



# La teoría de la agencia en la industria del capital riesgo: mecanismos de alineación de intereses<sup>1</sup>

*The agency theory in venture capital/private equity industry: mechanisms to align interests*

*La théorie de l'agence dans l'industrie du capital de risque: des mécanismes pour l'alignement d'intérêts*

Leonel Arango Vásquez\*\*  
[leonel.arango@esumer.edu.co](mailto:leonel.arango@esumer.edu.co)

Eduardo Alexander Duque Grisales\*\*\*  
[eduardo.duque@esumer.edu.co](mailto:eduardo.duque@esumer.edu.co)

Germán Horacio Cardona Vélez\*\*\*  
[german.cardona@esumer.edu.co](mailto:german.cardona@esumer.edu.co)

\*\*Máster en Banca y Finanzas, Universidad Antonio de Nebrija, Madrid – España  
Docente Investigador Institución Universitaria Esumer, Medellín – Colombia

\*\*\*Magister en Ingeniería Administrativa, Universidad Nacional,  
Docente Investigador Institución Universitaria Esumer, Medellín – Colombia

\*\*\*\*Máster en Economía, Universidad Eafit,  
Docente Investigador Institución Universitaria Esumer, Medellín – Colombia

---

<sup>1</sup> Este artículo es un producto derivado del proyecto de investigación “Industria del capital riesgo en Colombia”, presentado por el Grupo de Investigación Estudios Internacionales, de la Institución Universitaria Esumer.

## Resumen

La información que posee la dirección de la empresa es más completa y precisa que la que posee el fondo de capital riesgo. Esa asimetría de información hace posible que surja el problema de agencia en las operaciones de financiación. Para hacer frente a dicho problema, la industria del capital riesgo usa distintos mecanismos de alineación de intereses entre el fondo y la dirección, los cuales pueden ser usados en la fase previa y posterior a la inversión que realiza el fondo. Sin embargo, esos mecanismos no son siempre efectivos para evitar el problema de agencia, debido a que presentan falencias; esto hace necesario que los fondos tengan la capacidad de monitorear y controlar constantemente las acciones y decisiones de la dirección.

**Palabras clave:** capital riesgo, teoría de la agencia, principal-agente, *venture capital*, *private equity*, alineación de intereses.

## Abstract

The information company boards possess is more complete and more precise than the information handled by the venture capital/private equity fund. This information asymmetry leads to the agency problem in financial operations. To deal with such a problem, the venture capital/private equity industry has several mechanisms, which lead to align the interest between funds and boards using those mechanisms in the pre-investment and post-investment phases. However, those instruments are not always effective to deal with the agency problem since they present some weaknesses. This implies that funds must have the ability to constantly monitor and control boards' behavior.

**Key words:** agency theory, principal-agent, venture capital, private equity, interest alignment

## Résumé

Les informations disponibles à la gestion des entreprises sont plus complètes et plus précises que celles-ci possédées par le fonds de capital-risque. Cette asymétrie d'information cause le problème d'agence dans les opérations de financement. Pour faire face à ce problème, l'industrie du capital de risque utilise des différents mécanismes d'alignement d'intérêts entre le fonds et la gestion ; ces mécanismes peuvent être utilisés dans la phase pré et post investissement. Malgré cela, ces mécanismes ne sont pas toujours efficaces dans la prévention du problème d'agence car ils ont des faiblesses ; ceci rend nécessaire que les fonds aient la capacité de surveiller et contrôler constamment les actions et décisions de la direction.

**Mots-clés:** Capital-risque, théorie d'agence, principal-agent, capital d'investissement, l'alignement des intérêts.

## Para citar este artículo / To cite this article / Pour citer cet article:

Arango L., Duque, E. A. & Cardona, G. H. (2014). La teoría de la agencia en la industria del capital riesgo: mecanismos de alineación de intereses. *Escenarios: empresa y territorio*, 3, pp.

## Introducción

La teoría de la agencia pone de manifiesto la existencia de un problema de asimetría de información entre dos partes que están relacionadas en una determinada interacción económica (Gorbaneff et al., 2009), una de ellas denominada el agente y otra denominada el principal. El ejemplo más usado para referirse al principal y al agente es la sociedad anónima, en la que se entiende a los dueños como los principales y a los directivos (dirección) como los agentes. Las distintas funciones de unos y otros surgen por la inevitable separación que existe entre la propiedad y el control. Desde el caso típico de la sociedad anónima, Salas (2000) entiende a la propiedad como el reparto de inversiones y rentas inciertas entre muchos accionistas anónimos, mientras que el control lo concibe como la administración de contratos ejerciendo autoridad. Rodrigo (2012) describe esta relación de la siguiente manera:

La propiedad de la empresa está generalmente en manos de muchos accionistas, dispersos y que no se conocen entre sí, y la gestión de la empresa la llevan a cabo profesionales que, aunque algunas veces posean acciones, son sobre todo gestores por cuenta ajena, agentes de los accionistas, que deben tener en cuenta el objetivo esencial de creación de valor para el accionista en su toma de decisiones.

No obstante, existen otra serie de circunstancias que tipifican distintas relaciones principal-agente como, por ejemplo, el propietario de una finca raíz y su administrador, un paciente y su médico, una compañía de seguros y la persona que adquiere una póliza, un arrendador y el arrendatario (Douma & Schreuder, 2004), siendo en cada caso los primeros principales y los segundos agentes.

En la industria del capital riesgo también se puede presentar el problema de la agencia. En ese contexto, se entiende a los fondos de capital riesgo como los principales y a los fundadores (dirección) de las empresas como los agentes (Beuselinck et al., 2008; Kaplan & Stromberg, 2001). La dirección se encarga de coordinar día a día las operaciones de la empresa con el dinero que ha aportado el fondo de capital riesgo. La literatura existente permite soportar de forma sólida la idea fundamental de que el problema de la agencia es abordado en esta industria principalmente a través del diseño de contratos, siendo estos contratos de carácter financiero (Smolarski & Kut, 2011).

A diferencia de otras fuentes de financiación, los fondos de capital riesgo no sólo aportan dinero, sino que entran a formar equipo con los fundadores de la empresa tomando un puesto en la junta directiva (Sahlman, 1990), quienes se comprometen desde un primer momento con la gestión de esta, y aportan consejos de carácter administrativo o en áreas relacionadas con las ventas y el marketing; asimismo, ofrecen consejos de carácter técnico (Berger & Schaeck, 2011) y participan también en la toma de decisiones relevantes.

Sin embargo, a pesar del trabajo colaborativo y el acompañamiento continuo que se da entre el fondo de capital riesgo y la dirección en el momento de la negociación, la inversión y la post-inversión, la posibilidad de que los intereses de uno y otros no estén alineados siempre está presente, siendo mayor esa posibilidad en la etapa previa a la inversión y reduciéndose después de esta, en la medida en que la confianza entre ambas partes se consolida (Arthurs & Busenitz, 2003). Todo esto hace necesario la utilización de mecanismos que permitan en todo momento minimizar la ocurrencia del problema de agencia.

Este trabajo tiene como finalidad, a través de la revisión de artículos de investigación y otra literatura pertinente, mostrar la estrecha relación existente entre las operaciones de capital riesgo y el problema de agencia, así como destacar los principales mecanismos usados para minimizar dicho problema. Para este propósito, se ha estructurado en tres partes: en la primera se hace una descripción general de la teoría de la agencia y de la industria del capital

riesgo. En la segunda se revisan los mecanismos de alineación de intereses entre el principal y el agente en la industria del capital riesgo. Finalmente, en la tercera se hacen algunos comentarios concluyentes.

## 1. Teoría de la agencia y capital riesgo: generalidades

### 1.1 Teoría de la agencia

El primer trabajo, que desde la literatura científica abordó el problema de agencia, fue el de Berle y Means, *The modern corporation and the private property* (1932), aunque es preciso señalar que en aquel momento el concepto “teoría de agencia” no existía como tal. Estos autores reflexionaron sobre las grandes corporaciones, aquellas que tenían un gran número de accionistas, situación que implicaba que cada uno de ellos tenía una propiedad muy pequeña sobre la empresa y, adicionalmente, no tenían gran interés en controlarla, porque su preocupación era diversificar de forma correcta su portafolio (Peris-Ortiz et al., 2012).

Por lo tanto, el tamaño de la empresa parece ser un factor decisivo para que surja el problema de agencia. De hecho, respecto a las pequeñas empresas, algunos autores manifiestan que en ellas no hay lugar a la divergencia de intereses entre el principal y el agente. De lo anterior da cuenta el siguiente planteamiento:

[...] el empresario concentra todos los derechos en su propia figura institucional, como agente que aporta el capital de la empresa y responde con su patrimonio ante terceros, le corresponde la denominación de principal y tiene asignados los derechos sobre el residual. En cuanto a los derechos de decisión y los derechos de control, también estos derechos recaen en el principal o el empresario, de modo que en este caso no existe separación de derechos[...] En estas pequeñas empresas el empresario suele ser el agente que tiene el mejor alineamiento de los incentivos, puesto que es el que pone en juego su patrimonio, y el que reúne la mayor experiencia y conocimientos sobre el negocio, por tanto le corresponde tener el derecho de decisión (Peris-Ortiz et al., 2012).

Se espera que el agente ejecute las acciones que le son ordenadas por el principal o, de otra manera, que actúe siempre buscando satisfacer los deseos y necesidades de este. Sin embargo, en esa relación pueden presentarse problemas cuando los intereses del agente no coinciden con los intereses del principal o cuando los riesgos que están dispuestos a asumir uno y otro son diferentes (Arthurs & Busenitz, 2003). La literatura ofrece distintas definiciones del problema de la agencia, como la de Rodrigo (2012) que entiende la relación de agencia “como el acuerdo por el que una o más personas contratan otra para que ésta realice acciones en su nombre, implicando una delegación en la toma de decisiones”.

El problema de agencia se presenta entonces porque el empresario no tiene la capacidad de supervisar lo que hacen los agentes que contrata y por lo tanto, ese empresario tendrá que delegar en algunos de esos agentes cierta capacidad de decisión (Salas, 2000). Al hacerlo, los agentes podrían buscar su propio beneficio. Pero, ¿por qué delegar en otros la toma de decisiones? Peris-Ortiz et al. (2012) argumentan que la existencia de un “conocimiento específico” y su dificultad para transferirlo a los dueños de la empresa, explican la separación entre propiedad y control, toda vez que son los directivos quienes tienen un conocimiento especializado que les permite tomar decisiones en ciertas contingencias y ese conocimiento no es fácilmente transferible a la propiedad (accionistas).

No obstante, es posible alinear los intereses del principal y del agente haciendo que la retribución (salario) que recibe el agente dependa de unos resultados que busquen el beneficio

(eficiencia) colectivo (Salas, 2000). Por tanto, el incentivo que se le da al agente toma una importancia mayúscula, porque su diseño puede ayudar o no a la alineación de intereses. Al respecto, Gorbaneff et al. (2009) describen un suceso narrado en la obra *La riqueza de las naciones* de Adam Smith (1994), en el cual se establecía un contrato entre el arrendador de la tierra y el arrendatario, donde todos los beneficios se repartían por partes iguales entre ambos. En ese caso, el incentivo para el arrendatario era maximizar su propio beneficio, con lo cual, se esperaba que trabajase arduamente la tierra para obtener los mayores ingresos posibles. Sin embargo, la realidad era que el arrendatario no mostraba mayor interés en maximizar el ingreso, porque no estaba de acuerdo con que el propietario recibiera el 50% sin hacer algún esfuerzo.

Al analizar el problema de la agencia, Gorbaneff et al. (2009) identificaron cinco posibles rasgos presentes en la relación principal-agente: la información entre el agente y el principal es asimétrica; el principal no tiene la capacidad de medir de forma permanente el desempeño del agente, lo que induce al agente a llevar a cabo un comportamiento oportunista; el comportamiento del agente está relacionado con los factores propios del mercado, factores que afectan su comportamiento; principal y agente tienen sus propios intereses y como agentes racionales intentan maximizarlos y, finalmente, el agente no muestra su máximo esfuerzo en las labores que tiene encomendadas porque cree que el principal le exigirá siempre exhibir el máximo desempeño posible.

El primero de esos rasgos se refiere a la existencia de información asimétrica y esto ha permitido que la literatura identifique tres grandes problemas asociados a ella: selección adversa, riesgo moral y problema de señalización (*adverse selection, moral hazard and signaling*). Una señal es toda aquella nueva información que puede cambiar la comprensión actual que se tiene sobre una situación futura (Carande-Kulis et al., 2007; Norman, 2008). Por lo tanto, la información asimétrica da origen a una múltiple cantidad de problemas en el ámbito administrativo/empresarial y además, está íntimamente ligada al problema de agencia. Así, la existencia de asimetrías de la información puede dar origen a problemas de gran magnitud, que trascienden el ámbito interno de la empresa, como algunas ineficiencias en el mercado de capitales (Yoon et al., 2011).

Dada la existencia del problema de agencia, sería ideal redactar contratos que incluyan todas las posibles contingencias futuras que podrían generar conflicto entre el agente y el principal, contratos “completos”, que se caracterizarían porque las partes son capaces de prever todas las posibles contingencias y las dejan allí estipuladas, siendo posible esto en un contexto donde principal-agente tienen la misma información (información simétrica) y donde el contrato se puede hacer efectivo por vía legal (Gorbaneff et al., 2009). Sin embargo, la realidad es compleja y dista mucho de esa situación ideal, debido a que existen contingencias no previsibles, que implican gestión del riesgo, condiciones que llevan a la elaboración de contratos no completos sino complejos, que buscan influir sobre el comportamiento del agente o sobre el resultado probable en un momento determinado (Smolarski & Kut, 2011). De forma acertada, Busenitz et al. (2005) describen estas dos situaciones antagónicas, la simetría y la asimetría de información en el entorno empresarial:

En un mundo con información perfecta, la dificultad para lograr acuerdos radicaría en un claro entendimiento de motivos erráticos o porque las partes involucradas mantienen intereses egoístas. La desinformación o la incertidumbre acerca del estado futuro del mundo en el cual esas partes hacen operaciones no sería una preocupación. Desafortunadamente, la información perfecta casi nunca, por no decir que nunca, es posible, particularmente en el contexto empresarial.

Haro-de-Rosario et al. (2012) manifiestan que la existencia de asimetrías de información aumentan los costos de agencia y que una manera de minimizar esos costos es la

divulgación de información. Parada (2003) hace una clasificación de los diferentes costos de transacción y entre ellos incluye a los costos de agencia; es decir, Parada entiende a los costos de agencia como una subcategoría dentro de una categoría mayor, denominada costos de transacción. Gómez (2010) aporta claridad sobre la naturaleza de los costos de transacción, al indicar que estos tienen su origen en procesos de intercambio que implican la cesión de derechos de propiedad que tienen los agentes sobre factores productivos y, además, que esos costos de transacción son útiles para la “[...] formulación de contratos y su posterior control para garantizar el cumplimiento de los mismos de parte de los agentes involucrados”. Por lo tanto, los contratos son útiles para resolver el problema de asimetría de información que conduce inexorablemente al problema de agencia, en una relación transaccional permanente entre principal-agente.

Por otra parte, las prácticas de buen gobierno corporativo han sido un instrumento que ha evolucionado para solucionar el problema de la agencia. Las prácticas de buen gobierno corporativo influyen positivamente en el desempeño de la empresa a través de un mecanismo interno y uno externo. El interno ayuda a que la información suministrada a los accionistas sea más transparente, de este modo fortalece la confianza entre administradores y accionistas y aumenta el valor de la empresa. El externo, por su parte, implica que la información más transparente que es divulgada desde la empresa reduzca la información asimétrica y el costo de financiación para esta. La mayor transparencia en la información permite que tanto los inversores como el mercado en general puedan disminuir el riesgo al que se enfrentan al invertir en la empresa; por lo tanto, debido a la relación directa que existe entre rentabilidad y riesgo, se obtiene que a un menor riesgo, menor será el costo de acceso a financiación en el que incurrirá la empresa. Haro-de-Rosario et al. (2012) coinciden con el planteamiento anterior al afirmar que “en el ámbito de la transparencia, las empresas que buscan financiación externa son más propensas a divulgar información, porque así disminuyen el coste de capital al anticipar las futuras ganancias al mercado”.

## 1.2 Capital riesgo

La industria del capital riesgo es una fuente alternativa de financiación que puede ser usada por las empresas, principalmente pequeñas y medianas, cuando al requerir capital encuentran que el sistema financiero, en particular el de los bancos comerciales, hace fuertes exigencias en cuanto a experiencia, tiempo en el mercado, una estructura de negocio sólida e, incluso, cuando tienen en cuenta aspectos socioculturales como el género sexual del empresario o el pertenecer a una minoría étnica (Irwin & Scott, 2010).

En muchas ocasiones las empresas no cumplen esas condiciones, razón por la que las fuentes de financiación tradicionales, como las instituciones financieras, se opongan a proveer capital a esas empresas por considerarlas operaciones riesgosas (Pintado et al., 2007), y la mayoría de esas empresas se caracterizan por no estar listadas en bolsa y por presentar claros problemas de asimetría de información entre principales y agentes (Sahlman, 1990).

Dentro de la industria del capital riesgo se pueden encontrar dos tipologías distintas de operaciones de financiación, las operaciones *private equity* y las operaciones *venture capital*; las primeras están enfocadas en la financiación de empresas maduras y con un importante recorrido en el sector al que pertenecen, mientras que las operaciones tipo *venture capital* están asociadas a empresas de tamaño pequeño y mediano, que llevan poco tiempo en el mercado o que han sido recientemente creadas (Pintado et al., 2007; Vásquez & Gutiérrez, 2014). Según dichas tipologías, cuando la industria del capital riesgo es relativamente nueva, las operaciones que se presentan con mayor frecuencia son las de tipo *venture capital*, que se caracterizan por invertir sólo en compañías privadas, lo que significa que una vez se hace la inversión, las compañías no pueden ser transadas en Bolsa de Valores (Metrick, 2007).



En la industria se destaca la presencia de los fondos de capital riesgo, que son los vehículos especiales de inversión usados para realizar las operaciones de financiación empresarial, los cuales suelen ser estructurados para una vida limitada promedio de diez años, tiempo durante el cual los inversores institucionales no pueden vender su participación, ni cambiar su porcentaje de capital a aportar (Phalippou, 2010). Los fondos tienen como primera función agrupar los recursos que aportan los distintos inversores institucionales, denominados *limited partners*, que suelen ser individuos, bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y gobiernos (Mayer et al., 2005).

Los fondos de capital riesgo son dirigidos por profesionales altamente especializados, personas que adquirieron su experiencia trabajando previamente en entidades del sector financiero o en sectores empresariales, realizando labores de consultoría u ostentando cargos directivos (Acharya et al., 2013; Bottazzi et al., 2008). Ellos tienen bajo su total responsabilidad la gestión de los recursos aportados por los inversores, así como el proceso de inversión del fondo y se les denomina General Partners o gestores del fondo (Jääskeläinen et al., 2007; Phalippou & Gottschalg, 2009).

En el caso colombiano, el término “fondo de capital riesgo” no existe, aunque el concepto jurídico más próximo es el de “fondos de capital privado”, según el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2007). En Colombia, la Superintendencia Financiera (2008), define los fondos de capital privado como:

[...] alternativas, no sólo de financiamiento, sino también de gestión idónea, dirección estratégica y contactos para aquellos pequeños y medianos empresarios que no tienen acceso a deuda, pero que están interesados en reforzar su estructura financiera a través de la inyección de capital y mejores prácticas corporativas.

Colombia y otros países de la región aún están en etapas de desarrollo tempranas, especialmente en el segmento *venture capital* (Trujillo & Guzmán, 2008), lo que implica que la industria todavía tiene un largo camino por delante. Concretamente para el caso colombiano, con base en la información contenida en la Tabla 1, se puede concluir que la industria del capital riesgo se encuentra en una etapa incipiente de desarrollo, esto al comparar el número de fondos que operan en el país con los fondos y firmas de capital riesgo que operan en otros países.

**Tabla 1. Fondos y firmas de capital riesgo por países**

País/Fuente de consulta	Número de fondos de capital riesgo / Año
Colombia - Colcapital	57 / 2015 (esperado)
Canadá - CVCA	61 ( <i>venture capital funds</i> ), 47 ( <i>private equity funds</i> ) / 2015
Israel - IVC-Online	231 / 2014
Chile - ACAFI <sup>2</sup>	41 / 2013-2014
India - IVCA <sup>3</sup>	314 / 2013
Estados Unidos - NVCA <sup>4</sup>	1331 / 2013

<sup>2</sup> A pesar de tener un menor número de fondos comparado con Colombia, la industria del capital riesgo en Chile tiene más de 25 años de existencia (Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión, 2014) y supera en nivel de desarrollo a la de Colombia. La industria del capital riesgo colombiana empieza a desarrollarse a partir del 2005.

<sup>3</sup> Firmas tipo *venture capital* y *private equity* con operaciones en India.

<sup>4</sup> Hace referencia a los fondos tipo *venture capital* (National Venture Capital Association, 2014).

Por otra parte, el ciclo completo de una operación de capital riesgo puede separarse en diversas fases. Gompers y Lerner (2001) y Metrick (2007) se refieren a una fase de inversión (*investment*), otra de monitoreo (*monitoring*) y otra de desinversión (*exit*). Otros autores dividen el ciclo en más fases, como Fried y Ganor (2006), quienes identifican cinco: el proceso de captación de recursos (*fundraising*), la selección de las compañías que hacen parte del portafolio del fondo, la inversión que hace el fondo en las empresas de su portafolio, el monitoreo a esas empresas seleccionadas y, finalmente, la etapa de desinversión. Por su parte, Payne et al. (2009) establecen ocho fases: generación de las operaciones, revisión de las propuestas, evaluación de las propuestas, evaluación del proyecto, *due diligences*, estructuración de la operación, operación/funcionamiento de la empresa y desinversión.

Una vez el fondo de capital riesgo ha captado el dinero necesario para empezar a realizar operaciones y ha filtrado las empresas en las que invertirá, hace aportes monetarios a estas solo en la medida en que vayan alcanzando unos logros previamente definidos (Prowse, 1998); a esta práctica se le conoce en la industria como rondas de financiación.

Las operaciones de financiación en la industria son de largo plazo e implican la compra de una parte de la propiedad de la empresa y, con el aporte de recursos monetarios y no monetarios que hace el fondo, se espera que la empresa adquiera un mayor valor, para años más tarde vender esas participaciones a un mayor precio (Trujillo & Guzmán, 2008). Esos aportes de valor no monetario son entendidos como actividades que generan valor agregado para la empresa y que hacen parte del importante papel que juegan los fondos de capital riesgo en la administración de la misma (Pintado et al., 2007; Wijbenga, et al., 2007).

Cuando los fondos realizan la operación de financiación, pueden adquirir dos tipos de acciones, comunes o preferenciales. Sin embargo, en la mayoría de los casos los fondos adquieren acciones preferenciales porque estas brindan derechos de control y flujos de efectivo (Bengtsson, 2009). En relación con la desinversión, de todas las posibles alternativas, las más deseadas por un fondo de capital riesgo son la salida a Bolsa (Müller & Vasconcelos, 2010) y la venta a un comprador estratégico (Hochberg et al., 2007). Estos autores estudiaron una muestra de operaciones tipo *venture capital* en Estados Unidos para el periodo 1980-2003 y determinaron que mientras mayores sean las influencias y las redes de contactos de la firma de capital riesgo a la cual pertenece el fondo, más probable es que la desinversión se haga vía salida a Bolsa o a través de la venta a otra empresa. La salida a Bolsa le genera mayor prestigio al fondo y al gestor, debido a que este mecanismo de desinversión implica haber comprado una empresa privada y posteriormente, gracias a una excelente gestión y estrategia, convertirla en pública.

En cuanto a los impactos de las operaciones que hace la industria del capital riesgo, éstos son muy positivos, situación que se evidencia en los mayores niveles de crecimiento económico. Una consecuencia de tal situación es que en los países donde hay un mayor número de operaciones, esos impactos son mayores comparados con aquellos países donde la industria está poco desarrollada (Fried & Ganor, 2006).

## 2. Alineación de intereses entre el principal y agente: mecanismos usados en la industria del capital riesgo

<sup>5</sup> El agregado nacional se ha hecho tomando cinco firmas para los casos en donde se indica "Menos de 5".



El objetivo primordial en la industria del capital riesgo es lograr que la empresa crezca y se desarrolle, con el fin de hacer la desinversión y monetizar el valor de esta (Talmor & Vasvari, 2011). Ese aumento de valor puede lograrse si tanto la dirección como el fondo de capital riesgo actúan conjuntamente persiguiendo los mismos objetivos, pero dada la posibilidad de que se presente el problema de agencia, debido a que el fondo y la dirección tienen distinta información (Sahlman, 1990), se hace necesario que la industria use algunos mecanismos que alineen los intereses de ambas partes.

El problema de agencia en la industria del capital riesgo se origina por selección adversa cuando la dirección sabe más acerca de las condiciones de la empresa que el fondo, condición que posibilitaría que la dirección busque su propio beneficio en detrimento del beneficio del fondo, situación que comporta un riesgo moral (Pintado et al., 2007; Prowse, 1998).

La industria del capital riesgo hace frente a estos dos problemas usando diversos mecanismos de alineación de intereses, como la realización de *due diligences* antes de la inversión y ejecutando actividades de monitoreo una vez se ha hecho la inversión (Prowse, 1998; Wijbenga et al., 2007). Los principales aspectos en los que se puede presentar una divergencia de intereses entre la dirección y el gestor del fondo son la valoración de las acciones, la aversión al riesgo, los objetivos estratégicos, la asignación de recursos, la administración del riesgo y el momento de la desinversión (Wijbenga et al., 2007).

Debido al problema de agencia, una de las tareas primordiales del fondo de capital riesgo es determinar la estructura de contratos óptima, la cual incluye la estructura de financiación de la operación (Smolarski & Kut, 2011). En este sentido, los incentivos y los sistemas de recompensa pueden ayudar a alinear los intereses de la dirección con los intereses del fondo de capital riesgo (Wijbenga et al., 2007). Así, en la medida en que la remuneración de la dirección esté atada al logro de objetivos, la dirección estará alineada con los intereses del fondo. Fernández y Ansón (1999) plantean esta misma lógica, destacando a las bonificaciones, las revisiones salariales, las *stock options* y la participación en planes de pensiones como mecanismos alienadores que están ligados a la remuneración de la dirección.

Por su parte, Trujillo y Guzmán (2008) indican que dos de los grandes mecanismos usados en la industria del capital riesgo son el monitoreo y el control para alinear los intereses del fondo con los de la dirección. Ese monitoreo y control implica prestar atención a todas las actuaciones y a las decisiones que tome la dirección, aunque se debe centrar en el resultado operativo y financiero de la empresa y en el desarrollo de estructuras de incentivos, logrando con esto una mayor alineación de los intereses del principal-agente (Wijbenga et al., 2007).

Los fondos de capital riesgo también mitigan los riesgos asociados al problema de agencia con el uso de rondas de financiación; con el diseño de esquemas de compensación que le ofrezcan a la dirección los incentivos apropiados, como son las acciones ordinarias y los planes de opciones sobre acciones (*stock options*) (Gompers & Lerner, 2001; Wijbenga et al., 2007); con el compromiso por parte del fondo en la gestión activa de la empresa y con las *due diligences* realizadas antes de la inversión (Sahlman, 1990). Ese compromiso del fondo con la gestión de la empresa no le exige tener un porcentaje mayoritario de la propiedad, solo requiere participar en la dirección de la misma, como lo señala Prowse (1998): “aún si se trata de un inversor minoritario, el fondo de capital riesgo usualmente tiene al menos un asiento en la junta directiva y es capaz de participar activamente en la gestión de la empresa”.

Las rondas de financiación, que se hacen en la medida en que la empresa va alcanzando las metas definidas por el fondo, minimizan el comportamiento oportunista de la dirección (Smolarski & Kut, 2011; Talmor & Vasvari, 2011). Este mecanismo permite, con el paso del tiempo, conocer la clase de empresa y la dirección en la que ha invertido el fondo (Beuselinck et

al., 2009) y como resultado de su aplicación, si la empresa llega a superar el nivel de riesgo máximo esperado por el fondo de capital riesgo, este podría decidir no invertir más (Payne et al., 2009).

Para Fried y Ganor (2006), la estructura de gobierno corporativo que permite reducir los costos de agencia en la industria, tiene su origen en la existencia de flujos de efectivo que reciben los fondos de capital riesgo y en los derechos de control que estos adquieren con las acciones preferenciales. Por lo tanto, las prácticas de buen gobierno corporativo son otro de los mecanismos usados en la industria para atacar el problema de agencia. Dentro de esas prácticas de buen gobierno se encuentran las inspecciones a las instalaciones de la empresa, a sus libros y registros, recibir con frecuencia reportes financieros y estados operativos, prohibir a la dirección la venta de acciones u otros activos, fusionar o vender la empresa y, firmar grandes contratos sin la autorización del fondo de capital riesgo; estos son entendidos también como mecanismos alineadores de intereses entre el principal-agente (Prowse, 1998).

Es importante reconocer que la minimización del problema de agencia en la industria del capital riesgo no es un asunto exclusivo del principal, el agente también puede ayudar a que haya una efectiva alineación de intereses entre ambas partes en la etapa previa a la inversión. En este sentido, la dirección de la compañía puede recurrir a medidas de señalización para lograr atraer el interés de un fondo de capital riesgo y que este fondo perciba un importante nivel de alineación de intereses. Por ejemplo, la dirección emitiría señales positivas si se compromete a mantener una importante parte de las acciones, si es capaz de resaltar la viabilidad financiera del negocio, si destaca los aspectos novedosos de la empresa, si logra darle notoriedad a sus habilidades y dedicación y, si hace evidente para el fondo la posibilidad de obtener importantes beneficios en la desinversión (Beuselinck et al., 2008).

Payne et al. (2009) también hacen referencia a la señalización que puede hacer la dirección, al considerar relevante la participación de este en la propiedad de la empresa. De igual manera, los autores consideran relevante la autoridad que tiene el fondo de capital riesgo para realizar cambios en la dirección y en la estructura de remuneración, en la que el fondo puede también decidir sobre la asignación de flujos de caja, hacer rondas de financiación, diseñar estructuras de coinversión y definir requerimientos o límites a la tenencia de acciones por parte de la dirección.

La asimetría de información crea ineficiencias en el mercado de capitales y esas ineficiencias pueden evitarse si se logra que la información financiera (estados, notas a los estados, asuntos directivos, análisis y pronósticos) circule de forma periódica entre los diferentes individuos o grupos que tienen alguna relación con la empresa (Yoon et al., 2011) como, por ejemplo, principales y agentes. Es decir, al existir una innegable relación entre la asimetría de información y el problema de agencia en la industria del capital riesgo, reduciendo la asimetría se puede minimizar el problema del principal-agente. En esta misma vía, contratos óptimos entre empresarios e inversores que proveen los incentivos necesarios para revelar la información privada que cada uno de ellos posee, así como una regulación que obligue a los directivos a revelar la información privada que poseen y el papel de los intermediarios de la información, como son los analistas financieros y agencias de calificación crediticia que se dedican a la producción de información privada con el fin de revelar la información que tienen los directivos, son mecanismos que ayudan a reducir la asimetría de información en la industria (Healy & Palepu, 2001).

### 3. Conclusiones

Debido a que la dirección tiene un conocimiento profundo y muy preciso de las características de la empresa, de su funcionamiento, de sus potencialidades y debilidades, surge

inevitablemente una asimetría entre la información que posee el fondo de capital riesgo y la información que tiene la dirección. La información asimétrica entre el principal (fondo) y el agente (dirección) puede propiciar el problema de agencia en las operaciones de financiación en la industria del capital riesgo. Asimismo, resulta difícil esperar que la dirección sea capaz de transmitir de forma clara y perfecta toda la información que tiene sobre la empresa al fondo, así sea esta su intención.

Para minimizar la posibilidad de que se presente el problema de agencia entre el fondo y la dirección, la industria del capital riesgo hace uso de varios mecanismos, los cuales tienen como principal objetivo el hacer posible la alineación de intereses entre ambas partes. Si se logra alinear los intereses u objetivos de uno y otro, se aumenta la probabilidad de que la empresa adquiera mayor valor y que la operación de desinversión sea altamente rentable, beneficiando a todas las partes involucradas (gestor del fondo, dirección de la empresa e inversores institucionales).

Sin embargo, lidiar con el problema de agencia en la industria del capital riesgo tiene sus dificultades, en particular debido a que los mecanismos que pueden ser usados para alinear los intereses del principal y del agente no son perfectos y por esta razón pueden fallar en algunos momentos específicos. Entre esos fallos se encuentra el hecho de que el poder que tiene el fondo dentro de la junta directiva no sea lo suficientemente fuerte como para “mantener bajo control” a la dirección. Por otra parte, el mecanismo de rondas de financiación, el cual es práctica común y frecuente en la industria, puede hacer que la dirección otorgue más valor a los resultados cortoplacistas y no así a los de largo plazo, lo que implica que la dirección puede poner en riesgo la estabilidad de la empresa en el largo plazo obteniendo recompensas y retribuciones sólo por sus resultados inmediatos.

## Referencias

- Acharya, V.V., Gottschalg, O.F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *Review of Financial Studies*, 26 (2), pp. 368-402.
- Arthurs, J.D. & Busenitz, L.W. (2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (2), pp. 145-162.
- Asociación Chilena Administradoras de Fondos de Inversión. (2014). Reporte de venture capital y private equity en Chile. Informe 2013-2014. Recuperado de: [http://www.acafi.com/pdf\\_private/Informe\\_Venture\\_Capital\\_&\\_Private\\_Equity\\_ACAFI\\_2013-2014\\_VF.pdf](http://www.acafi.com/pdf_private/Informe_Venture_Capital_&_Private_Equity_ACAFI_2013-2014_VF.pdf)
- Bengtsson, O. (2009). Restrictive covenants in venture capital contracts. *Social Science Research Network (SSRN)*. Recuperado de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1459012](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1459012)
- Berger, A. N. & Schaeck, K. (2011). Small and Medium-Sized Enterprises, Bank Relationship Strength, and the Use of Venture Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 43 (2-3), pp. 461-490.
- Beuselinck, C., Deloof, M. & Manigart, S. (2008). Private equity investments and disclosure policy. *European Accounting Review*, 17 (4), pp. 607-639.

- Beuselinck, C., Deloof, M. & Manigart, S. (2009). Private equity involvement and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36 (5-6), pp. 587-615.
- Bottazzi, L., Da Rin, M. & Hellmann, T. (2008). Who are the active investors?: Evidence from venture capital. *Journal of Financial Economics*, 89 (3), pp. 488-512.
- Busenitz, L. W., Fiet, J. O. & Moesel, D. D. (2005). Signaling in venture capitalist-new venture team funding decisions: does it indicate long-term venture outcomes? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29 (1), pp. 1-12.
- Carande-Kulis, V. G., Getzen, T. E. & Thacker, S. B. (2007). Public goods and externalities: a research agenda for public health economics. *Journal of Public Health Management and Practice*, 13 (2), pp. 227-232.
- Deutsche Bundesbank. (2000). The market for Venture Capital in Germany. Deutsche Bundesbank Monthly Report. October, pp. 15-29.
- Douma, S. & Schreuder, H. (2004). *Enfoques económicos para el análisis de las organizaciones*. Madrid, España: Thomson.
- Fernández, A.I. & Ansón, S.G. (1999). El gobierno de la empresa: mecanismos alineadores y supervisores de las actuaciones directivas. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, No. 100, pp. 355-380.
- Fried, J. M. & Ganor, M. (2006). Agency costs of venture capitalist control in startups. *NYUL Rev.*, 81, p. 967.
- Gabor, A. & Mahoney, J. T. (2013). Chester Barnard and the systems approach to nurturing organizations. *The Oxford Handbook of Management Theorists*, pp. 134-151.
- Gómez, M. A. R. (2010). Costos de transacción y creación de empresas. *Revista Ciencias Estratégicas*, 18 (23), pp. 43-58.
- Gompers, P. & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, pp. 145-168.
- Gorbaneff, Y., Torres, S. & Cardona, J.F. (2009). El concepto de incentivo en administración. Una revisión de la literatura. *Revista Economía Institucional*, 11 (21), pp. 73-91.
- Haro-de-Rosario, A., del Carmen Caba-Pérez, M. & del Mar Sánchez-Cañadas, M. (2012). Determinantes de la transparencia online del sector del capital riesgo: el caso de España. *Cuadernos de Contabilidad*, 13 (32).
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1), pp. 405-440.
- Hochberg, Y.V., Ljungqvist, A. & Lu, Y. (2007). Whom you know matters: Venture capital networks and investment performance. *The Journal of Finance*, 62 (1), pp. 251-301.
- Irwin, D. & Scott, J. M. (2010). Barriers faced by SMEs in raising bank finance. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 16 (3), pp. 245-259.

- Jääskeläinen, M., Maula, M. & Murray, G. (2007). Profit distribution and compensation structures in publicly and privately funded hybrid venture capital funds. *Research Policy*, 36 (7), pp. 913-929.
- Kaplan, S. N. & Stromberg, P. (2001). *Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Mahoney, J.T. (2002). The relevance of Chester I. Barnard's teachings to contemporary management education: communicating the aesthetics of management. *International Journal Organization Theory and Behavior*, 5 (1-2), pp. 159-172.
- Mayer, C., Schoors, K. & Yafeh, Y. (2005). Sources of funds and investment activities of venture capital funds: evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom. *Journal of Corporate Finance*, 11 (3), pp. 586-608.
- Mendieta, R. (2013). La concepción de la racionalidad humana en las teorías de la organización/The conception of human rationality in organizational theory. *Retos, Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 3 (5)
- Metrick, A. (2007). *Venture Capital and the finance of innovation*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Millson, R. & Ward, M. (2005). Corporate governance criteria as applied in private equity investments. *South African Journal of Business Management*, 36 (1).
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Decreto Número 2175 de 2007, Pub. L. No. Decreto 2175 de 12 de junio de 2007 (2007). Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/SFCant/Normativa/dec2175120607.pdf>
- Müller, G. & Vasconcelos, M. (2010). Listed private equity and the case of exits. *The handbook of private equity, Forthcoming*. Oxford University Press.
- National Venture Capital Association, N. V. C. association. (2014). Year Book 2014. Recuperado de <http://nvca.org/research/stats-studies/>
- Norrman, A. (2008). Supply chain risk-sharing contracts from a buyers' perspective: content and experiences. *International Journal of Procurement Management*, 1 (4), pp. 371-393.
- Parada, J. (2003). Economía institucional original y nueva economía institucional: semejanzas y diferencias. *Revista de Economía Institucional*, 5 (8), pp. 92-116.
- Payne, G.T., Davis, J.L., Moore, C.B. & Bell, R.G. (2009). The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: exploring confidence and control. *Journal of Small Business Management*, 47 (2), pp. 154-179.
- Peris-Ortiz, M., Rueda Armengot, C., Souza Rech, G. C. de & Pérez Montiel, M. (2012). Fundamentos de la teoría organizativa de agencia. *Información Comercial Española (ICE)*. *Revista de Economía*, (865), pp. 107-118.
- Phalippou, L. (2010). Venture capital funds: flow-performance relationship and performance persistence. *Journal of Banking & Finance*, 34 (3), pp. 568-577.

- Phalippou, L. & Gottschalg, O. (2009). The performance of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 22 (4), pp. 1747-1776.
- Pintado, T. R., Lema, D., Pérez, D. G. & Van Auken, H. (2007). Venture capital in Spain by stage of development. *Journal of Small Business Management*, 45 (1), pp. 68-88.
- Prowse, S. D. (1998). The economics of the private equity market. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Dallas*, Nr. 3, pp. 21-34.
- Rodrigo, M. P. (2012). El gobierno corporativo como una posibilidad para superar los problemas de agencia. *Revista Icade. Publicación de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (83-84), pp. 273-290.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27 (2), pp. 473-521.
- Salas, V. (2000). *Economía y Organizaciones*, sf., pp. 3-12.
- Smith, A. (1994). *La riqueza de las naciones*. Madrid, España: Alianza.
- Smolarski, J. & Kut, C. (2011). The impact of venture capital financing method on SME performance and internationalization. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 7 (1), pp. 39-55.
- Superintendencia Financiera de Colombia. (2008, Noviembre). Fondos de capital privado, inversiones admisibles. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=15985>
- Talmor, E. & Vasvari, F. (2011). *International private equity*. Hoboken: John Wiley & Sons.
- Trujillo, M.A & Guzmán, A. (2008). Venture capital: una mirada al constructo teórico, su rol en los nuevos emprendimientos y agenda de investigación futura. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 16 (1), pp. 71-84.
- Vásquez, L.A. & Gutiérrez, M.P.D. (2014). Private equity y venture capital: diferenciación y principales características. *Clio América*, 8 (16).
- Wijbenga, F.H., Postma, T.J. & Stratling, R. (2007). The influence of the venture capitalist's governance activities on the entrepreneurial firm's control systems and performance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31 (2), pp. 257-277.
- Yoon, H., Zo, H. & Ciganek, A.P. (2011). Does XBRL adoption reduce information asymmetry? *Journal of Business Research*, 64 (2), pp. 157-163.