relativamente importante, con lo cual son proyectos con una inmensa pata digital. Que sea para afuera de fronteras, nadie mira una startup uruguaya para que venda solo en Uruguay”.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple esta proposición.

Para la entrevistada es muy importante el entusiasmo que le genera el proyecto para decidirse a invertir y en base a esto sostuvo que “si te presentan un proyecto que vos decís, esto se copia en un minuto o hay 10.000 de esto y no es innovador, pierdes el entusiasmo.”

Considerando esto, también es importante destacar que esta innovación, no necesariamente tiene que ser radical, sino que también puede ser una innovación leve, pero en las circunstancias correctas también puede ser

considerado. En relación a esto la entrevistada sostuvo que “Cuando vos vas a participar en una startup puede ser dos cosas. O algo que no es muy innovador, pero que sentís que hay mucho mercado y todavía no está atendido. O algo que tenga algún grado de innovación en algún área (producto, ventas, etc). Debe tener un grado de innovación para que haga sentido”.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple esta proposición.

Este punto está muy relacionado con la tesis de inversión y el funcionamiento de este fondo en particular. El entusiasmo que se mencionó a lo largo de la entrevista por la entrevistada se desprende de poder trabajar en algo que les interese y sientan que puedan aportar valor.

En función a esto Mariana sostuvo que “no entramos en ningún proyecto que no sintamos que podemos agregar valor real. Es fundamental poder hacerlo”.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple esta proposición.

Si bien es importante mencionar que la salida de la inversión se analiza. En palabras de la entrevistada, “no es factor excluyente, pero se conversa”

A su vez Mariana sostuvo que “no se analiza tan explícitamente porque estas en edades tan tempranas por lo general que es difícil entender cómo podría ser el *exit*, pero tácitamente de alguna manera lo piensas.

Si bien este análisis no se realiza en profundidad, una pregunta que suele hacerse la entrevistada es: “¿Si esto se fuera a vender, quien podría ser el comprador de esto?”

También menciona una característica de los emprendedores que resulta interesante remarcar y que tiene relación con la salida de la inversión que es que

“hoy en día los equipos lo plantean (la salida de la inversión). Hoy en día el emprendedor está con el set de hacer para vender. Buscan hacer el unicornio”

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

Si bien los porcentajes que se piden por parte de los inversores están atados a los montos y a la valuación del emprendimiento que van a financiar, hay una medida relativa del porcentaje que buscan los inversores.

Para el caso de Tokai, Mariana sostuvo “Nosotros tratamos de tomar un porcentaje relevante, algo cercano al 20%, básicamente porque trabajamos. (...) Mas allá de la inversión, participamos activamente”

A su vez menciono que “El porcentaje es relevante también porque normalmente la empresa esa recibe algunas inversiones posteriores antes de que se venda (...) Y en esas rondas, todos se van diluyendo en porcentajes. Por eso hay que ser cuidadosos con los porcentajes porque puedes terminar diluyéndote”

Sin embargo, aclara lo siguiente en función al porcentaje que se quedan los emprendedores “Es muy importante que los emprendedores tengan un porcentaje relevante, porque también se van diluyendo y al final aquello termina siendo una empresa grande, dirigida por alguien que tiene un 7%, entonces no está bueno”

De esta manera podemos concluir que es un factor relevante el porcentaje que mantiene el emprendedor. En base a esto la entrevistada sostuvo que “Es fundamental que el emprendedor tenga un porcentaje muy relevante”

URUCAP

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

En Uruguay no hay *Venture Capital* propiamente dicho. Son más como “grupos de ángeles que invierten juntos”. Hay otros fondos que operan en Uruguay pero que son extranjeros y esos si tienen una estructura más clásica de *Venture Capital*.

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

Se cumple la proposición.

Los socios de URUCAP tienen acceso a un “showroom” en el que tienen acceso a los *decks* de los emprendedores. Sin embargo, los proyectos principalmente llegan a través de referidos y estos proyectos que son referidos por alguien tienen decididamente más probabilidad de recibir inversión que otros que llegan por llamadas en frío.

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Los determinantes para el proceso de screening se pueden dividir en las siguientes cosas. Modelo de negocios, “*feeling*” con el emprendedor, “*Cap Table*”. Si hay muchos socios que están dentro del proyecto y todos con poca participación no es atractivo. Se miran otras cosas como la capacidad de internacionalización y diferencial del producto.

Lo primero que se fijan es que el proyecto se ajuste a la tesis de inversión. Que se ajuste a los factores geográficos, de industria y en cuanto montos.

Por otro lado, también menciona que proyectos que no tengan un producto o servicio que muestre un valor agregado claro o un diferencial no son atractivos para los *Venture Capitals*.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Este es el más importante y se extiende a todo el equipo de fundadores y otros que estén en puestos de relevancia. El inversor va a querer que el equipo emprendedor mantenga una participación importante para que no se diluya y se asegure el compromiso por parte del equipo fundador.

“Se dice que se puede cambiar de idea con un equipo y funcionar, pero es más difícil cambiar de equipo de los fundadores”.

Se destacan factores que se consideran como positivos para valorar el equipo de *management*.

Que los fundadores tengan dedicación total. O que al menos varios de los fundadores tengan dedicación total.

Es importante que se tengan experiencia en la industria y que a su vez tengan experiencias previas como emprendedores.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

No se responde explícitamente, pero del contenido general de las respuestas puede encontrarse que si bien el mercado es un factor importante no tiene por qué tener un crecimiento explosivo para que sea atractivo siempre y cuando sea lo suficientemente grande.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple la proposición.

El entrevistado considera que es fundamental que el proyecto sea escalable fuera de Uruguay para ser considerado como candidato de inversión. No importa

que llegue a todo el mercado global “eso sería muy ambicioso” pero sí es importante que tenga potencial para salir de Uruguay.

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Se responde que la diferenciación del producto depende fundamentalmente de la Tesis de inversión del fondo que esté evaluando el proyecto.

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple la proposición.

El entrevistado afirma la importancia de agregar valor como determinante para la selección de una empresa para inversión. Esto queda evidenciado entre otras respuestas por la siguiente afirmación categórica. “Es imprescindible. Especialmente para los ángeles”.

A su vez la afirmación anterior toma especial valor dentro de esta proposición teniendo en cuenta que durante la entrevista surge que un número sustantivo de fondos de *Venture Capital* en Uruguay funcionan principalmente como inversores ángeles e invierten en etapas relativamente tempranas de las empresas.

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

Se cumple la proposición.

Consultada por este aspecto en particular ha surgido durante la entrevista que es un elemento que tal vez, por las características del ecosistema uruguayo, no se evalúe tanto.

La entrevistada afirma que: “los VCs lo evalúan, pero los ángeles no tanto. Va a depender mucho del grado de madurez del emprendimiento y del negocio”. Por

lo que puede suponerse que un número grande de fondos de *Venture Capital* en Uruguay.

En particular los que la misma entrevistada ha mencionado como fondos uruguayos que actúan como ángeles por lo tanto no analizarán la salida de la inversión en profundidad lo que sustancia esta proposición.

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

Se cumple la proposición.

El inversor va a querer que el equipo emprendedor mantenga una participación importante para que no se diluya y se asegure el compromiso por parte del equipo fundador.

Mordezki y Asociados

Proposición 1: Los VC en Uruguay presentan estructura de funcionamiento más similares a las del capital semilla que a la de fondos de VC estructurados.

Se cumple la proposición.

En líneas generales, Marcel Mordezki sostuvo que los fondos en Latinoamérica funcionan de manera similar en la región, pero difiere con la literatura, fundamentalmente por las formas de financiamiento.

Ante esto sostiene que “Hay un problema institucional en los fondos LATAM, no está muy desarrollado el concepto de los fondos. La plata viene de individuos/familias poderosas de la región, o viene de apalancamiento de organismos internacionales (BID) y eso te condiciona el proceso de selección (Tiene que haber minorías, etc)”

Proposición 2: Los proyectos obtenidos mediante la búsqueda activa, tienen una influencia significativa en la decisión de inversión de los VC (fase de origen del trato).

No se cumple la proposición.

En relación con esto, el entrevistado sostiene que el origen de los contactos “No tiene importancia”.

En base a su experiencia con los fondos chilenos en particular y que según su visión son muy similares a los uruguayos, los fondos no van a buscar a los emprendedores, sino que son los emprendedores quienes se acercan a los fondos.

A su vez menciona que los fondos, “a pesar de que son inversores de riesgo, son *risk averse*, seleccionan por precaución en el *downside* más que oportunidad en el *upside*”

Proposición 3: La tesis de inversión es una variable muy significativa durante el proceso de *Screening* de los VC.

Se cumple la proposición.

Si bien, según el entrevistado el proceso de screening “Es mucho menos serio y profesional que lo que te estas imaginando” y “el *dealflow* de empresas invertibles en Uruguay oscila entre 20 y 50 startups por año”, existe una tendencia a evaluar las empresas mediante su tesis de inversión.

Ante esto sostiene que “Los fondos usan un criterio FIFO, la empresa que viene la evalúan, y no demora mucho en dar una respuesta, en una semana ya dan una respuesta” pero a su vez aclara que el primero de los filtros es su tesis de inversión que implican 3 conceptos que son el nivel geográfico, el estadio de desarrollo y la vertical tecnológica”

En base a estos tres conceptos se realiza el primer filtro de proyectos.

Proposición 4: Los VC toman en cuenta el equipo fundador o de *management* como principal aspecto a evaluar a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Si bien según el entrevistado los inversores buscan un conjunto de características en un emprendimiento y equipo emprendedor o fundador, “El factor más importante, el equipo”

Ante esto también menciona que los inversionistas buscan las siguientes características en una startup: “1) El equipo: emprendedores seriales, si trabajaron juntos antes, si funciona. 2) El producto: 3) la diferenciación: mínimo set de funcionalidades que generan ingresos, si es defendible, si tiene un diferencial 4) Finanzas: tienen que hacer sentido los *units economics*. El EBITDA de largo plazo, ¿cuánto es? Buscan EBITDA de largo plazo grandes”

A su vez realiza una distinción adicional en relación a la dedicación del equipo emprendedor “al menos uno tiene que tener dedicación exclusiva” pero sin embargo también menciona que no hay criterios excluyentes.

Proposición 5: Que el mercado objetivo esté en crecimiento no es un factor excluyente a la hora de seleccionar una inversión.

Se cumple la proposición.

Para el entrevistado, este es “Es el segundo factor más relevante, el potencial crecimiento” y acota además que “para ser carne de VC tenes que ser una empresa de 100x o 1000x” y eso se logra con el potencial crecimiento.

A su vez añade que “El VC en general no invierte en un modelo de negocio maduro o *legacy*. Invierte en un negocio innovador que va a estar en la punta del consumo en los próximos 3-5 años”

Por otro lado, Marcel Mordezki sostiene que “El VC en general está jugando el partido de mañana, no el de hoy” “suele mirar al futuro, ellos no crean para vender hoy, sino que ellos están enfocados en la tecnología del mañana para vender mañana y ser el primero mañana”

Debido a esto, los fondos tienden a ser “*Market Creators* y no un *Market Followers*” y que los mercados no tengan barreras ni competidores claros, sino que se van construyendo en la medida que el emprendimiento empieza a funcionar.

Proposición 6: La escalabilidad internacional del proyecto en Uruguay, es un factor determinante para ser financiado por un VC.

Se cumple esta proposición.

Esto según el entrevistado es “extremadamente importante y es excluyente. Esta implícito en el concepto de tasa de crecimiento”

Un emprendimiento que no es escalable no es interesante para los fondos ya que no cumplen con sus objetivos ni plazos. En base a esto Mordezki sostiene que “Si vos no tenes un modelo de negocios que sea escalable, no sos carne de VC. No te da la cuenta para que cuando el inversor liquide en 7 años y haga la tasa de retorno le da que perdió plata”

Proposición 7: La diferenciación del producto es un factor con una influencia muy significativa a la hora de seleccionar un proyecto.

Se cumple esta proposición.

Este factor es muy relevante para los fondos de VC según el entrevistado. A su vez menciona que no solo es la capacidad de diferenciación que tiene que tener el producto lo relevante sino también que tan defendible es esta diferenciación. Es decir que tan difícil es que un competidor te copie.

En relación a esto, el entrevistado introduce un concepto que según menciona “Es la ley 10x. 10 veces más barato, 10 veces más rápido o 10 veces mejor”.

A su vez menciona que los proyectos tienen como génesis esta posible diferenciación ya que el emprendedor muchas veces encuentra “necesidades que actualmente el emprendedor siente que se está resolviendo de una manera arcaica y que él como emprendedor, siente que su proyecto puede contribuir a hacerlo mejor”

Proposición 8: Los VC en Uruguay eligen invertir en proyectos a los que consideran que pueden agregarles valor (*expertise* del propio VC en la formación y crecimiento de empresas y en las industrias en la que invierte).

Se cumple esta proposición.

En la mayoría de los casos es recomendable que el fondo pueda agregarle valor al proyecto.

Usualmente el valor agregado de los fondos está muy relacionado con las verticales en las que invierten ya que tienden a ser verticales en las que cuentan con experiencia, contactos y conocimiento.

En función de esto, Mordezki sostiene que “si bien hay agnósticos, no es recomendable que sea así en cuanto a su vertical.”

Proposición 9: El plazo de salida de inversión no es analizado en profundidad por los VC para seleccionar un proyecto.

No se cumple esta proposición.

En esta entrevista, esta proposición no se cumple ya que el entrevistado considera que “ningún VC invierte en un emprendimiento sin saber cómo va a salir”.

A su vez sostiene que los emprendedores dentro de su *pitch* tienen que tener un espacio dedicado a la salida de la inversión y en la que se mencione la posible o posibles salidas de la inversión. “usted va a salir en un evento de liquidez en tanto tiempo y de tal forma”. Mordezki sostiene además que ese evento que el emprendedor menciona “después puede o no pasar, pero el fondo tiene que entrar con una estrategia de salida”

A su vez menciona que en el mercado uruguayo la mayoría de las salidas de inversiones son a través de compras estratégicas. “En Uruguay hay salidas intermedias y aproximadamente 1 de cada 10 salen a IPO. El resto es por compra estratégicas”

Proposición 10: Los VC buscan que los fundadores mantengan una participación significativa en el patrimonio del emprendimiento en las etapas en las que ellos invierten.

No se cumple esta proposición.

Para Mordezki esta proposición no es relevante para los fondos ya que lo que realmente consideran importante es “cuanto te pide el emprendedor en relación con los montos que piden”

VIII. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES

1. Conclusiones y reflexiones finales

Introducción

Este trabajo de investigación fue motivado principalmente por dos aspectos: La falta de investigación sobre el ecosistema de *Venture Capital* en Uruguay y la importancia que ha tomado este mecanismo de inversión para el desarrollo de emprendimientos e innovación en tecnología.

De nuestra búsqueda bibliográfica no hemos encontrado publicaciones que se centren sobre este tema en Uruguay. De esta forma consideramos que existe una necesidad de investigación sobre este tema.

Estructura de los VC

Podemos afirmar que existe una estructura comúnmente empleada por los fondos de *Venture Capital* para su funcionamiento en la que hay un grupo de inversores llamados LP que proveen los fondos a ser invertidos y por otro lado están los GP que invierten los fondos cobrando un interés por administrarlos.

Generalmente estos fondos tienen un tiempo de vida en el cuál deben desplegar los fondos e invertirlos “*deployment time*” y salir de las inversiones dentro de esa ventana de tiempo.

En relación con esto y desprendiéndose de las entrevistas realizadas, podemos concluir que existen diferencias entre los fondos que operan en Uruguay y la literatura. Las principales diferencias que se encontraron fueron fundamentalmente en relación con la estructura y el plazo.

De los fondos entrevistados, un número significativo mencionó que no tienen una estructura de GP y LP, sino que son los mismos socios los que efectúan ambos roles ya que son los encargados de inyectar el dinero y de administrarlo.

De esto se desprende la segunda diferencia que reside en el “*deployment time*”. Al operar con fondos propios y no tener la figura del *Limited Partner*, no existe la necesidad de liquidar las inversiones en un plazo establecido.

Originación del trato

De la revisión bibliográfica se desprende que los fondos de *Venture Capital* tienen tres vías principales por las cuales toman contacto con los planes de negocio y oportunidades de inversión:

- Referidos: Acceso a propuestas mediante referencia de algún actor relevante para el fondo (incluye referencias de otros fondos, Incubadoras, aceleradoras y de *founders* de empresas que el fondo haya invertido)
- Búsqueda Activa: El VC busca de forma activa tratos o propuestas. Engloba las diferentes actividades de aceleradoras e incubadoras
- Contacto directo: Llamadas en frío, mensajes directos por *LinkedIn* u otros medios a los socios de los VC.

El autor Fenn, *et al.* (1997) en su investigación afirma que hay una preferencia por los tratos que se han originado por búsqueda activa.

En nuestro estudio hemos confirmado que los fondos de *Venture Capital* que hemos entrevistado emplean estos tres medios para la originación de sus tratos.

Sin embargo, habiendo indagado sobre si existe una preferencia por la vía de búsqueda activa (Proposición 2) encontramos que la misma no se cumple en su mayoría por lo que no existe entre los fondos entrevistados una preferencia clara por este medio por sobre los otros.

Screening

La literatura reconoce que los fondos de inversión de *Venture Capital* tienen poco personal como para hacer un análisis exhaustivo de cada proyecto que recibe. Por lo tanto, emplea un primer filtro para descartar de forma inmediata las propuestas que pueden no ser de su interés.

Las principales características que se incluyen como elementos para evaluar en esta etapa son: Tamaño de la inversión, sector de mercado o industria, ubicación geográfica y etapa de financiación. Estos puntos hoy en día constituyen lo que se conoce como “Tesis de Inversión”. De esta forma puede concluirse de la literatura que hemos analizado para el presente trabajo que el “*screening*” o

descarte inicial se basa en el ajuste de la compañía candidata a ser invertida a la tesis de inversión (Proposición 3).

Los resultados de las entrevistas realizadas en este estudio a los fondos de VC revelan una concordancia con el punto anterior y unánimemente se ha respondido de forma afirmativa a la anterior proposición.

Concluimos entonces que los VC's que operan en Uruguay se basan en el ajuste de la compañía a su tesis de inversión para realizar el proceso de screening o descarte inicial.

Debemos aclarar también que si bien las tesis de inversión de los fondos contemplan los cuatro aspectos que hemos resumido anteriormente, de nuestras entrevistas surge que tres de estos cuatro elementos son comúnmente incluidos en las tesis de inversión de los VC, sin embargo, el factor geográfico no es considerado con la misma frecuencia.

Evaluación

De la revisión de la bibliografía sobre *Venture Capital* realizada, hemos encontrado algunos criterios que son comúnmente aceptados por varios de los autores estudiados como significativos a la hora de seleccionar inversiones por los fondos de *Venture Capital*.

Estos criterios son:

- Equipo de fundador o de *management*
- Mercado
- Producto
- Plan/modelo de negocios
- Situación económico-financiera
- Monto de la inversión que se solicita
- Posibilidad de agregarle valor al emprendimiento
- Porcentaje del *stake* del emprendedor
- Tasa de retorno
- Plazo de salida de la inversión

En la literatura analizada para este trabajo no se ha encontrado una ponderación relativa uniforme que ordene estos criterios.

En función de esto se les consulto a los entrevistados acerca de los criterios de selección antes mencionados y podemos concluir los siguiente:

De forma unánime los entrevistados mencionaron que el equipo de *management* es el principal factor para analizar para evaluar sus inversiones. En base a esto podemos concluir que la valoración que realizan los fondos de VC sobre el equipo de *management*/fundador tiene una importancia significativa al momento de evaluar una potencial inversión.

Asimismo, otros de los criterios que tuvieron unanimidad a la hora de ser evaluados fueron la diferenciación del producto, la capacidad del proyecto de ser escalable internacionalmente y la posibilidad de los VC de agregarle valor a los emprendimientos.

En relación con la diferenciación, el principal aspecto mencionado en las entrevistas es que el producto posea un grado de innovación que le permita tener una ventaja competitiva durante un tiempo determinado frente a los competidores de forma tal que genere barreras de entrada.

Profundizando en lo que a ventaja competitiva refiere, se desprende de las entrevistas que implica la solución de un problema o un dolor para determinado público de una forma sensiblemente más rápida, barata o eficaz que la competencia.

Respecto de lo qué se entiende por escalabilidad internacional no hay un criterio unánime, sin embargo, podemos establecer que, en líneas generales, los fondos de VC se refieren a escalabilidad internacional a que el proyecto no este pensado para Uruguay y se apunte a mercados que permitan multiplicar la facturación de los proyectos para conseguir los múltiplos o rendimientos esperados (por ejemplo, 10x)

Por otro lado, respecto al agregado de valor, principalmente se menciona la capacidad del fondo de proveer a los emprendedores de un *Networking* relevante para su emprendimiento. Sin embargo, también se busca brindarles a los emprendedores el *expertise* de los miembros del VC en la industria particular.

Adicionalmente, un factor que se considera determinante para gran parte de los entrevistados es el porcentaje de participación de los emprendedores en el proyecto.

Adentrándonos en lo que refiere a el porcentaje de participación de los emprendedores en el proyecto, si bien no existe un monto mínimo establecido se espera que tengan un porcentaje relevante ya que lo que busca el inversor es no solo que el emprendedor esté implicado en el proyecto, sino que a su vez no pierda la motivación. Mantener este porcentaje relevante, genera que el emprendedor siga considerándose un emprendedor y no un empleado del fondo de VC.

Estos porcentajes generan a su vez que el emprendedor evite diluirse en rondas siguientes, generando así que mantenga esta motivación para seguir creciendo y expandiéndose aun en rondas posteriores.

Por otro lado, existen algunos factores que son evaluados, pero sin mayor relevancia como lo son el plazo de la salida de la inversión y que el mercado al que se apunta este en crecimiento.

En relación a esto se evalúa que el plazo de salida este alineado a priori con la vida del fondo, independientemente de que se entiende que muchas veces las proyecciones no se cumplen en los plazos establecidos. Por otro lado, el estado del mercado se evalúa de forma tácita ya que no es considerado demasiado relevante, sin embargo, muchas de las industrias que tienen como objetivo los fondos tienden a estar en crecimiento.

Durante el desarrollo de las entrevistas no surgieron nuevos criterios para la selección de inversiones por fuera de los seleccionados de la revisión bibliográfica realizada.

Por otro parte, se les solicito a los entrevistados que nos brindaran sus opiniones respecto a si existían algunos errores comunes que se encontraban en las propuestas que se descartaban, así como también si pudiesen brindar algún consejo para un potencial emprendedor que se encontrara en la etapa de analizar la búsqueda de fondos con un fondo de VC en Uruguay. A continuación, se expones los hallazgos de estos puntos.

Errores comunes de los emprendedores:

Si bien no existe un consenso generalizado por parte de los entrevistados en relación con los errores que tienen los proyectos o los emprendedores, se pueden encontrar algunos que tienen cierta coincidencia en algunas entrevistas.

En primer lugar, se puede encontrar como un error la falta de “*Due Dilligence*” por parte del emprendedor para con el fondo. Como ya se mencionó anteriormente los fondos tienen su tesis de inversión y en base a ella realizan el primer descarte de los proyectos. Dicho esto, es importante que el emprendedor haga una investigación acerca de la tesis del fondo al que está enviando su proyecto ya que es muy difícil que estos se aparten de su tesis de inversión.

Por otro lado, se ha mencionado como un error común el uso de supuestos para las proyecciones que no son razonables ni defendibles. En relación con esto se ha mencionado durante las entrevistas que muchas veces los emprendedores utilizan supuestos para validar sus proyecciones que no son razonables y que cuando son preguntados por estas no tienen argumentos sólidos para defenderlas. Si bien es esperable que las proyecciones utilicen supuestos agresivos, tienen que ser lo suficientemente razonables como para poder ser defendibles. Acerca de esto Hernán Haro, Socio del fondo Mr. Pink, menciona que las proyecciones tienen que ser “suficientemente agresivas para que atraigan la atención del inversionista, pero creíble”

A su vez, otro error que es mencionado es el error en el “*Adressable Market*” y la subestimación del “*go-to-market*”. En relación a esto se menciona que muchas veces los emprendedores hacen cálculos en función a captar una pequeña porción de un mercado muy grande como mercado objetivo para su proyecto, pero sin considerar que otras opciones tiene ese mercado, si están dispuestos a comprar su producto o no, o si existen algunas limitantes para ese mercado particular. A su vez se subestiman los esfuerzos necesarios para salir al mercado ya que muchas veces se cree que un producto bueno “se vende solo” pero esto no siempre se cumple y para lograr generar tracción es necesario de grandes esfuerzos.

Relacionado a esto último, otro de los errores mencionados durante las entrevistas fue la subestimación de los esfuerzos requeridos. Tanto a nivel de “*go-to-market*” como a nivel general, existe una subestimación de los esfuerzos tanto económicos como de capital humano requeridos para hacer crecer a los emprendimientos. Muchas veces se realizan proyecciones con crecimientos anuales muy grandes, que muchas veces pueden estar justificados o no, pero no se acompaña con el nivel de costos. (Un ejemplo de esto fueron proyecciones de crecimiento en ventas, pero sin un acompañamiento de la cantidad de representantes de ventas). A su vez, y relacionado esta sobreestimación, se menciona también que hay un error en los esfuerzos requeridos para abrir

mercados. Muchas veces los emprendedores tienen como objetivo abrir distintos mercados, pero sin considerar los esfuerzos necesarios que tienen que realizar para poder hacerlo, que en muchos casos implica que al menos uno de los emprendedores se radique en ese país al menos durante un tiempo.

Otro de los puntos mencionados fue la falta de foco de los emprendedores en la estrategia. Muchas veces los emprendedores se focalizan en los objetivos (por ejemplo, abrir una cantidad de mercados en un determinado tiempo, o crecer un porcentaje determinado en un tiempo definido) pero no tienen una estrategia clara de cómo poder lograrlo.

Por último, otros puntos mencionados fueron la sobreestimación del diferencial del producto o servicio y la falta de fundamentos para solicitar un monto de inversión. En relación a esto, muchas veces el emprendedor tiene una sobreestimación del diferencial de su producto y cree que es inimitable y basa su estrategia en este diferencial, pero no siempre es así. Por otro lado, y en relación a los montos solicitados, algunos de los entrevistados han mencionado que se han encontrado con emprendedores que solicitan montos en función de lo que han levantado otras empresas más que en una necesidad real de ellos o basados en una estimación de los fondos necesarios para realizar determinadas acciones.

Recomendaciones:

En cuanto a las recomendaciones, se pueden extraer varias conclusiones de los distintos consejos que cada entrevistado brindó, aunque no exista un consenso generalizado.

En primer lugar, se mencionó que el emprendedor haga una “introspección” para entender y analizar todas las áreas del emprendimiento y tener un plan para cada una de estas (Mercado, operaciones, modelo de negocios, “*go-to-market*”, equipo, y si son una empresa “*paindriven*” o “*productdriven*”).

Por otro lado, y relacionado con los errores comunes, es que no subestimen los esfuerzos que tienen que realizar en cada una de las áreas del emprendimiento ni en los que tiene que realizar los emprendedores para lograr sus objetivos.

También vinculado a los errores antes mencionados, como recomendación previa a contactar a ningún fondo de VC es que el emprendedor haga el “*Due Diligence*” de cada fondo, para evaluar a cuáles les podría interesar su propuesta

y a cuáles no. En relación con esto Hernán Haro menciona que "Muchas veces los emprendedores creen que pueden convencer al fondo, y es un esfuerzo que no vale la pena hacer salvo que hayas agotado todas las otras opciones razonables".

Por otro lado, como recomendación esta la preparación del *"deck"* y del *pitch*. Acerca de esto es importante destacar que la primera entrevista usualmente dura no más de 30 minutos, por lo que lo que prepare el emprendedor tiene que estar pensado para ser breve y conciso. Una de las principales menciones en relación a esto por varios de los entrevistados fue que el objetivo de la primera entrevista tiene que ser lograr conseguir una segunda.

Por último, otro de las recomendaciones que se han obtenido de las entrevistas es acerca del emprendedor y su capacidad para escuchar. Un aspecto muy relevante que se ha mencionado como característica para los emprendedores es su capacidad de escuchar, por lo que es fundamental para el emprendedor que esté dispuesto a escuchar y recibir *"feedback"*. A su vez, y en relación a esto, Alvaro Moré sostiene que "El *"feedback"* es un regalo. Si no te lo dan pedilo y expandí un poco, sobretodo cuando te rechazan"

2. Limitaciones y posibles futuras líneas de investigación

Durante la realización de este trabajo se encontraron ciertas limitantes que se exponen a continuación.

En primer lugar, es relevante mencionar, que dada la metodología cualitativa que se utilizó para realizar el presente estudio, las conclusiones obtenidas no pueden extrapolarse a otras regiones ni tampoco pueden generalizarse sus resultados.

En segundo lugar, una gran limitante fue el tiempo. No se pudo acceder a todos los fondos de VC que operan en el país debido al tiempo disponible y a la inaccesibilidad de los mismos. El acceso a todos los fondos que operan en Uruguay permitiría tener una visión más completa de los puntos investigados. Tampoco fue posible acceder a todos los miembros de Urucap lo cual permitiría tener una generalización al menos de los socios de la asociación.

Por otro lado, durante el proceso de investigación surgieron algunas interrogantes que podrían considerarse para futuras líneas de investigación que se detallan a continuación:

Realizar un análisis de los criterios de los VC mediante protocolos verbales. De la literatura se desprende que pueden existir sesgos inconscientes a la hora de recordar los criterios utilizados por parte de los fondos. Debido a esto surge la interrogante de si efectivamente los criterios mencionados por los entrevistados se cumplen y ponderan de igual manera que en la práctica.

Realizar un estudio cuantitativo que abarque la totalidad de los fondos de VC que operan en Uruguay y permita corroborar los resultados en esta investigación, así como también identificar nuevas oportunidades de investigación.

Realizar un estudio cuantitativo que cubra las etapas de post inversión y brinde un mayor conocimiento del valor agregado real de los fondos de VC y su seguimiento en las inversiones.

IX. BIBLIOGRAFÍA

- Ahlstrom, D. y Bruton, G. (2006). Venture capital in emerging economies: Networks and institutional change. *Entrepreneurship theory and practice*, 30(2), 299-320. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00122.x>
- Albers, J. (2006). Do You Have an Investable Business Case? Your Story Versus What VCs Really Want to Hear. *Excell Partners, Inc., New York*, 1-12.
- Álvarez-Gayou, J. L. (2003). *Cómo hacer investigación cualitativa. Fundamentos y metodología*. Paidós
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S., y Andres, R. (2019). Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of *Venture Capital*, business angels, and family offices. *Journal of corporate finance*, 58, 329-352. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>
- Bogdan, R. C & Biklen, SK (2003). *Qualitative Research for Education: An introduction to Theories and Methods*. New York: Pearson Education group. (pp. 110-120).
- Bradley, S. W. y Klein, P. (2016). Institutions, economic freedom, and entrepreneurship: The contribution of management scholarship. *Academy of Management Perspectives*, 30(3), 211-221. <https://doi.org/10.5465/amp.2013.0137>
- Bustamante, C. V., Mingo, S. y Matusik, S. F. (2021). Institutions and Venture Capital market creation: The case of an emerging market. *Journal of Business Research*, 127, 1-12. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.008>
- Cahen, F., Casanova, L. y Miroux, A. (2019). *From copycat to leaders: Innovation from emerging markets*. Cambridge University Press.
- Caselli, S. y Negri, G. (2021). *Private equity and Venture Capital in Europe: markets, techniques, and deals*. Academic Press.
- Cavalie, E. (31 de mayo de 2020). *Venture Capital en Latinoamérica*. Inversión

simple. <https://www.inversionsimple.com/venture-capital-en-latinoamerica/>

- Celis, C. (15 de mayo de 2012). *Guía para el emprendedor de hoy: ¿Cómo obtener financiación?. Grandes Pymes.* <http://www.grandespymes.com.ar/2012/05/15/guia-para-el-emprendedor-de-hoy-como-obtener-financiacion/>
- Creswell, J. W. (2009). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches (3rd ed.)*. Sage Publications, Inc.
- Cumming, D. J., Kumar, S., Lim, W. M. y Pandey, N. (2022). Venture Capital and private equity research: A bibliometric review and future research agenda. SSRN. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4034812>
- De Clercq, D. and Manigart, S. (2007). The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement. In H. Landström, (Ed), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 193–218.
- Evans, M. y Hudson, E. (2005). A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers. *Journal of Economic and Social Policy*, 10(1), 45–63. <https://search.informit.org/doi/10.3316/ielapa.200602236>
- Fenn, G. W., Liang, N. y Prowse, S. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1-106. <https://doi.org/10.1111/1468-0416.00012>
- Foo, M. D., Vissa, B. y Wu, B. (2020). Entrepreneurship in emerging economies. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 14(3), 289-301. <https://doi.org/10.1002/sej.1363>
- Gompers, P. A. (1994). The Rise and Fall of Venture Capital. *Business and Economic History*, 23(2), 1–26. <http://www.jstor.org/stable/23702914>
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N. y Strebulaev, I. A. (2016). How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Grilli, L., Latifi, G. y Mrkajic, B. (2019). Institutional determinants of *Venture Capital* activity: an empirically driven literature review and a research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1094-1122. <https://doi.org/10.1111/joes.12319>

- Grinnell, R. (1997). *Social work research & evaluation: Quantitative and qualitative approaches*. Peacock Publishers
- Hall, J. y Hofer, C. W. (1993). Venture Capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of business venturing*, 8(1), 25-42. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(93\)90009-T](https://doi.org/10.1016/0883-9026(93)90009-T)
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, M. (2014). *Metodología de la investigación*. McGraw Hill.
- Kaplan, S.N. and P. Strömberg (2003), 'Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of VC contracts', *Review of Economic Studies*, 70(2), 281–315. <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>
- Kaplan, Steven N. y Antoinette Schoar (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance* 60(4), 1791–1823. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>
- Kaplan, S. N. y Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of economic perspectives*, 23(1), 121-146. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.23.1.121>
- King, B. (2011). *A multi-method study of Venture Capital firm strategy: resource dependence, specialization, and deliberate emergence*. [PHD, McGill University]. <https://escholarship.mcgill.ca/concern/theses/zs25x8984>
- LAVCA (31.12.2021). *Latin America Data Insight*, Association for Private Capital Investment in Latin America. <https://lavca.org/industry-data/2022-lavca-industry-data-and-analysis/>
- Lerner, J. y Nanda, R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. *The Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 237-261. <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.237>
- MacMillan, I. C., Siegel, R. y Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by Venture Capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(85\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(85)90011-4)
- MacMillan, I. C., Zemann, L. y Subbanarasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing* 1(1), 123-137 [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(85\)90011-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(85)90011-4)
- Mason, C. y Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A

comparison of the investment criteria of bankers, Venture Capitalists and business angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248. <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>

- Merriam, Sharan B. (2009). *Qualitative research: A guide to design and implementation (2nd ed.)*. John Wiley & Sons.
- Mertens, D.M. (2005). *Research methods in education and psychology: Integrating diversity with quantitative and qualitative approaches. (2nd ed.)*. Sage.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2011). *Venture Capital and the finance of innovation*. John Wiley & Sons.
- Mingo, S., Morales, F. y Junkunc, M. (2013). Private equity investments in emerging markets, national governance, and geographic distance: The case of Latin America, 1996–2009. *Internationalization, innovation and sustainability of MNCs in Latin America* (pp. 103-123). Palgrave Macmillan UK.
- Muzyka, D., Birley, S., & Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European Venture Capitalists. *Journal of business venturing*, 11(4), 273-287. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(95\)00126-3](https://doi.org/10.1016/0883-9026(95)00126-3)
- Norton, E. (1996). Venture Capital as an alternative means to allocate capital: an agency-theoretic view. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20(2), 19-29. <https://doi.org/10.1177/104225879602000203>
- Sahu, R., Nath, A. y Banerjee, P. (2009). Trends in Private Equity and Venture Capital Investments with Special Focus on the Booming India Growth Story. *Journal of International Commercial Law and Technology*, 4(2), 128-142. <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/jcolate4&div=14&id=&page=>
- Sandberg, W. R. y Hofer, C. W. (1987). Improving new venture performance: The role of strategy, industry structure, and the entrepreneur. *Journal of Business venturing*, 2(1), 5-28. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(87\)90016-4](https://doi.org/10.1016/0883-9026(87)90016-4)
- Shepherd, D. A. (1999). Venture Capitalists' Introspection: A Comparison of "In Use" and "Espoused" Decision Policies. *Journal of Small Business Management*, 37(2).
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Sage
- Stein, E. H., & Wagner, R. A. (2019). The development of *Venture Capital* in

Latin America and the Caribbean: A comparative perspective. CEPAL Review, 128, 49–70."

- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A Model of *Venture Capitalist* Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051–1066. <http://www.jstor.org/stable/2631723>
- Unrau, Y. A., Gabor, P. A. y Grinnell, R. M. (2007). *Evaluation in social work: The art and science of practice*. Oxford University Press.
- URUCAP *Informe Anual de Capital Privado Elaborado por CPA Ferrere 2023*. URUCAP. <https://urucap.org/estudios/informe-capital-privado-uruguay-2023/>
- Wiersma, W. y Jurs, S. G. (2005). *Research methods in education*. Pearson.
- Wortev Capital. (2021). *General Partner vs Limited Partner, ¿quién es quién?* Wortev Capital. <https://wortev.capital/venture-capital/general-partner-vs-limited-partner-quien-es-quien-en-venture-capital/>
- Yahoo Finance. (2024). *Top 10 Holdings - SPY*. Yahoo Finance. Consulta: 30/03/2024. <https://finance.yahoo.com/quote/SPY>
- Zacharakis, A. L. y Meyer, G. D. (1995). The Venture Capitalist decision: understanding process versus outcome. *Frontiers of entrepreneurship research*, 15, 465-78.
- Zacharakis, A. L. y Meyer, G. D. (1998). A lack of insight: do Venture Capitalists really understand their own decision process?. *Journal of business venturing*, 13(1), 57-76. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)00004-9)
- Zacharakis, A. y Shepherd, D. A. (2005). A non-additive decision-aid for Venture Capitalists' investment decisions. *European Journal of Operational Research*, 162(3), 673-689. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2003.10.028>
- Zacharakis, A. L., McMullen, J. S. y Shepherd, D. A. (2007). Venture capitalists' decision policies across three countries: an institutional theory perspective. *Journal of International Business Studies*, 38, 691-708. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400291>
- Zapata-Huamaní, G.A. y Fernández-López, S. (2022). Venture Capital and Technology Entrepreneurship in Latin America: A Comparative Approach. En: Leitão, J., Ratten, V., Braga, V. (eds) *Latin American and Iberian Entrepreneurship. Contributions to Management Science*. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-97699-6_2

X. ANEXOS

ANEXO 1: FORMULARIO UTILIZADO EN LAS ENTREVISTAS

Entrevista a realizar para realizar una tesis como requisito para la obtención del título Master en Dirección Financiera

El objetivo de nuestro trabajo es identificar los criterios de selección que aplican los *Venture Capital* en Uruguay a la hora de elegir en qué empresas realizar sus de inversiones. Es mediante la realización de entrevistas a protagonistas del ecosistema de *Venture Capital* uruguayo que podremos relevar la información necesaria para cumplir con el objetivo del trabajo.

A continuación, exponemos una guía preliminar de la información que nos gustaría obtener en nuestra reunión. Las preguntas y opciones enumeradas han surgido de nuestro repaso de la bibliografía internacional. A partir de esta información buscaremos identificar las semejanzas y diferencias hay entre práctica uruguaya de *Venture Capital* y la práctica internacional.

Guía de entrevista a realizar:

I) Origen del trato

1. ¿Tiene incidencia el camino por el que llegó el contacto a la hora de hacer el screening?
2. En caso de que sí tenga incidencia, ¿cuál es la vía preferida y qué recomendación se le haría a un emprendedor que busque este tipo de inversión?

II) Proceso de Screening

1. ¿Evalúan todas las propuestas con la misma profundidad o aplican un primer filtro de selección?
2. En caso de que se aplique un primer filtro, ¿qué criterio aplican para realizar el mismo?
3. ¿Hay errores/factores comunes que se repiten en las propuestas que descartan?
4. ¿Se realiza algún *research* previo del equipo de *Management* y Socios del emprendimiento? Si, se realiza, ¿a través de qué contactos se realiza el mismo?

III) Proceso de evaluación

A modo de guía, mencionamos los criterios más destacados en la bibliografía relevada. Tener presente que estos criterios no están expuestos siguiendo un orden de relevancia:

A. Qué elementos evalúan de las propuestas de inversión recibida:

- **Equipo de Fundador**
- **Mercado**
- **Producto**
- **Plan de Negocios**
- **Situación económica/financiera**
- **El monto de la inversión que se solicita/necesita**
- **Posibilidades de agregarle valor al emprendimiento por post aporte**
- **Porcentaje de participación/ inversión “*stake*” del emprendedor**
- **Tasa de retorno esperada**
- **Plazo de salida de la inversión (Cashout)**
- **Otros que sean relevantes y no hayamos mencionado:.....**

B. ¿Podrías ordenarlos por orden de relevancia? ¿Algunas de ellas serían excluyentes? ¿Podría asignarle un porcentaje/importancia relativa?

C. ¿Cuáles serían las principales características que evalúan sobre cada elemento mencionado en A)?:

- **Equipo de *Management***
- **Mercado**
- **Producto**
- **Plan de Negocios**
- **Situación económica/financiera**
- **El monto de la inversión que se solicita/necesita**
- **Posibilidades de agregarle valor al emprendimiento por post aporte**

- **Porcentaje de participación/ inversión “stake” del emprendedor**
- **Tasa de retorno esperada**
- **Plazo de salida de la inversión (Cashout)**
- **Otros que sean relevantes y no hayamos mencionado:**