



Vigilada Mineducación

ESTRATEGIAS DE DESINVERSIÓN Y CAPTURA DE OPORTUNIDADES EN  
PORTAFOLIOS VC LATINOAMERICANOS: DE LA ZONA GRIS A LA LIQUIDEZ

Exit Strategies and Opportunity Capture in Latin American VC Portfolios: From the Gray  
Zone to Liquidity

AGUSTÍN PIEDRAHITA VELÁSQUEZ

Trabajo de Grado como requisito para la obtención del título académico de Magíster en  
Administración Financiera

Asesor

Camilo Botero Gaviria

UNIVERSIDAD EAFIT  
ESCUELA DE FINANZAS, ECONOMÍA Y GOBIERNO  
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF  
MEDELLÍN

2025

## CONTENIDO

LISTA DE GRÁFICAS.....	5
LISTA DE TABLAS.....	7
RESUMEN.....	8
ABSTRACT.....	9
INTRODUCCIÓN.....	10
Contexto y planteamiento del problema.....	10
JUSTIFICACIÓN.....	13
PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN.....	17
OBJETIVOS.....	18
General.....	18
Específicos.....	18
ALCANCE Y ESTRUCTURA.....	19
MARCO TEÓRICO.....	20
El modelo de Venture Capital: fundamentos y lógica económica.....	20
La Ley de Potencia (Power Law) como motor de la industria de Venture Capital.....	20
La “zona gris”: una consecuencia estructural del modelo.....	22
Adaptación y fricciones del modelo en América Latina.....	23
Desarrollo y características del ecosistema regional.....	23
El déficit estructural de liquidez como catalizador de la “zona gris”.....	26
Soluciones de liquidez para mercados ilíquidos.....	28
Revisión de mecanismos en mercados desarrollados.....	28
METODOLOGÍA.....	34
Diseño de la investigación.....	34
Estrategia de recolección y análisis de datos cuantitativos.....	35
Fuentes secundarias para el análisis cuantitativo.....	35
Universo, unidad de análisis y criterios de inclusión.....	36
Proceso de análisis.....	37
Estrategia de recolección y análisis de datos cualitativo.....	37
Muestra y selección de participantes.....	37
Instrumento y protocolo de entrevista.....	38

Proceso de análisis cualitativo .....	38
Limitaciones metodológicas .....	39
Limitación de datos cuantitativos y cualitativos.....	39
Sesgo de muestreo .....	42
Subjetividad de los datos cualitativos .....	42
Enfoque geográfico.....	42
RESULTADOS .....	43
Diagnóstico cuantitativo del ecosistema de Venture Capital en América Latina .....	43
Profundidad y madurez del mercado regional .....	43
Caracterización de la oferta de capital .....	46
Desempeño y el déficit estructural de liquidez .....	54
La “zona gris” desde la perspectiva de los gestores: hallazgos cualitativos.....	61
Definición y características de la “zona gris” .....	61
Causas del fenómeno: barreras estructurales y de mercado.....	63
Factores culturales y regionales específicos de LATAM .....	66
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	69
Discusión e interpretación de los resultados: la “zona gris” como fenómeno central .....	69
Propuesta de un marco analítico: matriz de clasificación de activos en la “zona gris” .....	69
Cuadrante “Bajo en Sostenibilidad Financiera / Bajo en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Candidata a Liquidación / Write-Off.....	71
Cuadrante “Bajo en Sostenibilidad Financiera / Medio en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Talento y Activos en Riesgo.....	72
Cuadrante “Bajo en Sostenibilidad Financiera / Alto en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Activo Estratégico con Urgencia de Rescate .....	72
Cuadrante “Medio en Sostenibilidad Financiera / Bajo en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Zombi Agonizante / Estancada .....	73
Cuadrante “Medio en Sostenibilidad Financiera / Medio en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Pyme “Zombificada” por VC.....	74
Cuadrante “Medio en Sostenibilidad Financiera / Alto en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Candidata a Crecimiento / Reestructuración.....	75
Cuadrante “Alto en Sostenibilidad Financiera / Alto en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” .....	76

Cuadrante “Alto en Sostenibilidad Financiera / Bajo en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Negocio de Estilo de Vida Atrapado.....	77
Cuadrante “Alto en Sostenibilidad Financiera / Medio en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Joya Escondida para Compradores de Nicho.....	78
Propuesta de vehículo híbrido: una recomendación estratégica .....	79
Fundamento y tesis de inversión.....	79
Estructura del vehículo: el modelo evergreen como solución, introduciendo la estructura del fondo como solución.....	82
Estrategia de Inversión y Foco del Portafolio: Intervenciones a Medida para la Zona Gris .....	83
Estrategia de creación de valor: de la gestión pasiva a la intervención activa .....	88
Gobernanza y mecanismos de liquidez para inversionistas.....	89
Implicaciones del estudio .....	90
Recomendaciones para futuras investigaciones.....	91
REFERENCIAS .....	93
ANEXOS .....	99
Anexo A. Corta historia del Venture Capital en Estado Unidos .....	99
El modelo de Venture Capital: fundamentos y lógica económica.....	99
Anexo B. Simulación power law, resultado y análisis .....	107
Evidencia empírica de la Ley de la Potencia aplicada a Venture Capital.....	117
Anexo C. Protocolo de entrevista-liquidez en portafolios de Venture Capital en LATAM.....	122
Anexo D. Protocolo de encuesta de la liquidez y la “zona gris” en Venture Capital LATAM ...	124
Anexo E. Validación de la fórmula de Cochran .....	126
Anexo F. Catálogo de vehículos de liquidez para activos en la zona gris.....	128

## LISTA DE GRÁFICAS

Gráfica 1. Distancia entre EE. UU. y LATAM en capitalización bursátil .....	14
Gráfica 2. Frecuencia de ocurrencia .....	21
Gráfica 3. Inversiones en VC América Latina .....	27
Gráfica 4. Histórico de precios secundarios (% del NAV).....	31
Gráfica 5. Fondos de vintage 2015-2023 mayores a US\$ 5M que invierten prioritariamente en LATAM y su estado .....	36
Gráfica 6. Número de <i>deals</i> por año según la región (2015-2024) .....	44
Gráfica 7. Conteo absoluto de fondos de <i>Venture Capital</i> en América Latina por cohorte de <i>vintage</i> y estado actual.....	48
Gráfica 8. Distribución porcentual de los estados de los fondos por año de vintage (1981-2025).....	49
Gráfica 9. Distribución porcentual de los fondos con inversión en América Latina según su etapa entre 1989 y 2025.....	50
Gráfica 10. Fondos con preferencia en América Latina invertidos con <i>vintages</i> entre 2005 a 2024 y ABA > US\$5M.....	51
Gráfica 11. Estado de fondos con preferencia en LATAM con AUM>US\$ 5M.....	52
Gráfica 12. Recuento de fondos concentrados por GP con foco en LATAM, AUM > a US\$ 5M y <i>vintages</i> entre 2015 a 2024.....	53
Gráfica 13. Gestores con mayor capital desplegado en LATAM entre 2005 a 2024 (%)....	53
Gráfica 14. Distribución por percentiles de desempeño (TVPI y DPI): LATAM vs. <i>benchmarks</i> globales .....	55
Gráfica 15. Fondos de VC sobre 1x DPI hasta la fecha .....	56
Gráfica 16. <i>Exits</i> en <i>Venture Capital</i> para América Latina (2019-2024).....	58
Gráfica 17. Volumen negociado en el mercado de valores como porcentaje del PIB (2015-2024).....	59
Gráfica 18. Capitalización del mercado de valores como porcentaje del PIB - Regiones seleccionadas (2013-2022) .....	60
Gráfica 19. Fondo Catalizador Híbrido .....	81
Gráfica 20. Empresas lanzadas por Rappi .....	106

Gráfica 21. Seed (largo plazo).....	119
Gráfica 22. Series A/B.....	120
Gráfica 23. Late Stage .....	121

## LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Vías tradicionales de salida: la distancia entre EE. UU. y América Latina .....	11
Tabla 2. Total de OPIs en LATAM.....	12
Tabla 3. Muestra ideal entrevistas / encuesta gestores según nivel de confianza ajustado al número de entrevistas realizadas .....	40
Tabla 4. Muestra real de encuesta a fondos según nivel de confianza ajustado al número de encuestas realizadas .....	41
Tabla 5. Muestra real de entrevistas a gestores según nivel de confianza ajustado al número de entrevistas realizadas .....	41
Tabla 6. Intensidad de <i>deals</i> de VC ajustada por población, normalizada al promedio global .....	45
Tabla 7. Conteo por cohorte, capital invertido y número de fondos .....	46
Tabla 8. Número de fondos con <i>vintages</i> entre 2013 y 2023 y su DPI y TVPI promedio ...	57
Tabla 9. Datos de DPI y TVPI.....	58
Tabla 10. Matriz de clasificación de compañías en "zona gris" o zombis .....	70
Tabla 11. Compañías de América Latina con valor estimado de compañía a partir de su última ronda entre US\$ 10M-50M .....	82
Tabla 12. Modelo <i>evergreen</i> .....	83
Tabla 13. Relación entre clasificación de compañías en zona gris y vehículos del fondo <i>evergreen</i> .....	87
Tabla 14. Etapas con parámetros consistentes con la literatura y el comportamiento estilizado del VC .....	118

## RESUMEN

En la última década, el capital de riesgo (VC) en América Latina creció significativamente en fondos, volúmenes y sofisticación, pero muchos gestores enfrentan una “zona gris” de *start-ups* operativas con crecimiento limitado y sin vías de salida claras, inmovilizando capital y retrasando retornos. Este estudio exploratorio-descriptivo mixto combinará un análisis cuantitativo de portafolios VC regionales con entrevistas semiestructuradas a gestores, para evaluar mecanismos de liquidez alternativos (ventas secundarias, *continuation funds*, estructuras híbridas) y su aplicabilidad en la región. Se pretende caracterizar la magnitud del fenómeno, identificar barreras y oportunidades, así como proponer lineamientos para un vehículo financiero híbrido que desbloquee el valor retenido para inversionistas y emprendedores, fortaleciendo la liquidez y la sostenibilidad del ecosistema VC.

**Palabras clave:** Venture capital, Liquidez, Vehículos híbridos, América Latina, Zona gris.

**Clasificación JEL:** G24, G23, G32, O54.

## ABSTRACT

Over the last decade, venture capital (VC) in Latin America has grown significantly in funds, volume, and sophistication, yet many managers face a “gray zone” of operational startups with limited growth and no clear exit paths, immobilizing capital and delaying returns. This mixed-method, exploratory-descriptive study combines a quantitative analysis of regional VC portfolios with semi-structured interviews with fund managers to evaluate alternative liquidity mechanisms (secondary sales, continuation funds, hybrid structures) and their applicability in the region. The study aims to characterize the magnitude of this phenomenon, identify its barriers and opportunities, and propose guidelines for a hybrid financial vehicle designed to unlock retained value for investors and entrepreneurs, thereby strengthening the liquidity and sustainability of the VC ecosystem.

**Keywords:** Venture capital, Liquidity, Hybrid vehicles, Latin America, Gray zone.

**JEL Classification:** G24, G23, G32, O54.

## INTRODUCCIÓN

### Contexto y planteamiento del problema

La industria global de capital de riesgo (*Venture Capital*, en adelante VC) se fundamenta en su capacidad para generar retornos, siendo los eventos de salida exitosos, como las adquisiciones estratégicas (M&A) o las ofertas públicas iniciales (IPOs), un componente crítico de su ciclo de vida. Estos fondos de VC suelen estructurarse con un horizonte de diez años, al cabo del cual se deben liquidar sus inversiones y buscando retornar capital a los inversionistas limitados (en adelante, LPs) (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2016). La existencia de mecanismos eficientes de salida es esencial para el desarrollo de la industria, y su ausencia limita la reinversión de distribuciones (ventas parciales, cupones, prepagos) dentro del mismo vehículo *Evergreen* (no sale del sistema como en fondos cerrados) y el crecimiento de nuevos fondos (Dubil, 2002).

En mercados desarrollados, un número considerable de empresas que alcanzan el mercado público o son adquiridas provienen de portafolios respaldados por VC. Estas inversiones exitosas, también conocidas como *home runs* o unicornios, generan retornos extraordinarios que compensan la alta tasa de fallos estructurales de la industria, fenómeno descrito por el *Power Law* (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2020), idea que se desarrollará más adelante.

No obstante, una proporción significativa de compañías financiadas por VC no se ajusta a estos extremos: ni fracasa por completo, ni logra convertirse en caso de éxito. Estas empresas operativas, pero de crecimiento limitado, quedan atrapadas en una “zona gris” sin un camino claro hacia el *exit*. A menudo, pierden prioridad estratégica por parte de los gestores, reduciendo sus opciones de refinanciamiento y transición hacia nuevos vehículos de inversión (Newsome, 2024). Esta situación da origen a los llamados *fondos zombies*: vehículos que extienden su vida más allá del plazo original, únicamente para administrar dichas inversiones estancadas (Pulliam & Eaglesham, 2012).

América Latina experimentó un auge significativo de inversión VC entre 2017 y 2024. Según LAVCA (2025), en 2024, el capital invertido ascendió a USD 4.5 B, distribuido en 751 inversiones, equivalente a casi 4 y 3 veces más que en el 2017 con USD 1.1 B y 249

inversiones respectivamente. Asimismo, CB Insights (2025) reporta que entre 2020 y 2024 la inversión en etapa temprana concentró entre el 78 % y el 84 % de los recursos, delineando un patrón de intensa actividad inversora en etapas tempranas, y reflejando la concentración de recursos en rondas Semilla y Serie A y la poca participación de fondos o dirección de estos recursos a consolidación o crecimiento como Growth Equity.

No obstante, las vías tradicionales de salida en América Latina han sido limitadas en comparación con mercados desarrollados como Estados Unidos. En la tabla 1 se observa la distancia entre ambas regiones, donde LATAM solo representó el 3 % del total de OPIs, en M&A solo el 9 % y en SPACs el 0 % (ver tabla 2). Adicionalmente, el mercado accionario regional es poco profundo, por ejemplo, las OPIs de *start-ups* latinoamericanas han sido escasas en los últimos tres años (2022, 2023 y 2024), con una participación de solo tres compañías; y las adquisiciones estratégicas suelen darse a valoraciones moderadas o ser absorbidas por empresas extranjeras. De acuerdo con la Asociación Latinoamericana de VC (LAVCA), en 2023 y 2024 persistió una “sequía de liquidez” en la región: la combinación de altas tasas de interés, un menor apetito de adquisiciones y las brechas de valuación entre compradores y vendedores resultó en muy pocas salidas exitosas (LAVCA, 2025a). Datos de LAVCA muestran que el valor total de *exits* en 2023 estuvo entre los más bajos de la última década, lo cual coincide con las tendencias globales de contracción en mercados de OPI y M&A por factores macroeconómicos (CB Insights, 2025; LAVCA, 2024).

**Tabla 1. Vías tradicionales de salida: la distancia entre EE. UU. y América Latina**

EEUU vs LATAM	2020		2021		2022		2023		2024	
	EEUU	LATAM	EEUU	LATAM	EEUU	LATAM	EEUU	LATAM	EEUU	LATAM
<b>IPO</b>	179	6	284	16	82	3	65	1	71	2
<b>M&amp;A</b>	3,048	296	4,743	507	4,050	444	3,167	330	3,055	283
<b>SPAC</b>	31	-	133	1	58	-	37	-	17	-

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de CB Insights (2025).

**Tabla 2. Total de OPIs en LATAM**

<b>LATAM</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>Promedio</b>
<b>IPO</b>	3%	5%	4%	2%	3%	3%
<b>M&amp;A</b>	9%	10%	10%	9%	8%	9%
<b>SPAC</b>	0%	1%	0%	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración propia con datos tomados de CB Insights (2025).

## JUSTIFICACIÓN

La importancia de este estudio radica en la necesidad de comprender y abordar la problemática expuesta anteriormente para asegurar la sostenibilidad y el atractivo de la industria de VC en América Latina. Si los fondos no logran ofrecer liquidez y retornos en plazos razonables, se dificulta la reinversión de capital en nuevos fondos (*reinvestment cycle*) y se erosiona la confianza de los inversionistas (LPs). De hecho, se ha observado en el contexto internacional que la falta de distribuciones de capital de retorno incide negativamente en la capacidad de los fondos para levantar nuevas rondas de financiamiento (Newsome, 2024). En otras palabras, el éxito de un fondo VC depende, en gran medida, de sus salidas ya que no solo determinan las utilidades (*carry*) para los gestores y los rendimientos para los LPs, sino que constituyen historial de *exits* esencial para la reputación de la gestora y la captación de futuros fondos (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2020, p. 30).

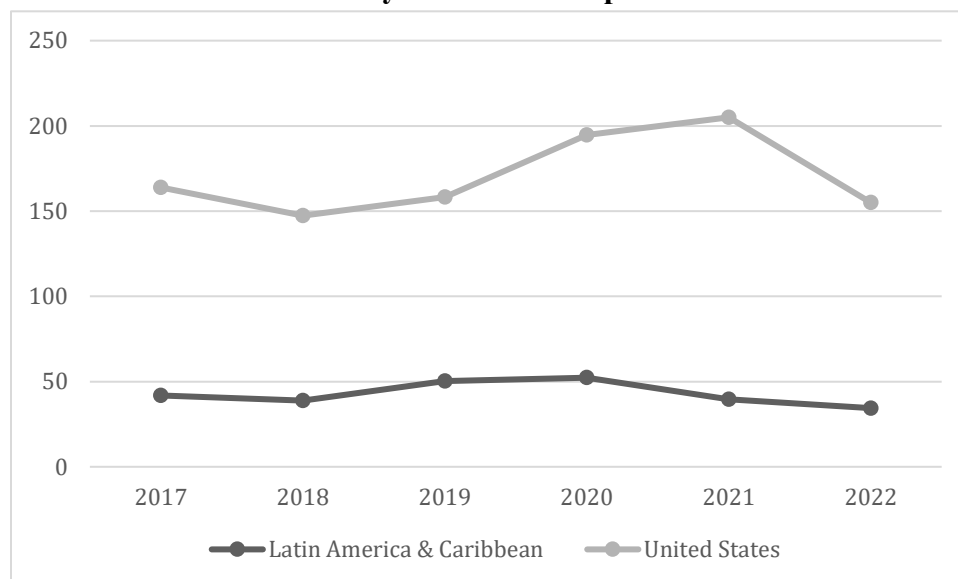
Por eso, es importante diagnosticar el estado de los portafolios de fondos de VC que han madurado, que están próximos o que alcanzaron su fecha de cierre o liquidación en América Latina, con énfasis en la identificación de compañías atrapadas en zonas grises, para así explorar la viabilidad de un vehículo financiero alternativo, de naturaleza híbrida, que combine distintos mecanismos de inversión y refinanciamiento, adaptados al perfil operativo y financiero de estas compañías. En el marco de este trabajo de grado, el término *vehículo financiero híbrido* se conceptualiza de manera multidimensional, abarcando tres aspectos complementarios. Primero, se refiere a la naturaleza de los instrumentos financieros que emplearía, combinando herramientas de capital (*equity*) con instrumentos de deuda o estructuras intermedias (*mezzanine*), como el financiamiento basado en ingresos (RBL). Segundo, alude a una filosofía de inversión híbrida que fusiona la disciplina operativa y el enfoque en la rentabilidad del *Private Equity* con la agilidad y la visión de crecimiento del *Venture Capital*. Finalmente, el término describe la diversidad de estrategias de inversión que el vehículo podría ejecutar, incluyendo desde la compra de participaciones en el mercado secundario y la inyección de capital de crecimiento, hasta la orquestación de consolidaciones sectoriales (*roll-ups*). Esta definición integral guiará el desarrollo de la propuesta a lo largo del documento.

La propuesta no parte de una solución predefinida, sino que busca emerger como resultado del diagnóstico y el análisis empírico del ecosistema. El trabajo adopta un enfoque exploratorio, basado en análisis mixto, que combina revisión documental, entrevistas semiestructuradas a gestores de fondos e instituciones relevantes, y contrastación conceptual con mecanismos financieros existentes. Se espera que los resultados contribuyan tanto al entendimiento académico del fenómeno como a la formulación de soluciones viables y aplicables en el contexto latinoamericano.

Esta necesidad se hace más evidente al contrastar las soluciones ya existentes en mercados desarrollados como vehículos híbridos, fondos de continuación o mercados secundarios institucionalizados (Fan, 2022; Ting et al., 2025) con las barreras que enfrenta América Latina para replicarlas:

- (i) Tal como se ilustra en la gráfica 1, la capitalización bursátil de la región promedia el 35,9 % del PIB (frente al 64,7 % de la OCDE) y la rotación de acciones es de solo el 24 % (comparado con un 53,8 % en economías desarrolladas). Además, la concentración es tal que el 1 % de los accionistas controla el 46 % de la propiedad corporativa (OECD et al, 2024).

**Gráfica 1. Distancia entre EE. UU. y LATAM en capitalización bursátil**



Fuente: Elaboración propia con datos tomados de OECD (2023).

- (ii) La diversidad de marcos legales eleva los costos de transacción y dificulta la creación de fondos regionales. Como reflejo de esto, un análisis de 84 fondos reveló que el 44 % se constituyen en Delaware en busca de un ambiente legal más seguro (Andrade & Pereira, 2023; Blas et al., 2024).
- (iii) La región carece de mecanismos líquidos y organizados para transferir participaciones en fondos de VC o vender portafolios, una deficiencia agravada por la aversión al riesgo de los inversores y por las brechas de financiamiento en etapas avanzadas (Baker, 2025).

Este contexto ha llevado a que numerosos fondos de la primera ola (2008-2015) enfrenten hoy un atasco de liquidez. Muchas de sus inversiones permanecen activas, pero no han alcanzado métricas atractivas para compradores estratégicos. Así, impiden el cierre del fondo y obligan a extensiones o liquidaciones a descuento. Se estima que cerca del 44 % del valor no realizado en fondos VC globales proviene de compañías con más de seis años en portafolio (Newsome, 2024). Una estadística consistente con la observación de que “las mejores inversiones se suelen salir en los primeros 5 años” (Newsome, 2024), quedando las de menor desempeño en la cola. Esto se refuerza con la falta de estructuras de capital secundario y diseños de incentivos adecuados que intensifican este estancamiento, proponiendo la adopción de vehículos híbridos preconfigurados para la transición de activos de portafolio, lo cual apoya la necesidad de analizar soluciones adaptadas a la región (Katz et al., 2021).

Por lo tanto, investigar mecanismos alternativos de salida y estrategias de gestión de portafolios maduros en el contexto latinoamericano reviste una importancia estratégica. Esta investigación propone analizar en profundidad las opciones disponibles para los fondos atrapados con empresas rezagadas: desde la venta de participaciones en el mercado secundario o a fondos de segunda mano (*secondary funds*), la estructuración de vehículos de continuación liderados por el propio gestor (traspasando activos a un nuevo fondo para dar liquidez a LPs actuales (Kastiel & Nili, 2024, pp. 7-9), hasta enfoques de financiamiento estructurado (deuda convertible, liquidaciones parciales, etc.) diseñados para garantizar salidas no tradicionales (Katz et al., 2021). Adicionalmente, se contemplará la posibilidad de liquidar o cerrar ciertas empresas mediante ventas de activos o incluso su disolución ordenada, asumiendo pérdidas, cuando estas ya no proyecten un retorno viable.

Así, se revisarán mecanismos como: i) ventas secundarias parciales o estructuradas; ii) fondos de continuación liderados por los mismos gestores; iii) estructuras de financiamiento intermedio, como deuda convertible o participaciones preferentes; iv) también se analizarán alternativas de liquidación ordenada cuando la empresa ya no proyecte un retorno atractivo. En conjunto, estas estrategias permitirán capturar valor residual y desbloquear el capital estancado en portafolios maduros, mejorando el desempeño general de los fondos y facilitando la atracción de nuevo capital.

La investigación cubrirá fondos VC de América Latina, con su ciclo de inversión cerrado o próximos a cumplir diez años de vida y estando cerca de su terminación o en extensión de la terminación. Se analizará la región como un todo. No incluirá fondos de impacto ni de *Private Equity* tradicional. El diferencial del estudio radica en combinar evidencia cuantitativa con testimonios cualitativos de primera mano, en una región poco explorada desde esta perspectiva.

El aporte de este trabajo académico será doble, académico, al ampliar la comprensión sobre los ciclos tardíos del VC en mercados emergentes; y práctico, al ofrecer soluciones replicables para una industria que necesita urgentemente mecanismos de cierre más eficientes.

## **PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN**

¿Cómo afecta la presencia de compañías operativas con bajo crecimiento y sin perspectivas claras de *exit* en los portafolios maduros de fondos de *Venture Capital* en América Latina, al cierre eficiente de dichos fondos y a la asignación óptima de capital?, y, ¿de qué manera un vehículo financiero alternativo de naturaleza híbrida podría contribuir a destrabar ese valor retenido, alineando los intereses de inversionistas, gestores y emprendedores en este contexto?

## OBJETIVOS

### General

Analizar el impacto de la permanencia de compañías financiadas por fondos de *Venture Capital* en América Latina que, al no alcanzar un *exit* y mantenerse operativas con bajo crecimiento, generan fricciones para el cierre eficiente de los fondos y limitan la asignación óptima de capital; y, con base en la evidencia empírica recopilada, explorar la viabilidad de un vehículo financiero híbrido que capture el valor residual de dichas compañías, ofreciendo retornos ajustados a su perfil de riesgo y alineando los intereses de inversionistas, gestores y emprendedores involucrados.

### Específicos

- Diagnosticar el fenómeno de la “zona gris” y su impacto en América Latina, caracterizando la magnitud y las implicaciones de las compañías atrapadas en “zonas grises” dentro de los portafolios maduros de VC de la región, identificando las principales barreras estructurales y oportunidades percibidas a partir de datos cuantitativos del mercado y de información cualitativa de los gestores de fondos regionales.
- Diseñar un vehículo financiero híbrido para la liquidez de VC en América Latina por medio de la exploración y adaptación de soluciones financieras alternativas de mercados desarrollados para el diseño de un vehículo financiero híbrido preliminar adaptado para capturar el valor residual de las compañías en “zona gris” en América Latina, evaluando su viabilidad teórica y su alineación con las condiciones del mercado regional.
- Evaluar la receptividad del mercado y los desafíos de implementación para el vehículo híbrido, determinando la receptividad práctica del mercado para el vehículo financiero híbrido propuesto en América Latina, identificando los factores críticos de éxito y las posibles barreras regulatorias, económicas e institucionales para su implementación efectiva.

## ALCANCE Y ESTRUCTURA

El alcance de esta investigación se circunscribe a los fondos de *Venture Capital* con mandato en América Latina, enfocándose en aquellos que han alcanzado o que se aproximan a la madurez de su ciclo de vida. El estudio diagnostica las fricciones de liquidez que dan origen a la “zona gris” y evalúa la viabilidad de mecanismos financieros alternativos para desbloquear el valor retenido en dichos portafolios.

Para abordar este objetivo, el documento se estructura de la siguiente manera. El marco teórico establece las bases conceptuales, recorriendo los orígenes y la lógica económica del *Venture Capital*, el principio de la Ley de Potencia (*Power Law*) y su rol en la creación de la “zona gris”, la adaptación de este modelo al ecosistema latinoamericano y una revisión de los vehículos de liquidez existentes en mercados desarrollados. A continuación, la metodología detalla el enfoque mixto de carácter exploratorio-descriptivo implementado, describiendo las fuentes de datos cuantitativos y el proceso de recolección y análisis temático de la información cualitativa, obtenida a través de entrevistas semiestructuradas con gestores de fondos de la región.

Los resultados presentan los hallazgos de la investigación. En primer lugar, expone un diagnóstico cuantitativo sobre la madurez y las dinámicas de liquidez del mercado de VC regional. En segundo lugar, sintetiza las percepciones de los gestores sobre las causas, características e implicaciones de la “zona gris”. Las conclusiones y recomendaciones inician con una matriz de clasificación para las compañías que la componen, interpretan los resultados para responder a la pregunta de investigación y presentan la principal contribución de este trabajo de grado: la propuesta detallada de un vehículo financiero *evergreen* de estructura híbrida, diseñado como un mecanismo catalizador de liquidez adaptado a las realidades estructurales, operativas y culturales del ecosistema latinoamericano.

## MARCO TEÓRICO

Este capítulo establece las bases conceptuales para comprender el fenómeno de la “zona gris” en el *Venture Capital* (VC) latinoamericano. Se inicia explorando los fundamentos económicos del modelo de VC, destacando el rol de la Ley de Potencia (*Power Law*) como su motor principal. A continuación, se analiza cómo este principio da origen estructural a la “zona gris”, un espacio de compañías que ni fracasan ni alcanzan un éxito exponencial. Posteriormente, se examina la compleja adaptación de este modelo en el ecosistema de América Latina, identificando las fricciones del mercado y el déficit de liquidez que agravan este fenómeno. Finalmente, se presenta una síntesis de las soluciones de liquidez que han surgido en mercados más desarrollados para gestionar este tipo de activos.

### **El modelo de *Venture Capital*: fundamentos y lógica económica**

Para comprender la estrategia y los desafíos sistémicos del *Venture Capital*, es indispensable analizar el principio económico que gobierna la industria: la Ley de Potencia (*Power Law*). Este concepto, originado en los estudios de Vilfredo Pareto sobre la distribución de la riqueza, describe fenómenos donde una pequeña cantidad de elementos genera la mayor parte del resultado. A diferencia de una distribución normal, en una de Ley de Potencia, los eventos extremos, aunque infrecuentes, dominan el resultado total. En el contexto del VC, esto significa que la rentabilidad de un fondo no se explica por la media de muchos aciertos moderados, sino por la aparición de unos pocos *home runs* que compensan la alta tasa de fracasos inherente al modelo. La estrategia, por tanto, no es evitar perder una inversión, sino maximizar las probabilidades de no perderse la oportunidad de un retorno extraordinario.

### *La Ley de Potencia (Power Law) como motor de la industria de Venture Capital*

Para comprender la estrategia, el comportamiento y, en definitiva, los desafíos sistémicos del *Venture Capital*, es indispensable analizar el principio económico que gobierna la industria: la Ley de Potencia (*Power Law*). Este concepto matemático indica cómo se asigna el capital,

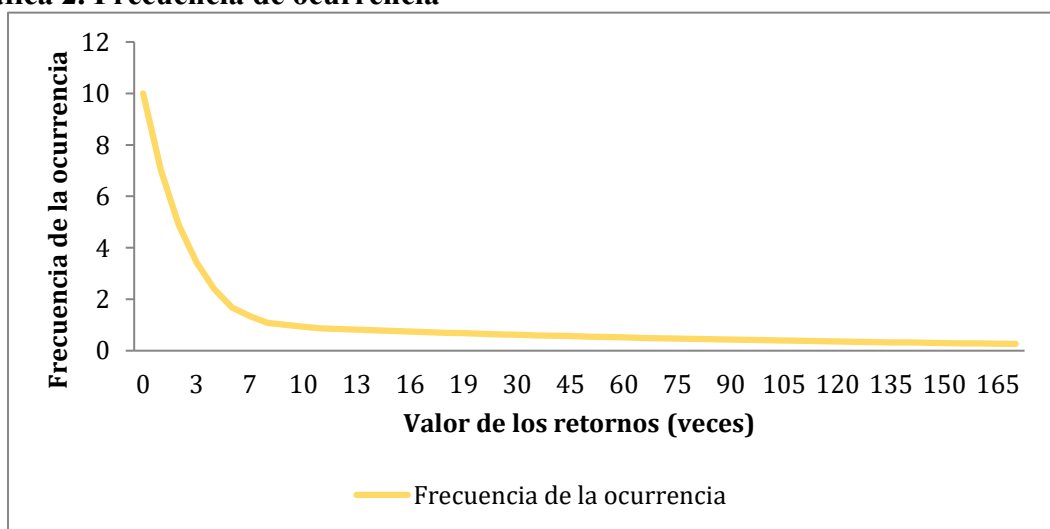
cómo se gestionan los portafolios y por qué el fracaso es una parte intrínseca y aceptada del modelo.

### *Fundamentos conceptuales y formulación matemática*

El concepto tiene sus raíces en el trabajo del economista y sociólogo italiano Vilfredo Pareto a finales del siglo XIX. En sus estudios sobre la distribución de la riqueza, Pareto observó empíricamente que una pequeña fracción de la población poseía la mayor parte de la riqueza. Específicamente, al analizar datos fiscales, descubrió una regularidad matemática en la distribución del ingreso, una relación que se mantenía estable a través de diferentes países y épocas (Persky, 1992).

Esta observación, conocida como la Ley de Pareto o el Principio de Pareto, fue el precursor de la formalización de las distribuciones de ley de potencia. Estas distribuciones describen fenómenos donde una pequeña cantidad de elementos es responsable de la mayor parte del resultado agregado, caracterizándose por tener *colas* pesadas, en inglés *fat tails*, en comparación con una distribución normal (Gabaix, 2009). A diferencia de la curva de campana, donde los eventos extremos son extraordinariamente raros, en una distribución de ley de potencia, los eventos extremos, aunque infrecuentes, ocurren con una probabilidad lo suficientemente alta como para dominar el resultado total (ver gráfica 2).

**Gráfica 2. Frecuencia de ocurrencia**



Fuente: Elaboración propia.

El principio económico que gobierna la industria del *Venture Capital* es la Ley de Potencia (*Power Law*). A diferencia de una distribución normal, este principio describe fenómenos donde la rentabilidad de un portafolio no depende del promedio de muchos aciertos moderados, sino de la aparición de unos pocos éxitos extraordinarios (*home runs*) que compensan la alta tasa de fracasos inherente al modelo. Esta estructura de retornos asimétricos es, precisamente, la que da origen al fenómeno de la “zona gris”. Las compañías que logran sobrevivir, pero que no alcanzan la trayectoria de crecimiento exponencial, quedan atrapadas en un espacio intermedio donde a menudo pierden la prioridad estratégica de los gestores.

Para ilustrar empíricamente estos efectos, se implementó una simulación Monte Carlo. Como se detalla en el anexo B, donde se encuentra tanto la formalización matemática del modelo como el análisis completo de la simulación, los hallazgos confirman la dinámica teórica: la rentabilidad en VC no proviene de un alto promedio de aciertos, sino de la magnitud de unos pocos ganadores.

Esto valida la estrategia central de la industria, que prioriza la exposición a la cola derecha de la distribución de retornos, y refuerza la idea de que “el objetivo no es evitar perder US \$1 millón, sino no perder la oportunidad de ganar US \$1 billón”. Habiendo establecido la Ley de Potencia como el motor económico que gobierna el *Venture Capital*, un modelo validado empíricamente que depende de unos pocos éxitos extraordinarios para compensar una mayoría de fracasos o retornos modestos surge una pregunta fundamental: ¿cuáles son las consecuencias de esta estructura para las compañías que no se ajustan a ninguno de los dos extremos? La respuesta se encuentra en el fenómeno de la “zona gris”, la consecuencia estructural más directa de este modelo de inversión.

#### *La “zona gris”: una consecuencia estructural del modelo*

Se procede entonces a analizar la consecuencia estructural más directa de la Ley de Potencia: el fenómeno de la “zona gris”. Teóricamente, este espacio agrupa a las compañías que, si bien evitan el fracaso, no alcanzan la trayectoria de hipercrecimiento que exige el modelo.

Como se argumentará, estas empresas no son una anomalía, sino un subproducto aceptado y estructural del modelo de inversión impulsado por la Ley de Potencia.

El costo de oportunidad del tiempo de un GP es extremadamente alto. Dedicar horas a una compañía en esta zona que, en el mejor de los casos, podría devolver 1x o 2x el capital invertido (entrevistas, archivo del autor, 2025), es una distracción del trabajo principal que consiste en ayudar a la compañía estrella a convertirse en un ganador de 100x en lugar de 50x. La asimetría de los retornos potenciales hace que sea económicamente irracional para que un GP se centre en activos de esta zona gris. Por lo tanto, el abandono estratégico (aunque no la liquidación formal) de estas empresas de crecimiento moderado es una decisión racional dentro del modelo, creando un profundo desajuste de incentivos entre el fondo y los fundadores de la compañía.

## **Adaptación y fricciones del modelo en América Latina**

### *Desarrollo y características del ecosistema regional*

La expansión global del modelo de *Venture Capital* ha llevado sus prácticas y su filosofía a mercados emergentes, incluyendo América Latina. Sin embargo, la simple transposición de un modelo desarrollado en el ecosistema único de Estados Unidos a un contexto con diferentes realidades institucionales, culturales, regulatorias y de mercado ha resultado en un proceso de adaptación complejo, marcado tanto por un crecimiento notable como por desafíos estructurales persistentes (para más profundidad en la historia del *Venture Capital*, ver el anexo B). El modelo de VC de EE. UU. surgió como una solución endógena a un problema específico, como fue mencionado anteriormente; en contraste, el VC en América Latina es un fenómeno más reciente. Su desarrollo formal comenzó en la década de los 2000, a menudo impulsado por cambios legislativos y gracias al apoyo de agencias de desarrollo gubernamentales que buscaban fomentar la innovación y el emprendimiento (De Carvalho et al., 2012; Rudolph et al., 2023). La literatura sobre el tema, aunque limitada, coincide en que la industria local es relativamente joven y ha tenido que adaptarse continuamente a un entorno macroeconómico y regulatorio desafiante (Ahlstrom & Bruton, 2006, pp. 253-269; De Carvalho et al., 2012, pp. 499-530). Durante la década del 2000 y a principios del 2010,

la mayoría de las inversiones en *start-ups* provinieron de fondos internacionales o corporativos extranjeros, dado que los inversionistas locales e institucionales aún eran escasos. Un punto de inflexión fue la entrada de grandes actores globales. Por ejemplo, en 2019, SoftBank lanzó un fondo de US\$ 5.000 millones enfocado en tecnología latinoamericana (Stein & Wagner, 2019), inyectando un volumen de capital sin precedentes en la región.

El desarrollo de la industria de *Private Equity* y *Venture Capital* (PEVC) en Brasil sirve como un caso de estudio representativo para la región. Desde los noventa, la industria brasileña experimentó tres ciclos de inversión distintos que moldearon su carácter: el primero (1997-1998) ligado al proceso de privatización, un segundo (1999-2000) impulsado por la burbuja.com, y un tercero (2003-2005), reorientado hacia pequeñas y medianas empresas (pymes) con inversiones más diversificadas y de menor tamaño (Rozeira de Mariz & Ferreira Savoia, 2005). Uno de los principales desafíos para la industria en Brasil fue “la iliquidez de los mercados de capitales, que hace que las estrategias de salida a través de ofertas públicas iniciales fuesen problemáticas” (Rozeira de Mariz & Ferreira Savoia, 2005). Esta escasez de OPIs obligaba a los fondos a depender de las ventas estratégicas (*trade sales*) como la vía de salida más común, una realidad que persiste hasta hoy en toda la región (Rudolph et al., 2023).

A pesar del notable crecimiento del ecosistema de *Venture Capital* en América Latina durante la última década, su desafío más crítico es el déficit estructural de vías de liquidez (*exits*) para los inversionistas. El modelo de VC depende de la capacidad de convertir el valor generado (Múltiplo de Capital Invertido - MOIC) en capital efectivamente devuelto a los inversionistas (Distribuido a Capital Invertido - DPI) a través de salidas como OPIs o ventas estratégicas (M&A). Estas salidas no solo generan retornos, sino que reciclan el capital y el talento de vuelta al ecosistema. Investigaciones ya señalaban a principios de los 2000 que la inactividad del mercado de OPIs en Brasil obligaba a los fondos a priorizar las ventas estratégicas como la principal vía de salida (De Carvalho et al., 2012). Esta escasez de opciones de liquidez, en comparación con mercados maduros, sigue siendo un obstáculo estructural en toda la región (Rudolph et al., 2023).

A pesar de esto, el ecosistema de América Latina ha importado la filosofía de inversión de la Ley de Potencia sin poseer aún la infraestructura de mercado necesaria para

que ese modelo funcione de manera sostenible (entrevistas, archivo del autor, 22 de julio de 2025). Existe una desconexión estructural aparente entre la estrategia de entrada (invertir para un crecimiento exponencial) y la realidad de la salida (pocas vías para realizar el valor de ese crecimiento). Lo anterior, entendiendo que la viabilidad sistemática de la Ley de Potencia depende de un ecosistema que no solo permita generar crecimiento exponencial, sino que también ofrezca los mecanismos para realizar (materializar) el valor de dicho crecimiento.

En América Latina, existen fricciones estructurales en ambas fases que limitan su aplicabilidad. En la fase de generación de valor, el potencial exponencial de muchas *start-ups* se ve intrínsecamente limitado por la fragmentación de los mercados. A diferencia de Estados Unidos o China, las barreras regulatorias, culturales y económicas entre países dificultan la expansión regional, acotando el Mercado Total Direccional (TAM) y, por ende, la pendiente de la curva de crecimiento. En la fase de realización de valor, la infraestructura de salidas es precaria. Como se ha documentado, la región carece de mercados de capitales públicos profundos que faciliten las Ofertas Públicas Iniciales (OPIs); y posee un número limitado de grandes corporativos con la capacidad y el apetito para realizar adquisiciones estratégicas a gran escala (M&A).

Esta doble fricción obliga a diferenciar entre dos tipos de activos en los portafolios de VC regionales:

- i) Activos con potencial exponencial teórico: este tipo de activo se refiere a una minoría de compañías, a menudo diseñadas con un enfoque global desde su inicio (*born global*) o que abordan problemas masivos y transfronterizos, como las *fintech*. Aunque teóricamente podrían seguir una trayectoria de crecimiento exponencial acorde con la Ley de Potencia, enfrentan severas limitaciones en la etapa de salida, ya que dependen casi exclusivamente de compradores o mercados de capitales extranjeros para materializar su valor.
- ii) Activos de crecimiento sostenido: empresas que, por las limitaciones del mercado o por la escasez de capital de crecimiento (*growth equity*), alcanzan un techo y adoptan una trayectoria de crecimiento más moderada y orientada a la rentabilidad. El modelo de VC tradicional, al estar optimizado para la Ley de Potencia, tiende a clasificar erróneamente a estos negocios sólidos como fracasos

relativos, cuando en realidad son la consecuencia predecible de la aplicación de este modelo en un entorno inadecuado.

Por lo tanto, la disonancia entre la estrategia de entrada (invertir para un crecimiento exponencial) y la realidad de la salida (pocas vías para realizar ese valor) no solo es una desconexión aparente, sino el motor principal que genera y amplía sistemáticamente el universo de la “zona gris” en la región (Baker, 2025).

En un ecosistema maduro, una empresa que no alcanza el estatus de *outlier* pero que ha construido un negocio sólido puede ser adquirida por un competidor o encontrar una salida modesta. En América Latina, la falta de este mercado intermedio de liquidez significa que muchas de estas empresas quedan atrapadas en los portafolios de los VCs. Estas compañías no son lo suficientemente exitosas como para aspirar a una de las pocas y codiciadas salidas de alto valor, pero son demasiado grandes o tienen una estructura de capital demasiado compleja (con múltiples rondas de VC) para ser adquiridas por actores locales más pequeños o para simplemente operar de manera rentable y distribuir dividendos. Así lo señala un socio de los fondos entrevistados, quien define a algunas de las compañías en “zona gris” como:

[...] zombies, porque están vivas, se mueven, pero no se mueven muy rápido. No son malas empresas, muchas pueden ser rentables, pero típicamente el mercado te las va a evaluar con múltiplos más bajos y en muchos casos esos múltiplos no justifican las valuaciones anteriores a las cuales algunos inversionistas metieron dinero. (entrevista, archivo del autor, 19 de junio de 2025)

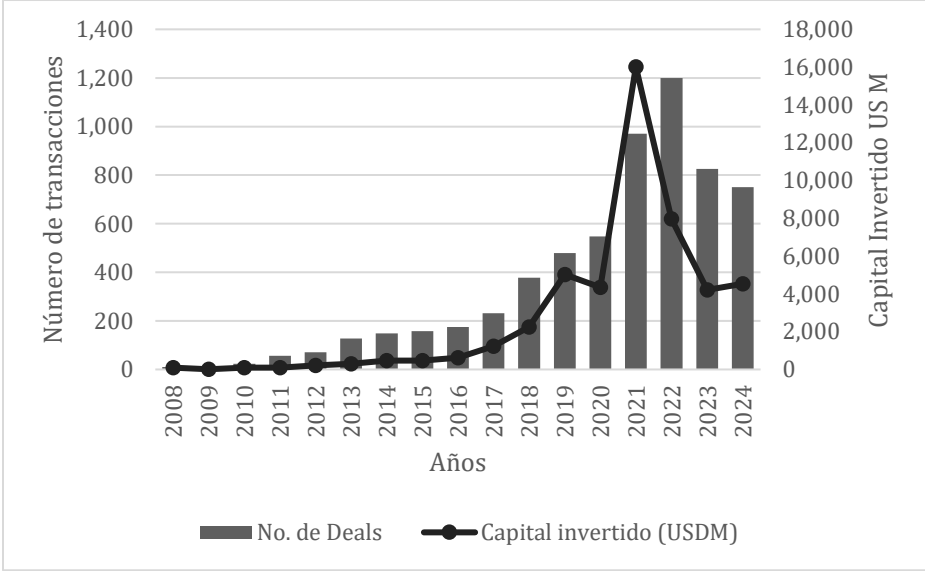
La iliquidez del ecosistema es el factor catalizador que, acompañado de un contexto cultural distante a Estados Unidos, lleva a las empresas de rendimiento moderado a la “zona gris”, un problema central que este trabajo de grado busca explorar en profundidad.

### *El déficit estructural de liquidez como catalizador de la “zona gris”*

El fenómeno de fondos de VC con portafolios maduros difíciles de liquidar no es exclusivo de América Latina, pero en la región adquiere rasgos particulares. A nivel global, durante los años de auge tecnológico (por ejemplo 2010 y 2021) se financiaron múltiples *start-ups* con valuaciones crecientes; la expectativa era que muchas alcanzaran el estatus de “unicornio” (> US\$ 1.000 millones) y lograran salidas multimillonarias. Particularmente, en 2021 (ver gráfico 3), esto fue impulsado por un entorno global de bajas tasas de interés y por una

creciente digitalización, donde la inversión de VC alcanzó niveles récord (Stephanie et al., 2022). Sin embargo, a partir de 2022, el ecosistema sufrió una corrección significativa, que reflejó la tendencia global de ajuste en las valoraciones y una mayor aversión al riesgo por parte de los inversores (Cuantico, 2025), cerrando la ventana de OPIs tecnológicas y reduciéndose las adquisiciones grandes (CB Insights, 2025; OECD, 2023). Esto dejó un gran número de unicornios atorados en los portafolios privados. Este atraso generalizado de liquidez ha llevado a que el valor en compañías no realizadas (no *exit*) alcance niveles récord. A finales de 2023 existía alrededor de US\$ 2.500 millones en valor no realizado dentro de fondos de *Venture Capital* en el mundo (Newsome, 2024), En otras palabras, casi la mitad del valor de los fondos VC proviene de empresas que deberían haber encontrado un *exit* en el horizonte normal, pero no lo han hecho.

**Gráfica 3. Inversiones en VC América Latina**



Nota: La información presentada en la gráfica se basa en datos de LAVCA, correspondientes a salidas e inversiones de capital de riesgo en América Latina con corte al 31 de diciembre de 2024.

Fuente: Elaboración propia.

A medida que los primeros fondos VC en América Latina se aproximan al final de su ciclo de vida, comienzan a evidenciarse desafíos estructurales relacionados con la liquidez de sus portafolios. A diferencia de mercados desarrollados, donde existen ecosistemas financieros más robustos y múltiples mecanismos de salida para los inversionistas, en América Latina el cierre de fondos enfrenta restricciones operativas, regulatorias y de

mercado que dificultan la realización de retornos y la liberación eficiente del capital invertido (Iturri, 2014). Esta falta de opciones fluidas implica que, una vez invertido el capital, los fondos deben ser creativos para recuperar la liquidez. Esta realidad contrasta con la experiencia de mercados como el estadounidense, donde, típicamente, el 15 % de las inversiones de un fondo termina en una OPI, el 50 % en M&A, y solo el 35 % fracasa completamente (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2016). En Latinoamérica, es probable que la proporción de *exits* exitosos sea menor y la de empresas en zona gris o zombis sea mayor, aunque carecemos de estadísticas públicas detalladas y su recopilación no hará parte de este estudio.

### **Soluciones de liquidez para mercados ilíquidos**

Sin embargo, este mismo conjunto de compañías podría representar una oportunidad de inversión atractiva si se diseñan vehículos especializados capaces de asumir este tipo de riesgo intermedio. Dadas sus características operativas, sus modelos ya probados y sus necesidades de capital contenidas, las compañías en “zona gris” podrían ofrecer retornos interesantes si se estructuran mecanismos que alineen los intereses de fondos salientes, nuevos inversionistas y equipos fundadores. Firmas especializadas en compras secundarias (como Industry Ventures, HarbourVest, etc.) han empezado a explorar la adquisición de participaciones en *start-ups* latinoamericanas o incluso la compra de portafolios enteros de fondos locales con descuento. Por ejemplo, en 2022, se reportó que el mercado global de *tail-end secondaries* (compra de los restos de portafolios viejos) superó los US\$ 100 billones y sigue creciendo rápidamente (Cruchbase, 2025; Pitchbook, 2025), y América Latina ha comenzado a surgir estos pasos constituyendo fondos especializados en estas actividades como 5x. Sin embargo, aún son incipientes.

#### *Revisión de mecanismos en mercados desarrollados*

Además de generar fricciones para el cierre ordenado de los fondos, la falta de mecanismos financieros intermedios constituye una barrera estructural para la continuidad operativa de las compañías atrapadas en “zonas grises”. Estas empresas, al no encajar en las tesis de VC

ni en los criterios tradicionales de *Private Equity* o en la banca comercial, enfrentan dificultades para acceder a capital que reconozca su valor operativo y las acompañe en procesos de estabilización o reinversión. La escasez de vehículos con condiciones compatibles con su perfil financiero limita su capacidad de adaptación y, en último término, puede precipitar liquidaciones a descuento de activos con potencial remanente.

En mercados desarrollados, este tipo de situaciones ha motivado la creación de instrumentos especializados (mercados secundarios, estructuras *mezzanine* y fondos de continuación, etc.) que permiten: i) dar salida parcial a inversionistas; ii) refinanciar compañías con valor residual; y iii) reordenar el *Cap Table* sin abandonar completamente el activo. En América Latina, por el contrario, la adopción de estas soluciones ha sido limitada, o escasamente documentada, lo que refleja las limitaciones estructurales del ecosistema financiero regional.

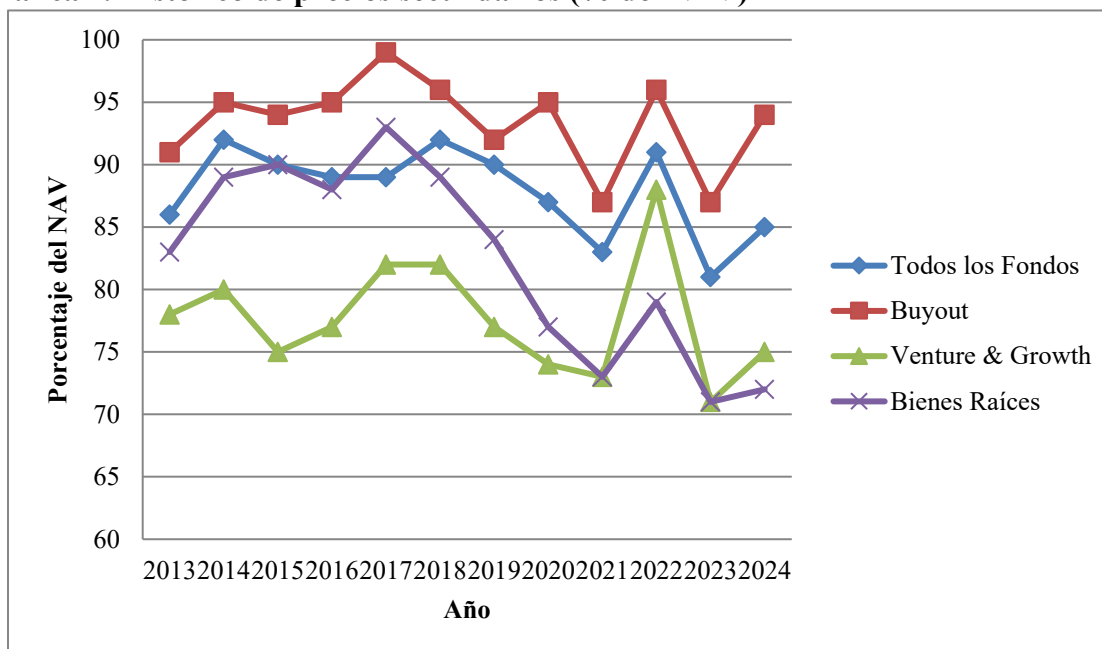
Como en cualquier inversión cerrada, el objetivo es retornar capital y generar rendimientos al culminar el horizonte del vehículo. Sin embargo, la limitada profundidad y liquidez de los mercados de capital locales restringe las oportunidades de *exits*, como las ofertas públicas iniciales (IPOs) (Guzmán et al., 2015, p. 52). De hecho, en las últimas décadas las OPIs de empresas respaldadas por capital de riesgo en la región han sido escasas y concentradas en pocos países (Brasil, México, Chile), obligando a muchas *start-ups* exitosas a cotizar en el exterior (por ejemplo, en la Bolsa de Valores de Nueva York) (Guzmán et al., 2015, p. 52). Asimismo, el entorno regulatorio e institucional presenta obstáculos: las demoras burocráticas, la incertidumbre jurídica y las brechas en garantías de derechos contractuales desalientan a inversionistas internacionales (Andrade & Pereira, 2023). El episodio de Nubank refuerza estos supuestos, que, tras decidir una doble cotización en São Paulo y Nueva York, en noviembre de 2021, canceló su listado en la B3 menos de un año después (Rudolph et al., 2023).

Frente a estas fricciones, los mercados desarrollados han consolidado mecanismos intermedios que hoy operan como herramientas permanentes de gestión de liquidez. El mercado secundario de VC permite que compradores especializados adquieran posiciones de fondos cercanos a su vencimiento, otorgando liquidez parcial a LPs y tiempo adicional (a veces con capital fresco) a las compañías del portafolio. En la última década, estas operaciones se aceleraron a escala global (Handal et al., 2024; Ting, 2025; Ting & Swildens,

s. f.). En particular, los fondos de continuación son vehículos promovidos por los propios GPs para extender su exposición a activos con potencial, los cuales pasaron de ser excepciones, a representar una porción sustantiva del segmento GP-led, con creciente aceptación (Handal et al., 2024; Kastiel & Nili, 2024; Katz et al., 2021). La evidencia académica y de la industria coincide en que estos mecanismos pueden aliviar portafolios, devolver capital oportunamente y reasignar activos a nuevas manos con incentivos adecuados para maximizar su valor residual (Kastiel & Nili, 2024) (Handal et al., 2024; Katz et al., 2021). Asimismo, reducen la presión por malvender participaciones al final de la vida del fondo, al crear un mercado donde se fijan precios más justos para empresas que todavía tienen potencial.

En América Latina, en contraste, el mercado secundario de VC es incipiente. Esta brecha supone una oportunidad perdida: múltiples fondos regionales próximos a su cierre requieren vías para retornar capital a LPs, mientras que fundadores y ángeles buscan liquidez parcial tras años inmovilizados. La ausencia de compradores secundarios locales o internacionales deja a los GPs con alternativas subóptimas, como extender el período del fondo o liquidar a valuaciones deprimidas, opciones que erosionan la confianza y dificultan levantar nuevos vehículos (Katz et al., 2021). Es interesante observar en la gráfica 4 que, aunque en secundarias, el NAV de las compañías en VC & Growth presenta una corrección del 25 % del valor para 2024. Los hallazgos de este estudio demuestran que este descuento dependerá de la etapa en la que se encuentre el fondo, por lo menos en América Latina.

**Gráfica 4. Histórico de precios secundarios (% del NAV)**



*Nota.* Datos de Historical Secondary Pricing (Percent of NAV), extraídos de Commonfund. (2025). *Blossoming New Era of Secondaries*. Cari Lodge, Lawrence Shoykhet & Nathan Lee. Commonfund. Subido como PDF. Los datos originales provienen de Jefferies Private Capital Advisory, *Global Secondary Market Review*, enero 2025.

Fuente: Elaboración propia.

En este contexto, han surgido soluciones financieras híbridas que ofrecen una mejor alineación de incentivos. Bajo esta perspectiva, se agrupan enfoques que integran diversas estrategias (como las compras en mercados secundarios), filosofías de inversión (que combinan la paciencia del *private equity* con la agilidad del VC) e instrumentos no convencionales (como la deuda estructurada o el capital preferente), diseñados a la medida de empresas que no califican para los modelos puros de VC o PE. Existen aproximaciones relevantes: i) deuda *mezzanine* con opciones de conversión o derechos sobre flujos, utilizada para monetizaciones parciales en empresas medianas (Guzmán et al., 2015; Kastiel & Nili, 2024; Katz et al., 2021; Perritt Capital Managemnt, s. f.; The Lauder Institute, 2022). ; y ii) *venture debt* para compañías con crecimiento moderado e ingresos comprobados, que remunera a los inversionistas vía intereses y *warrants*, disminuyendo la dependencia de un único evento de liquidez. En la región ya hay pasos en esa dirección: BID Invest y socios privados lanzaron en 2020 un fondo regional de *venture debt* para firmas tecnológicas en

expansión (IDB Invest, 2020). Sin embargo, frente a estos vehículos de deuda también hay escepticismo, tal y como lo menciona uno de los GPs entrevistados, quien distingue el *venture debt* tradicional de lo que podrían necesitar las empresas en la “zona gris”. Sugiere que el *venture debt* es generalmente adecuado para empresas que ya poseen bastante *equity* (capital) en sus balances generales. Esto implica que no es una solución sencilla para las empresas financieramente más débiles y sin crecimiento que, a menudo, se encuentran en la “zona gris” (entrevistas, archivo del autor, 6 de agosto del 2025).

Un vehículo híbrido para “zonas grises” podría inspirarse en esas experiencias de otorgar a los nuevos inversionistas flujos preferentes condicionados a desempeño operativo, junto con una participación accionaria que capture la apreciación futura. La estructura deberá equilibrar cuidadosamente el reparto de riesgos y retornos. Los LPs originales buscarán recuperar al menos una parte de su inversión (aunque sea un descuento significativo), mientras que los nuevos inversores exigirán un potencial de retorno acorde con el riesgo de involucrarse en empresas de rendimiento incierto. Por ello, es crítico alinear incentivos a través de mecanismos de valuaciones de entrada ajustadas y pagos escalonados por hitos operativos; además, la continuidad de fundadores con paquetes accionarios reorganizados puede alinear intereses y evitar selecciones adversas.

Para mitigar las fricciones de un mercado ilíquido, el ecosistema de *Venture Capital* en geografías más maduras ha consolidado un conjunto de mecanismos intermedios que facilitan la gestión de portafolios y la devolución de capital. Estas herramientas constituyen un complemento a las salidas tradicionales (IPO / M&A), permitiendo acelerar la conversión del valor no realizado en capital distribuido a los inversionistas (DPI) (entrevistas, archivo del autor, 2025).

Dentro de estas soluciones, el mercado secundario permite que compradores especializados adquieran posiciones en fondos, mientras que los fondos de continuación (*continuation funds*), promovidos por los mismos gestores (GP-led), facilitan la extensión del horizonte de inversión para los activos más prometedores. Adicionalmente, se han desarrollado soluciones financieras híbridas que combinan la disciplina del *private equity* con la agilidad del VC. Instrumentos como la deuda *mezzanine*, el capital preferente o el financiamiento basado en ingresos (RBF) ofrecen capital no dilutivo a compañías con

crecimiento moderado, estabilizando su operación sin depender de un único evento de liquidez (NAV-Based Facilities Guidance for Limited Partners and General Partners, 2024b).

En conjunto, estas estrategias (detalladas en el anexo F) demuestran que es posible diseñar arquitecturas de capital a la medida para desbloquear valor en activos que no encajan en los modelos puros. La función principal de estos mecanismos es, por tanto, preservar la opcionalidad y mitigar las pérdidas asociadas a activos estancados, una necesidad aún más acentuada en el contexto latinoamericano.

Con base en lo anterior, la investigación delimita su objeto de estudio a fondos de VC/*growth* latinoamericanos que han completado, o se encuentran próximos a completar, un ciclo de inversión, y adopta un diseño mixto de carácter exploratorio-descriptivo. En particular, se dimensionará la magnitud del atascamiento de activos en “zona gris” y su relación con TVPI/DPI; y se evaluará la viabilidad y condiciones de diseño de los mecanismos mencionados (adecuación problema-mecanismo, resguardos de gobierno e incentivos) para destrabar valor sin depender exclusivamente de una salida convencional.

## METODOLOGÍA

### Diseño de la investigación

Este capítulo detalla el diseño metodológico implementado para investigar el fenómeno de la “zona gris” en los portafolios de *Venture Capital* (VC) en América Latina y explorar la viabilidad de un vehículo financiero híbrido que ofrezca una solución de liquidez.

Se emplea un enfoque mixto de carácter exploratorio-descriptivo. Este diseño se considera el más adecuado para abordar la complejidad del problema, ya que permite combinar la contextualización empírica del análisis cuantitativo con la profundidad interpretativa del cualitativo (Creswell, n. d.). La naturaleza exploratoria del estudio se justifica en la escasez de literatura centrada en mecanismos de desinversión para activos estancados, específicamente en el ecosistema de VC latinoamericano. A su vez, el componente descriptivo busca caracterizar la magnitud, las causas percibidas y las consecuencias de este fenómeno.

Inicialmente, se planteó un componente cuantitativo robusto para diagnosticar empíricamente la incidencia de las inversiones atrapadas. Sin embargo, la recopilación de datos a nivel de fondo enfrentó limitaciones significativas debido a la opacidad del mercado y a la baja tasa de respuesta, impidiendo la construcción de una muestra estadísticamente representativa para análisis inferenciales. En consecuencia, el diseño metodológico fue ajustado para que los hallazgos cuantitativos cumplan una función descriptiva y de contextualización, sirviendo de marco para el análisis cualitativo, que constituye el núcleo central de este trabajo de grado. La integración de ambas vertientes se realiza mediante la triangulación de datos para contrastar y complementar los hallazgos.

Esta aproximación permite no solo dimensionar el desafío de la iliquidez, sino también comprender las percepciones, estrategias y barreras que enfrentan los gestores de fondos, sentando una base sólida para el diseño conceptual de soluciones financieras adaptadas a la región.

## Estrategia de recolección y análisis de datos cuantitativos

### *Fuentes secundarias para el análisis cuantitativo*

Para construir el diagnóstico cuantitativo del ecosistema de *Venture Capital* en la región, esta investigación se fundamenta en el análisis de datos secundarios extraídos de bases de datos especializadas e informes institucionales de alta reputación. La selección de estas fuentes garantiza la robustez y la validez externa de los datos utilizados para contextualizar el fenómeno de la “zona gris”. Las fuentes principales fueron:

- PitchBook Data, Inc.: se utilizó como la fuente principal para identificar y caracterizar el universo de fondos de VC con mandato en América Latina. Esta plataforma permitió aplicar filtros específicos por año de creación (*vintage year*), capital bajo gestión (AUM) y estado operativo (activo, en liquidación, etc.), lo cual fue esencial para mapear la oferta de capital en la región.
- LAVCA (Association for Private Capital Investment in Latin America): se empleó para obtener datos agregados sobre volúmenes de inversión, número de transacciones (*deals*) y tendencias de salidas (*exits*). Sus informes sirvieron como un barómetro clave para medir la dinámica y la actividad del mercado a lo largo del tiempo.
- CB Insights: actuó como una fuente de contraste para validar las tendencias de inversión y, de manera crucial, para dimensionar la escasez de salidas tradicionales (IPOs y M&A) en América Latina en comparación con mercados desarrollados como el de Estados Unidos.
- OECD (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos): los informes de esta organización sobre el desarrollo de mercados de capitales fueron fundamentales para contextualizar las barreras estructurales a la liquidez que enfrenta la región, tales como la baja capitalización bursátil y la alta concentración del mercado accionario.

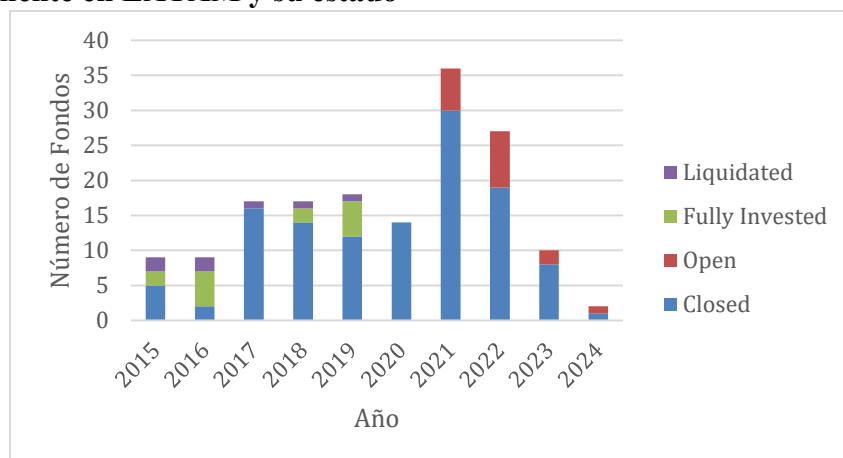
### Universo, unidad de análisis y criterios de inclusión

El análisis se restringe a fondos de *Venture Capital* con vintage entre 2015 y 2023, tamaño comprometido del fondo  $\geq$  US\$ 5 millones y preferencia explícita por LATAM (México, Centroamérica y Sudamérica), con evidencia de despliegue en la región durante el periodo. La unidad de análisis es el fondo (Fund\_ID). Las razones para los cortes son:

- i. El horizonte se define entre los años 2015 a 2023 reduciendo censura a la derecha en cohortes muy recientes, y permite observar transiciones de estado (levantamiento, inversión y cosecha / liquidación) de fondos próximos a su fecha de terminación o ya liquidados.
- ii. El umbral de  $\geq$  USD 5M asegura relevancia económica y mayor consistencia de reporte.
- iii. La exigencia de preferencia en América Latina separa la oferta estructural de episodios oportunistas cross-border.

Bajo estos criterios, se identificaron 119 gestores (GPs) que administran 157 fondos con despliegue en el periodo. La gráfica 5 resume el número de fondos por vintage y estado según reglas operativas mutuamente excluyentes: Open (levantamiento, sin cierre final), Closed (periodo de inversión activo), Fully invested (cosecha; capital llamado  $\geq$ 90% o inactividad en nuevos *deals*  $\geq$ 24 meses) y Liquidated (terminación).

**Gráfica 5. Fondos de vintage 2015-2023 mayores a US\$ 5M que invierten prioritariamente en LATAM y su estado**



Fuente: Elaboración propia con base en datos de PitchBook (<https://my.pitchbook.com/?pcc=1148127-58>). Criterios de búsqueda: Investor Type:

Venture Capital; Investor Locations: Americas > Central America; Americas > South America; Fund Status: Closed Funds; Open Funds; With first close; Without first close; Upcoming Funds.

### *Proceso de análisis*

El análisis de los datos secundarios tuvo un enfoque descriptivo y contextual. La información extraída de las fuentes se procesó y organizó con el objetivo de construir un diagnóstico empírico del ecosistema de *Venture Capital* en América Latina. Específicamente, los datos se utilizaron para mapear y caracterizar el universo de fondos activos en la región, cuantificar las tendencias históricas de inversión y desinversión, y dimensionar las brechas estructurales de liquidez de los mercados de capitales locales en comparación con sus pares desarrollados. Este análisis cuantitativo sirve como base fáctica para contextualizar e interpretar los hallazgos cualitativos que se presentan más adelante.

### **Estrategia de recolección y análisis de datos cualitativo**

El componente cualitativo es el pilar de esta investigación y busca explorar en profundidad las percepciones, experiencias y estrategias de los gestores de fondos (GPs) y otros actores relevantes frente al desafío de las compañías en “zona gris”. El componente cualitativo explora las dinámicas del problema y las posibles soluciones híbridas.

### *Muestra y selección de participantes*

Se llevaron a cabo 16 entrevistas semiestructuradas en profundidad. La muestra final incluyó a socios de fondos de VC líderes en México, Colombia, Perú, Chile y Brasil, así como expertos del mercado secundario, garantizando una diversidad de perspectivas geográficas y funcionales. Aunque no es una muestra representativa, su composición permite obtener una visión panorámica y cualitativamente rica del ecosistema.

### *Instrumento y protocolo de entrevista*

Se utilizó una guía de entrevista semiestructurada para asegurar la cobertura de temas clave, permitiendo, al mismo tiempo, la flexibilidad para explorar ideas emergentes. Las áreas temáticas centrales fueron:

- i. La definición y caracterización de las compañías en “zona gris” desde su experiencia.
- ii. Los factores estructurales y de mercado que contribuyen a este fenómeno en América Latina.
- iii. El impacto de estos activos en la gestión y liquidación de los fondos.
- iv. Las estrategias empleadas (o la falta de ellas) para gestionar o desinvertir en estas compañías.
- v. La percepción sobre la viabilidad de mecanismos alternativos de liquidez, como fondos de continuación, ventas secundarias o vehículos híbridos.

También se realizó una entrevista de prueba para asegurar que su duración no excediera una hora. A raíz de los comentarios recibidos, se hicieron numerosos cambios en el formato, el orden y el estilo de las preguntas para facilitar unas respuestas más exhaustivas y participativas. El protocolo final de la entrevista se encuentra en el anexo C. En algunas de las entrevistas, fue necesario hacer preguntas adicionales, basándose en las respuestas específicas de los entrevistados. Esto garantizó una interpretación más consistente de las respuestas.

### *Proceso de análisis cualitativo*

#### *Codificación temática*

Las entrevistas fueron grabadas y transcritas, asegurando el anonimato de los participantes. Para el análisis de las transcripciones, se empleó un proceso de codificación temática asistido por la herramienta de inteligencia artificial NotebookLM. Esta plataforma fue utilizada para organizar el corpus de entrevistas, generar resúmenes iniciales, e identificar y agrupar patrones y temas recurrentes de manera eficiente. El análisis final, sin embargo, dependió de

la interpretación del investigador para definir los temas centrales, sus interrelaciones y su relevancia para los objetivos del estudio.

### *Triangulación de datos*

La robustez de este trabajo de grado se fundamenta en la triangulación de las fuentes de datos. Este proceso consiste en contrastar sistemáticamente los hallazgos cuantitativos descriptivos con los temas emergentes del análisis cualitativo para construir una narrativa coherente y validada.

Por ejemplo, los datos de LAVCA y CB Insights muestran una drástica caída en el número de IPOs y M&A en la región; desde 2022, son triangulados con las percepciones de los GPs entrevistados. Múltiples gestores confirman esta tendencia y profundizan en sus causas, señalando la aversión al riesgo de los compradores, las brechas de valuación y la necesidad de que las *start-ups* alcancen una escala mucho mayor (ej. >\$3 billones para un IPO) para ser consideradas relevantes en mercados públicos. De esta manera, los datos cuantitativos establecen el “qué”, mientras que los cualitativos explican el “por qué” y el “cómo”.

Esta integración permite validar las dimensiones del problema y fundamenta la necesidad de explorar soluciones alternativas, conectando directamente los diagnósticos del mercado con la propuesta de un vehículo financiero que responda a estas fricciones.

## **Limitaciones metodológicas**

### *Limitación de datos cuantitativos y cualitativos*

La principal limitación metodológica de esta investigación radica en la imposibilidad de construir una muestra estadísticamente representativa para realizar un análisis cuantitativo inferencial. Se realizó un esfuerzo formal para recolectar datos primarios a través de una encuesta (ver anexo D), pero la tasa de respuesta fue insuficiente para alcanzar los niveles de confianza y el margen de error deseados. Como se detalla a continuación, este resultado refleja barreras estructurales del ecosistema regional, como la asimetría de la información y

la confidencialidad de los datos de desempeño. Por consiguiente, el alcance del estudio se ajustó a un análisis descriptivo basado en fuentes secundarias.

Para la recolección de datos primarios, se calculó un tamaño de muestra objetivo de 24 gestores para alcanzar un 90 % de confianza con un margen de error del  $\pm 15$  %, utilizando la fórmula de Cochran con corrección para población finita ( $N=119$ ). Sin embargo, el levantamiento efectivo fue de 16 entrevistas y 10 encuestas. Con la muestra de 16 entrevistas, el margen de error máximo se sitúa en  $\pm 19$  % (a 90 % de confianza) (ver tabla 3), lo que impidió realizar un análisis cuantitativo inferencial y reorientó el estudio hacia un enfoque descriptivo-cualitativo (ver anexo E).

**Tabla 3. Muestra ideal entrevistas / encuesta gestores según nivel de confianza ajustado al número de entrevistas realizadas**

Variable	Valor o fórmula inicial (90 % confianza)	Valor o fórmula inicial (80 % confianza)
Nivel de confianza (%)	90 %	80 %
Nivel de confianza (Z)	1.645	1.282
Proporción estimada (p)	0.5	0.5
Margen de error (e)	15 %	15 %
Tamaño de la población (N)	119	119
Fórmula de Cochran (población infinita)	30.06	18.25
n ajustado	<b>24.16</b>	<b>15.94</b>

Nota: Cálculos del tamaño muestral con la fórmula de Cochran para proporciones (con corrección por población finita) usando:  $Z=1.645$  (90 % de confianza) y  $Z=1.282$  (80 %),  $p=0.$ ,  $e=0.15$ ,  $N=119$ . El tamaño de la población (N) se obtuvo de un recuento propio en PitchBook filtrando gestores de fondos abiertos con foco en LATAM en el periodo 2015-2024.

Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, el levantamiento efectivo fue el siguiente: se contactaron 201 personas vinculadas a los fondos; 70 respondieron los acercamientos (tasa de respuesta 34,8 %), 16 aceptaron entrevista (7,9 % del total contactado) y 10 completaron la encuesta (8,4 % del universo de 119 gestores; 4,7 % de los contactos). Para el caso de las encuestas con  $n = 11$  , el margen de error máximo es  $\pm 24$  % a 90 % de confianza y  $\pm 18$  % a 80 % (ver tabla 4). Para el caso de la entrevista, con  $n = 16$  el margen de error máximo es de  $\pm 19$  % a 90 % de confianza y  $\pm 15$  % a 80 % (con corrección finita) (ver tabla 5).

**Tabla 4. Muestra real de encuesta a fondos según nivel de confianza ajustado al número de encuestas realizadas**

Variable	Valor o fórmula inicial (80% confianza)	Valor o fórmula inicial (80% confianza)
Nivel de confianza (%)	90 %	80 %
Nivel de confianza (Z)	1.645	1.282
Proporción estimada (p)	0.5	0.5
Margen de error (e)	24 %	18 %
Tamaño de la población (N)	119	119
Fórmula de Cochran (población infinita)	12.02	12.02
n ajustado	<b>11.00</b>	<b>11.00</b>

Nota. Cálculos del tamaño muestral con la fórmula de Cochran para proporciones (con corrección por población finita) usando:  $Z=1.645$  (90 % de confianza) y  $Z=1.282$  (80 %),  $p=0.50$ ,  $e=0.24$  y  $e=0.18$ ,  $N=119$ . Resultados: población infinita  $n_0=12.02$ ; muestra ajustada  $n=11$  tanto para 90 % como para 80 %. El tamaño de la población (N) se obtuvo de un recuento propio en PitchBook, filtrando gestores de fondos con foco en LATAM (2015–2024).

Fuente: Elaboración propia.

**Tabla 5. Muestra real de entrevistas a gestores según nivel de confianza ajustado al número de entrevistas realizadas**

Variable	Valor o fórmula inicial (90 % confianza)	Valor o fórmula inicial (80 % confianza)
Nivel de confianza (%)	90 %	80 %
Nivel de confianza (Z)	1.645	1.282
Proporción estimada (p)	0.5	0.5
Margen de error (e)	19 %	15 %
Tamaño de la población (N)	119	119
Fórmula de Cochran (población infinita)	18.33	18.33
n ajustado	<b>16.00</b>	<b>16.00</b>

Nota. Cálculos del tamaño muestral con la fórmula de Cochran para proporciones (con corrección por población finita) usando:  $Z=1.645$  (90 % de confianza) y  $Z=1.282$  (80 %),  $p=0.50$ ,  $e=0.19$  y  $e=0.15$ ,  $N=119$ . Resultados: población infinita  $n_0=18.333$  en ambos casos; muestra ajustada  $n=16$  para 90 % y 80 %. El tamaño de la población (N) proviene de un recuento propio en PitchBook filtrando gestores de fondos con foco en LATAM (2015-2024).

Fuente: Elaboración propia.

La muestra lograda en la encuesta no alcanza el objetivo de precisión estadística para inferencia poblacional, el cual se explicará a continuación. Por tanto, los resultados de la encuesta se interpretan como evidencia exploratoria y se triangulan con el componente cualitativo (entrevistas) y con la base cuantitativa a nivel fondo.

#### *Sesgo de muestreo*

La muestra de entrevistas, aunque cualitativamente rica, no es estadísticamente representativa. Existe un potencial sesgo de autoselección, ya que los gestores con mejor desempeño o con estrategias más definidas para afrontar el problema podrían haber estado más dispuestos a participar.

#### *Subjetividad de los datos cualitativos*

Los hallazgos cualitativos se basan en las percepciones y experiencias de los entrevistados, las cuales pueden estar sujetas a sesgos individuales y narrativas institucionales. La triangulación con datos de mercado busca mitigar esta limitación, pero no la elimina por completo.

#### *Enfoque geográfico*

Si bien se entrevistaron a actores de los principales mercados de la región, la muestra no permite realizar conclusiones comparativas robustas entre países. Los hallazgos se presentan a nivel de América Latina como un ecosistema con desafíos compartidos, reconociendo que existen particularidades locales no exploradas en profundidad.

A pesar de estas limitaciones, la metodología adoptada permite ofrecer un diagnóstico profundo y contextualizado de un problema crítico y poco estudiado en el VC latinoamericano, generando conocimientos valiosos tanto para la academia como para los profesionales de la industria. El siguiente capítulo presentará los resultados detallados de este proceso investigativo.

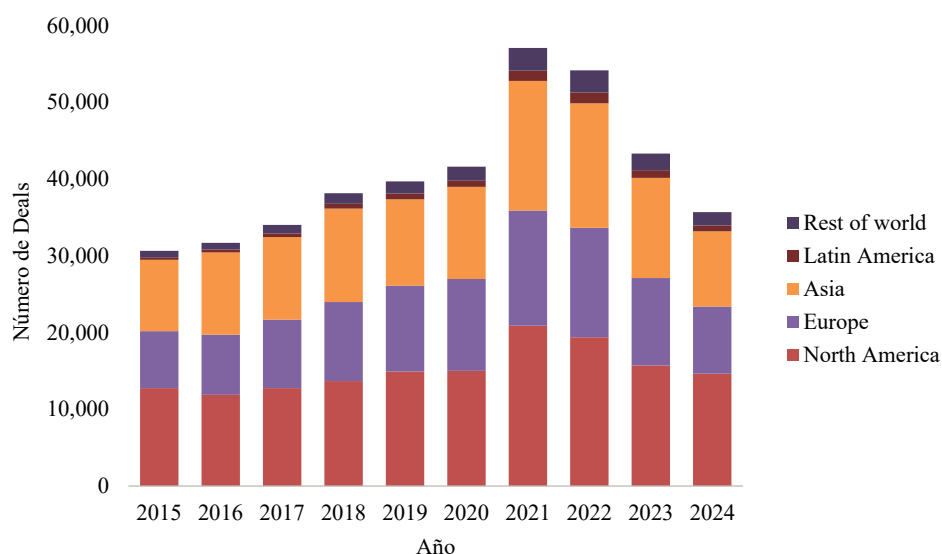
## RESULTADOS

### Diagnóstico cuantitativo del ecosistema de *Venture Capital* en América Latina

#### *Profundidad y madurez del mercado regional*

Para comparar la profundidad del mercado de *Venture Capital* entre regiones se normalizó el conteo de transacciones por población. La gráfica 6 ilustra la evolución del número total de *deals* entre 2015 y 2024 (The 2024 Annual Global PE First Look, 2025). Se identificó que el volumen de *deals* en la región es significativamente menor que sus pares representando solo el 2 % del total de transacciones en 2024 comparado con Norteamérica (41 %), Europa (25 %) y Asia (27 %). A fin de comparar la “profundidad” del mercado de *Venture Capital* entre regiones, se tomó información de 2024 de Pitchbook y World Population Review. El número de transacciones (*deals*) se normalizó por población total de cada región (tasa de *deals* por millón de habitantes) usando datos de 2024 de PitchBook ( $\frac{\text{deals}}{\text{población}} \times 10^6$ ). Los resultados se resumen en la tabla 6 (población, *deals*, capital y métricas normalizadas).

La tasa global resultante es de 4,28 *deals* por millón. Con esa base, Norteamérica presenta 37,76, Europa 11,77, Asia 1,97 y América Latina 1,20 *deals* por millón de habitantes, ligeramente por encima del resto del mundo (1,09), que incluye África y Oceanía. Esto quiere decir que en América Latina ocurre 1 deal por cada 831 mil personas aproximadamente, frente a 26 mil en Norteamérica y 85 mil en Europa.



Nota: Norteamérica excluyendo a México, el cual está incluido en América Latina.

Fuente Tomada de Pitchbook del global ventures first look.

Para facilitar la lectura comparativa, se construyó en la tabla 6 un indicador (intensidad de *deals* de VC ajustada por población, normalizada al promedio global) donde 100 equivale al promedio mundial de *deals* sobre población base m, es decir, compara la participación en *deals* vs participación en población donde la intensidad de *deals* de VC está ajustada por población, normalizada al promedio global. Norteamérica alcanza 882, Europa 275, Asia 46 y América Latina 28 (resto del mundo: 25). Así, América Latina se sitúa aproximadamente un 72 % por debajo del promedio global y a gran distancia de las economías más activas en VC. La brecha también se observa al contrastar la participación de cada región en los *deals* con su participación en la población mundial: Norteamérica concentra 41 % de las transacciones con aproximadamente el 5 % de la población (aproximadamente 8,8x sobre-representación), Europa 2,75x, mientras que América Latina está sub-representada (0,28x) aportando alrededor del 2 % de los *deals* con aproximadamente 7 % de la población.

**Tabla 6. Intensidad de *deals* de VC ajustada por población, normalizada al promedio global**

<b>Región</b>	<b>Población (Billones)</b>	<b>Deals 2024</b>	<b>Capital 2024 (USD B)</b>	<b>Deals/Población (millón habitantes)</b>	<b>Capital/Población</b>	<b>VC Deals Index (per cápita, base 100)</b>
<b>Asia</b>	4,977	9,807	\$75.9	1.97	15.2	46
<b>Europa</b>	744.09	8,760	\$61.57	11.77	82.7	275
<b>América Latina</b>	624.01	751	\$4.69	1.20	7.5	28
<b>Norteamérica</b>	387.52	14,635	\$216.36	37.76	558.3	882
<b>Resto del mundo</b>	1,596.47	1,733	\$9.99	1.09	6.3	25
<b>TOTAL</b>	<b>8.33</b>	<b>35,686</b>	<b>\$368.54</b>	<b>4.28</b>	<b>44.2</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración propia tomando los datos de Pitchbook del Global Venture First Look para el año 2024 y se cruzó con la información de World Population Review. Se excluye de Norteamérica a México, que ya está incluido en América Latina.

La diferencia se amplía al medir la intensidad de capital per cápita (monto invertido / población). En 2024, Norteamérica registró US\$ 558 por habitante; Europa, US\$ 83; Asia, US\$ 15; América Latina, USD 7,5; y el resto del mundo, USD 6,3. En otras palabras, el flujo de capital por persona en Norteamérica es aproximadamente 74 veces el latinoamericano (Europa 11 veces y Asia 2 veces).

En conjunto, estos indicadores (tasa por millón, índice relativo y capital per cápita) muestran que el mercado de VC latinoamericano es estructuralmente menos profundo que sus pares desarrollados ya que se realizan menos transacciones por tamaño poblacional y circula menos capital por habitante. Estas brechas sugieren que el mercado latinoamericano es estructuralmente menos profundo y motivan pasar del nivel agregado a una caracterización de la oferta de capital: ¿qué fondos están efectivamente invirtiendo en la región, con qué tamaño, desde cuándo, y en qué fase de su ciclo de vida?

### Caracterización de la oferta de capital

Con ese propósito, el análisis se traslada ahora al nivel fondo (vehículo). El objetivo es identificar y caracterizar los fondos de *Venture Capital* con la actividad en LATAM (México, Centroamérica y Sudamérica), cubriendo: i) *vintage year*; ii) estado del vehículo (abierto / en levantamiento, periodo de inversión activo, *fully invested* / *harvesting*, liquidación); iii) preferencia geográfica explícita por América Latina; y iv) capital efectivamente desplegado en la región. Para asegurar la comparabilidad y relevancia económica, la muestra principal considera fondos con tamaño comprometido de  $\geq$  USD 5 millones. La base proviene de PitchBook y se vincula con las tablas de *deals* para medir el despliegue efectivo. Esta base constituye el marco muestral para el trabajo de campo. A partir de esta base, se individualizan los gestores (*general partners* y directores de inversión) de cada fondo y se construye un listado de contacto verificable (PitchBook, sitios de firma, LAVCA y LinkedIn), que habilita dos estrategias complementarias de recolección.

A partir de la información de PitchBook, se identificaron 1369 fondos a corte del 1 de junio de 2025 que tuviesen inversiones en América Latina, con información de *vintage*. La tabla 7 resume el conteo por cohorte y el capital comprometido asociado. La edad media de los vehículos es de 7,13 años, lo que confirma la maduración del ecosistema regional. Sin embargo, La mayor parte de los fondos pertenece a *vintages* recientes (entre 2018 y 2023). Para estos fondos, PitchBook reporta además el estado operativo (*Open, Closed, Liquidated o Fully Invested*), información que se utiliza en las figuras siguientes para caracterizar el momento del ciclo de inversión.

**Tabla 7. Conteo por cohorte, capital invertido y número de fondos**

Vintage	Número de fondos por Vintage	Edad de fondo en años	Total capital levantado para ese vintage US\$ M
2024	31	1	8,519
2023	74	2	3,393
2022	141	3	9,369
2021	251	4	66,239
2020	144	5	22,980
2019	112	6	72,381
2018	129	7	13,919

2017	96	8	107,626
2016	68	9	12,018
2015	65	10	9,856
2014	59	11	8,673
2013	40	12	5,068
2012	29	13	4,196
2011	26	14	4,379
2010	17	15	5,086
2009	15	16	1,828
2008	13	17	3,344
2007	17	18	3,066
2006	11	19	1,533
2005	5	20	630
2004	4	21	443
2003	3	22	257
2002	2	23	85
2001	9	24	2,584
2000	2	25	3
1999	4	26	1,036
1996	1	29	1
1993	1	32	73

<b>Promedio años</b>			
<b>Total</b>	<b>1369</b>	<b>7.13</b>	<b>368,583</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de PitchBook (2024).

Adicionalmente, se tuvo en cuenta lo siguiente para el análisis de información:

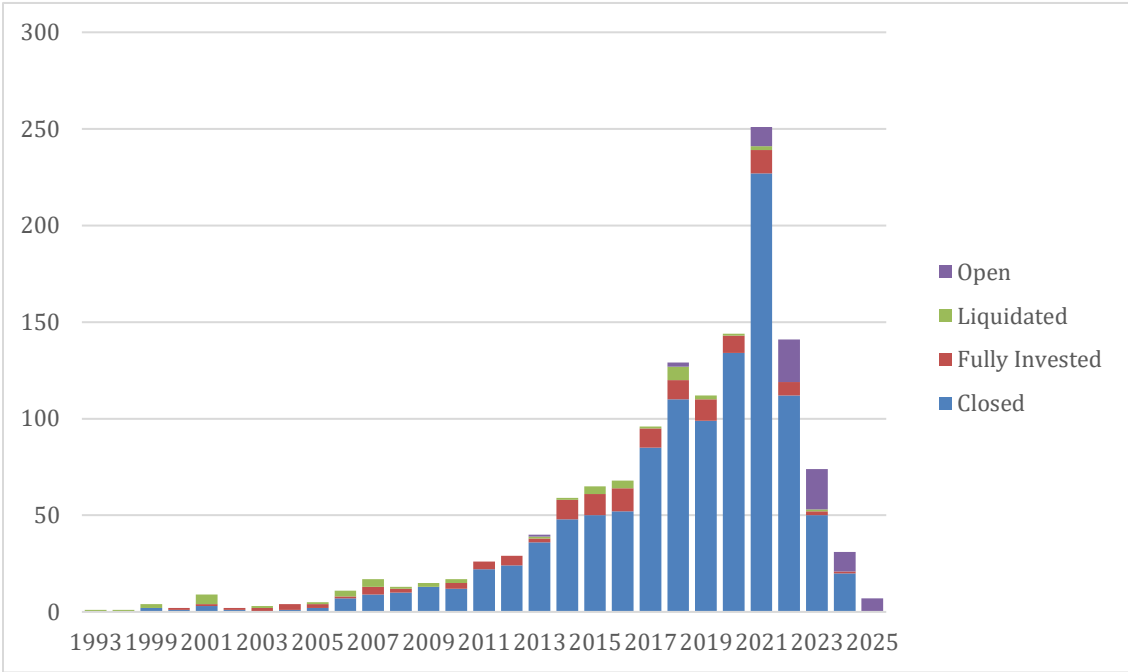
1. Fondo puro de *Venture Capital* (excluyendo *Corporate Venture Capital*).
2. Orientación exclusiva a retorno financiero, sin preferencia expresa por tesis de impacto.
3. Cobertura geográfica preferente en América Latina.

Para entender su ciclo de vida, cada fondo fue clasificado en una de cuatro categorías de estado actual:

<b>Closed</b>	<b>Fully Invested</b>	<b>Liquidated</b>	<b>Open</b>
Completó la fase de levantamiento y ya no recibe aportes	Desplegó la totalidad de su capital (ya sea en <i>deals</i> primarios o secundarios)	Ha vendido sus activos y ha distribuido retornos a los inversores.	Se encuentra aún en fase activa de levantamiento de capital.

Las gráficas 7 y 8 sintetizan esta distribución por año de *vintage*. En el gráfico de conteo absoluto, se aprecia un crecimiento exponencial en la creación de fondos desde mediados de los 2000, acelerándose tras 2015 y alcanzando picos de más de 60 fondos en las cohortes 2019-2021, con 144 y 251 respectivamente. El predominio de barras azules oscuras (*Closed*) en las cohortes anteriores a 2010 refleja el ciclo maduro de esos *vintage*; en contraste, las cohortes recientes (2021 a 2025) muestran una proporción creciente de fondos *Open* (azul claro), síntoma de un mercado aun desplegando capital.

**Gráfica 6. Conteo absoluto de fondos de *Venture Capital* en América Latina por cohorte de *vintage* y estado actual**



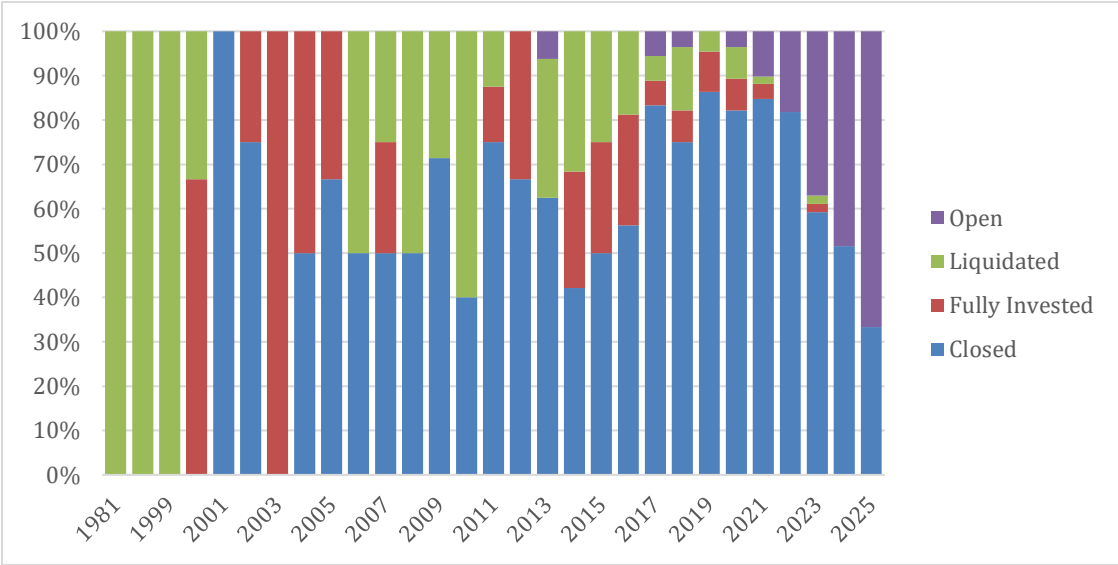
Fuente: Elaboración propia con datos de PitchBook (2024).

De la gráfica 7 se evidencia la evolución del número de fondos con inversiones en América Latina por *vintage* entre 2005 y 2024. Se observó también un crecimiento sostenido en el número de fondos creados con enfoque principal en América Latina, alcanzando un máximo histórico en 2021 (44 nuevos vehículos). A partir de 2022 se evidencia una caída significativa en la formación de fondos, consistente con el enfriamiento global de la industria de *venture capital* en ese período. En cuanto a su estado, la mayor parte de los fondos más antiguos aparecen hoy como *Closed* o *Liquidated*, lo que refleja su maduración y cierre natural de ciclo. Los fondos con *vintages* recientes, entre 2019 a 2021, se concentran en

estados *Closed* y *Fully invested*, mientras que solo una fracción menor de los fondos permanece *Open* en fase de levantamiento activo. Esto sugiere que, tras el dinamismo de 2018 a 2021, la capacidad de creación de nuevos fondos se redujo, y el énfasis se ha desplazado hacia la gestión y cierre de vehículos ya establecidos.

Al normalizar por cohorte (ver gráfica 8), se observa que los fondos lanzados antes de 2000 están casi en su totalidad cerrados o liquidados (> 95 %), mientras que los *vintage* de la última década presentan un equilibrio dinámico: cerca del 50 % ya cerrados, 20-30 % *Fully Invested* y el resto todavía captando recursos o en proceso de despliegue. Esta evolución cíclica de despliegue de capital a liquidación tarda en promedio entre 8 a 10 años, lo que explica la alta concentración de estados *Closed* en los primeros *vintage* y la concentración de *Open* en los más recientes. Lo que sorprende de este gráfico es que, a pesar de tener fondos con *vintages* de más de 10 a 12 años, la concentración de fondos completamente invertidos o liquidados es extremadamente baja y en casi ningún año superan el 50 % de la posición de los fondos para dichos años.

**Gráfica 7. Distribución porcentual de los estados de los fondos por año de *vintage* (1981-2025)**



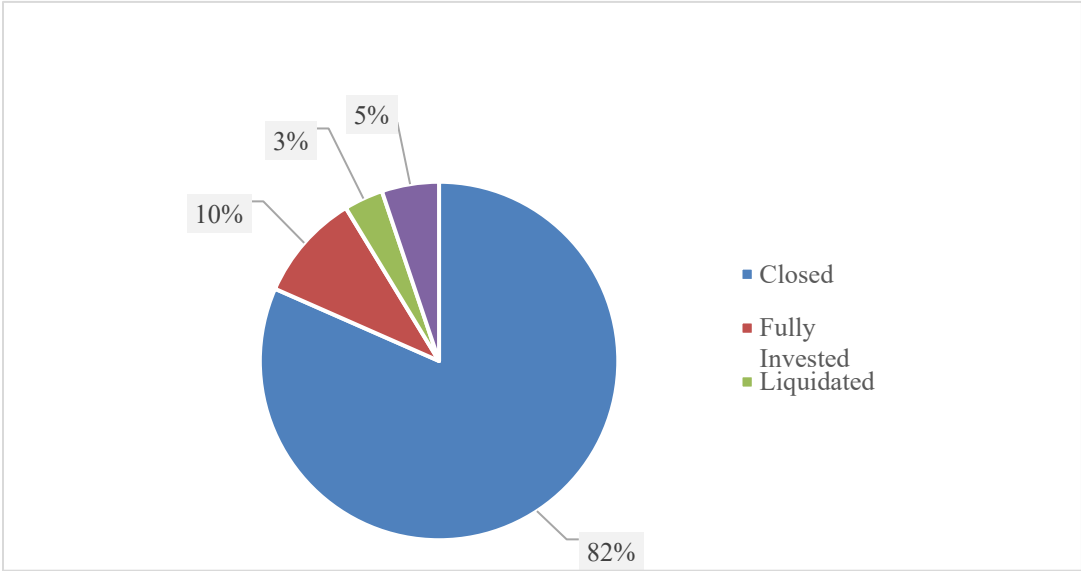
Fuente: elaboración propia con datos de PitchBook (2024).

Esto es relevante porque evidencia que la información contenida en PitchBook puede no reflejar la realidad de muchos de estos fondos que, por temas de reporte, no fueron

actualizados, o que realmente este es el estado en el que se encuentran. No obstante, es importante tenerlo en cuenta.

Al analizar la concentración de fondos según su etapa (ver gráfica 9), el 82 % de los fondos se encuentra cerrado, es decir, completó la fase de levantamiento y ya no recibe aporte, el 5 % se encuentra abierto, el 10 % desplegó la totalidad de su capital y el resto se encuentra liquidado (3 %), lo cual indica que efectivamente la gran mayoría de los fondos que invierten en la región no han cerrado su ciclo de vida natural.

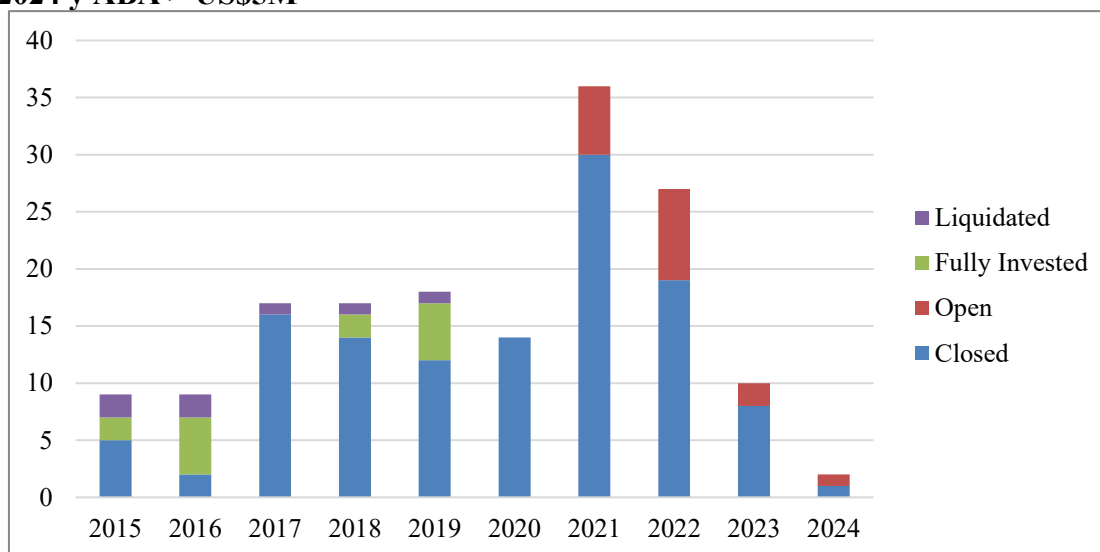
**Gráfica 8. Distribución porcentual de los fondos con inversión en América Latina según su etapa entre 1989 y 2025**



Fuente: Elaboración propia, extraída de las bases de datos de PitchBook (2025).

Para profundizar en esta dinámica, se acota la muestra a los fondos con preferencia explícita por América Latina y activos bajo administración (ABA) superiores a US\$ 5 millones. Como se observa en el gráfico 10, este subconjunto más enfocado confirma la existencia de un pico de formación en 2021 y la posterior contracción a partir de 2022. La composición por estado indica que la mayor parte de estos fondos ya no se encuentran en fase de levantamiento (*Closed*), y que un grupo significativo ha agotado la totalidad de su capital disponible (*Fully invested*). Los fondos en estado *Liquidated* son minoritarios y se concentran en *vintages* más antiguos, lo que pone en evidencia que solo un número reducido ha logrado completar el ciclo de desinversión y distribución de retornos a los inversionistas.

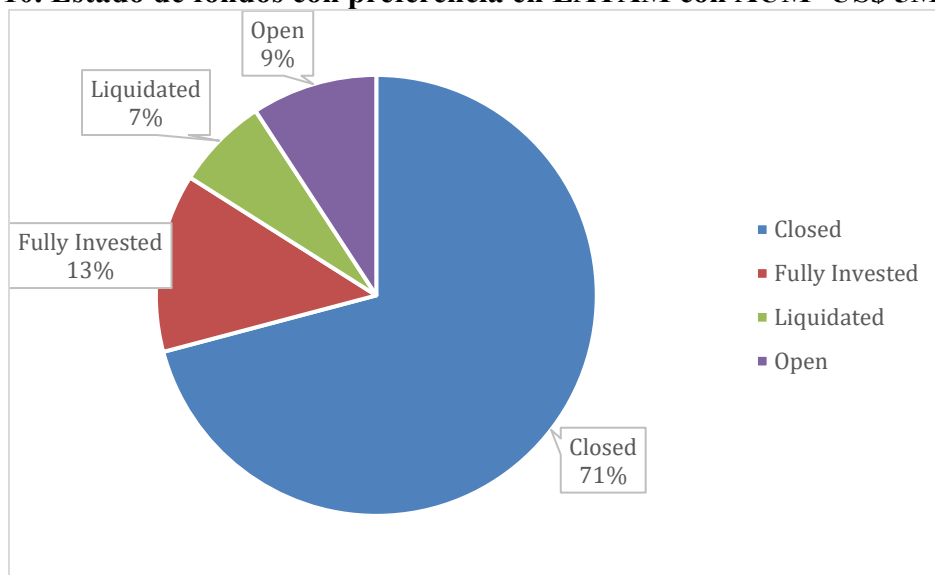
**Gráfica 9. Fondos con preferencia en América Latina invertidos con *vintages* entre 2005 a 2024 y ABA > US\$5M**



Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, el gráfico 11 sintetiza la situación del subconjunto de estos 159 fondos identificado en el análisis anterior. De estos, 121 fondos (76%) están *Closed*; 14 fondos (9%) están *Fully invested*; 7 fondos (4 %) están *Liquidated*, lo que implica que vendieron sus activos y distribuyeron retornos a los inversionistas; y 17 fondos (11 %) permanecen *Open*. Esta distribución confirma que la mayoría de vehículos ya cerró su levantamiento, que una proporción relevante agotó su capacidad de inversión y que solo una fracción marginal ha culminado efectivamente todo su ciclo vital mediante la liquidación.

**Gráfica 10. Estado de fondos con preferencia en LATAM con AUM>US\$ 5M**



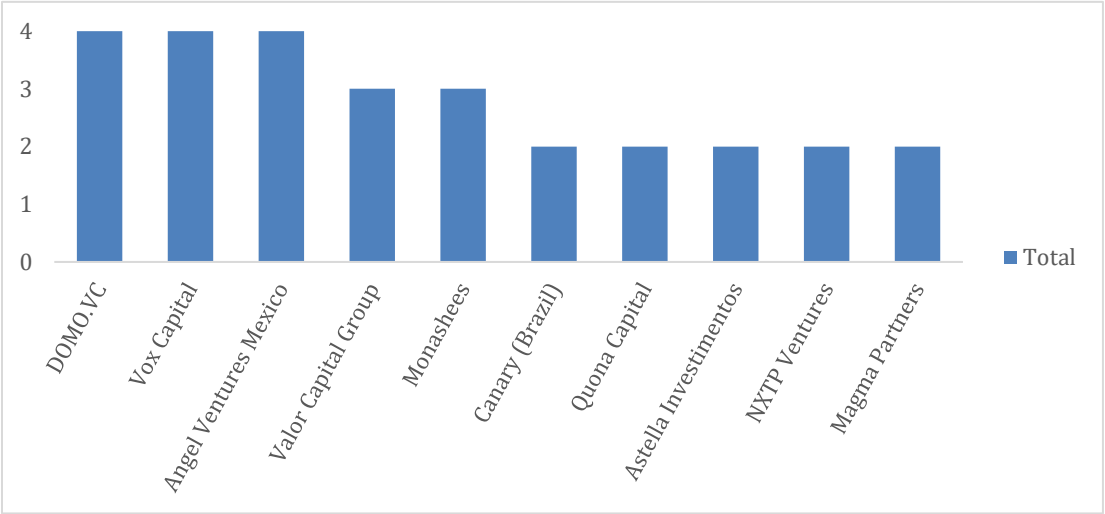
Fuente: Elaboración propia.

Con base en lo anterior, se puede identificar un cambio de fase en la dinámica de la industria en la región, que, tras el dinamismo observado en la formación de fondos entre 2018 y 2021, hoy predominan los vehículos en etapa de gestión y cosecha, con relativamente pocos cierres definitivos. Ello explica la persistencia de la iliquidez y la acumulación de activos en “zona gris”, al tiempo que subraya la ausencia de un flujo constante de liquidaciones que permita liberar capital y reciclar recursos dentro del ecosistema de *venture capital* latinoamericano. Las gráficas 11 y 12 restringen a fondos con preferencia explícita por América Latina, tamaño  $\geq$  USD 5M y capital efectivamente desplegado. En 2021 el universo alcanza aproximadamente 253 fondos, mientras el subconjunto enfocado en América Latina llega a 37, es decir, aproximadamente 1 de cada 7 fondos que invierte en América Latina tiene un enfoque en la región.

Adicionalmente, estos 159 fondos son gestionados por solo 119 GPs, esto se debe a que varias firmas operan múltiples vehículos, como es el caso Vox Capital con 4 fondos, Monashees con 3 (aunque se confirma con el equipo en la entrevista que actualmente son más), Hi Ventures con 3, entre otros (ver gráfica 13). La baja transparencia de desempeño (ver tabla 10) y la concentración de vehículos en pocos GPs no prueban causalidad, pero son consistentes con un mecanismo de fragilidad del lado de la oferta. Una menor transparencia dificulta el *benchmarking* de LPs, ralentiza *final closes* y concentra compromisos en pocos

gestores; si esos gestores ya están *fully invested* como muestran las distintas gráficas anteriores, el *dry powder* disponible para *follow-ons* se reduce. Con menos *follow-on*, más compañías quedan por debajo de hitos de escala y posponen salidas o aceptan descuentos en mercados secundarios.

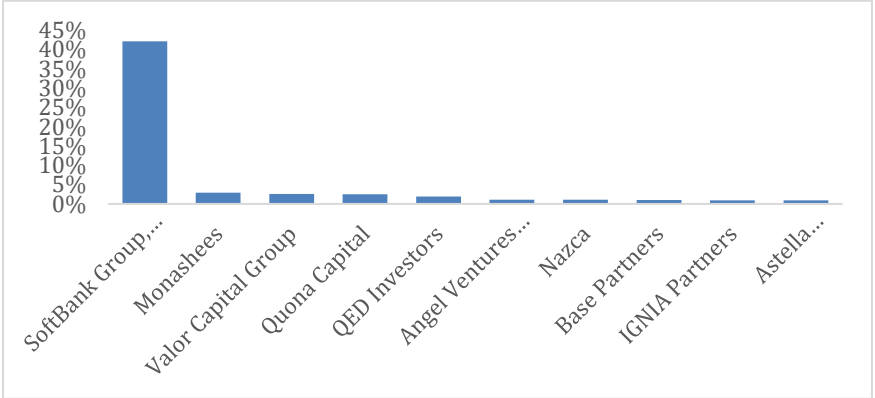
**Gráfica 11. Recuento de fondos concentrados por GP con foco en LATAM, AUM > a US\$ 5M y *vintages* entre 2015 a 2024**



Fuente: Elaboración propia con información extraída de PitchBook con corte de 1 de junio de 2025.

Sumando que el 57 % del total de capital que gestionan estos 159 fondos está concentrado en tan solo 10 gestores, es decir, el 8 % del total (119) (ver gráfica 14).

**Gráfica 12. Gestores con mayor capital desplegado en LATAM entre 2005 a 2024 (%)**



Fuente: Elaboración propia con información extraída de PitchBook con corte de 1 de junio de 2025.

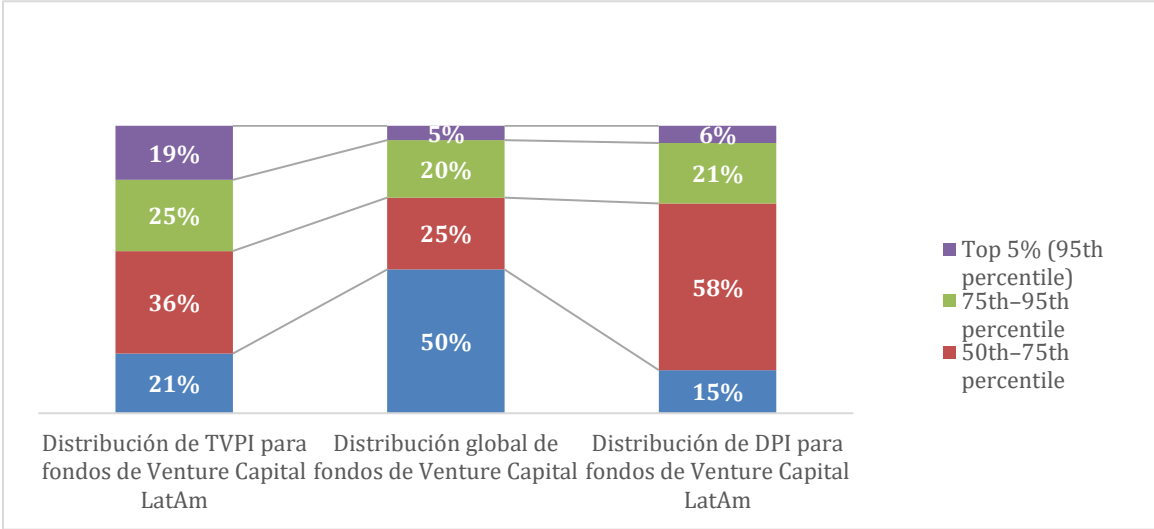
Esta concentración de capital plantea una pregunta crítica sobre el desempeño general del ecosistema. Si la gestión de una parte sustancial de los recursos recae en pocas manos, es fundamental analizar cómo se traduce esto en valor para los inversionistas. A continuación, se examinan las métricas de rendimiento de los fondos en la región, conectando la estructura de la oferta de capital con el déficit estructural de liquidez que define al mercado.

La caracterización anterior revela un ecosistema joven, con un capital significativo concentrado en un número reducido de gestores que administran fondos en fase de maduración. Habiendo establecido quiénes son los actores y la estructura de la oferta de capital, surge la pregunta fundamental: ¿cuál es su desempeño real y qué tan eficientes son para materializar el valor creado? La siguiente sección aborda dicha cuestión, conectando las métricas de rendimiento de los fondos con el déficit estructural de liquidez que define al mercado regional.

#### *Desempeño y el déficit estructural de liquidez*

Con base en las barras apiladas por percentiles (ver gráfica 15), en la muestra analizada, los fondos de América Latina presentan una mayor proporción por encima del percentil 50 tanto en TVPI como en DPI frente a la referencia global (Latin America Digital Transformation Report 2025, 2025). En TVPI, la suma de los tramos p50–p75, p75–p95 y top 5 % alcanza aproximadamente el 79 %; en DPI, la suma equivalente alcanza alrededor del 85 %. La referencia global, por su parte, concentra mayor peso relativo en el 50 % inferior. El análisis por vintage (ver gráfica 16) muestra que la proporción de fondos con  $DPI > 1\times$  es menor en LATAM que en EE. UU. en *vintages* recientes (2016-2017); mientras que la diferencia se reduce en *vintages* más antiguos (2013-2015). Las notas de las figuras indican que los resultados corresponden a 43 fondos de 28 firmas y cubren aproximadamente el 60 % del financiamiento de VC del periodo, lo que sugiere una cobertura amplia pero no exhaustiva.

**Gráfica 13. Distribución por percentiles de desempeño (TVPI y DPI): LATAM vs. benchmarks globales**

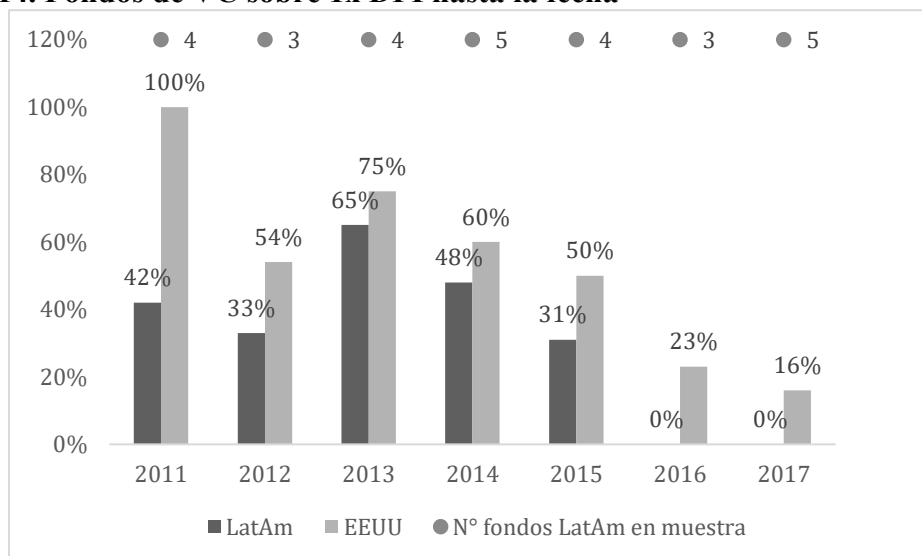


Nota: Percentiles de referencia (*benchmark*) de TVPI y DPI en USD promedio por año de *vintage*, provenientes de Burgiss y Cambridge Associates, con corte a 31/12/2024. TVPI (*Total Value to Paid-in*) es el valor total sobre el capital aportado e incluye retornos realizados y no realizados; DPI (*Distributed to Paid-in*) considera únicamente el capital distribuido (retornos realizados).

Fuente: Análisis de Atlántico, con datos de 53 fondos de *Venture Capital* de América Latina pertenecientes a 28 firmas (*vintages* 2013-2023), provistos de manera anónima por Spectra Investments; la muestra representa aproximadamente el 60 % del financiamiento de *Venture Capital* en la región durante el período.

La mayor densidad por encima de la mediana en LATAM, junto con la menor participación relativa en la cola extrema (top 5%), es compatible con un perfil en el que los resultados se concentran en percentiles intermedios–altos más que en retornos extraordinarios. Asimismo, la diferencia TVPI > DPI es consistente con la presencia de valor no realizado (NAV) y con tiempos de conversión a efectivo relativamente más largos en *vintages* recientes; la convergencia parcial observada en *vintages* anteriores sugiere que la materialización ocurre, aunque con rezago temporal. Estas inferencias deben entenderse como hipótesis plausibles derivadas de los datos, no como relaciones causales demostradas.

**Gráfica 14. Fondos de VC sobre 1x DPI hasta la fecha**



Fuente: Análisis de Atlántico, con datos de 53 fondos de *Venture Capital* de América Latina pertenecientes a 28 firmas (*vintages* 2013-2023), provistos de manera anónima por Spectra Investments; la muestra representa aproximadamente el 60 % del financiamiento de *Venture Capital* en la región durante el período.

Los hallazgos dependen del tamaño y de la composición de la muestra (43 fondos / 28 firmas). Pueden existir sesgos de selección (mayor disponibilidad de información en determinados gestores), sesgos de supervivencia, y efectos de ciclo (ventanas de salida, múltiplos, tipo de cambio) que afectan la comparabilidad entre regiones y *vintages*. Por ello, los resultados deben leerse como evidencia descriptiva para esta muestra y período, y complementarse con cortes por tamaño de fondo, sector y moneda, además del análisis de sensibilidad sobre valuaciones y tasas de realización. A partir de estas observaciones, resulta pertinente investigar mecanismos que alineen TVPI y DPI en el tiempo (por ejemplo, políticas de distribución y reciclaje, secundarias parciales). Sin embargo, cualquier recomendación de diseño de vehículo debe sustentarse en pruebas adicionales (series más largas, controles por cohorte / sector y análisis econométrico) para descartar explicaciones alternativas derivadas de la heterogeneidad no observada o de la parcialidad de la muestra.

Complementando la lectura de las gráficas 15 y 16, donde se observó una mayor densidad de fondos de América Latina por encima de la mediana en TVPI y DPI, junto con un rezago en la conversión a efectivo en *vintages* recientes, la evidencia de PitchBook profundiza en la calidad y en la cobertura del reporte en la región. En la población

identificada de 226 fondos con *vintages* 2013-2023 y con foco en América Latina, solo 15 fondos (6,64 %) reportan TVPI y 11 (4,87 %) reportan DPI; estos subconjuntos representan apenas el 2,95 % y el 2,49 % del capital total gestionado, respectivamente (ver tabla 8). En el subconjunto con datos disponibles, el TVPI promedio es 2,76× y el DPI promedio es 0,76×, con elevada dispersión por vintage y con años sin observaciones (por ejemplo, 2015 y 2020), según se detalla en la tabla 8. La brecha TVPI–DPI que emerge de estos promedios es coherente con lo señalado en los gráficos 15 y 16: una porción material del valor permanece no realizada (i.e., RVPI, recordando que  $TVPI = DPI + RVPI$ ), lo que contribuye a explicar el desfase temporal en la monetización y el T2L más largo observado en la región.

Ahora bien, estas cifras deben interpretarse con cautela. Primero, la baja tasa de reporte (6,64 % en TVPI; 4,87 % en DPI) limita las inferencias poblacionales y puede introducir sesgos de selección (mayor divulgación de ciertos gestores) y sesgo de supervivencia. Segundo, la presencia de años sin registros en la tabla 9 refleja ausencia de datos reportados, no inexistencia de fondos, y sugiere una heterogeneidad en prácticas de medición y divulgación. Tercero, efectos de ciclo como ventanas de salida, múltiplos de mercado y tipo de cambio, pueden distorsionar la comparabilidad entre *vintages*. En consecuencia, las tablas 9 y 10 deben leerse como evidencia descriptiva parcial que, no obstante, es consistente con el patrón documentado en los gráficos 15 y 16, donde la creación de valor es relativamente robusta en percentiles intermedios-altos y una realización más lenta para la región.

**Tabla 8. Número de fondos con *vintages* entre 2013 y 2023 y su DPI y TVPI promedio**

Año ( <i>vintage</i> )	DPI		TVPI	
	Número de fondos	DPI promedio	Número de fondos	TVPI promedio
2013	1	0.69	1	1.70
2014	1	3.88	1	4.37
2015	0	-	0	-
2016	3	0.70	3	1.93
2017	2	0.30	2	1.60
2018	2	0.16	3	4.68
2019	1	0.71	2	3.69
2020	0	-	0	-
2021	0	-	2	1.92
2022	1	0.01	1	1.06

Total	11	0.76	15	2.76
-------	----	------	----	------

Fuente: Elaboración propia con información extraída de PitchBook con corte de 1 de junio de 2025.

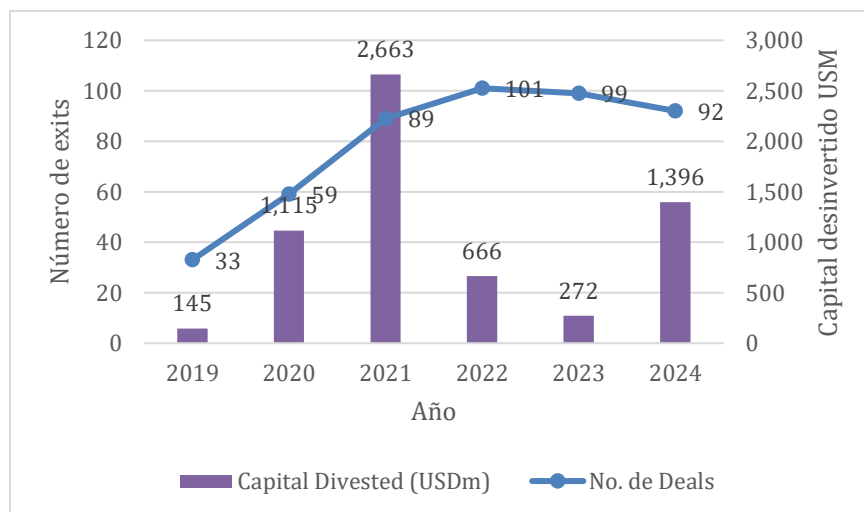
**Tabla 9. Datos de DPI y TVPI**

DPI		TVPI	
Proporción del total de fondos	Proporción del total de capital	Proporción del total de fondos	Proporción del total de capital
4,87 %	2,49 %	6,64 %	2,95 %

Fuente: Elaboración propia con información extraída de PitchBook con corte de 1 de junio de 2025.

Como se observa en el gráfico 16, la liquidez de salidas en VC en LATAM ha sido episódica. Picos de valor desinvertido en 2021, contracción entre 2022 y 2023 y repunte parcial en 2024, con el número de transacciones estabilizado por debajo del máximo pospandemia. Ello sugiere ventanas de salida estrechas y una mayor concentración del valor en menos operaciones. En ese contexto global, los mercados públicos de China e India explicaron la mayor parte del valor de salidas, mientras que en el resto (incluido LATAM) predominaron las ventas a estratégicos (M&A) como vía principal de desinversión (Ramos de la Vega et al., 2025).

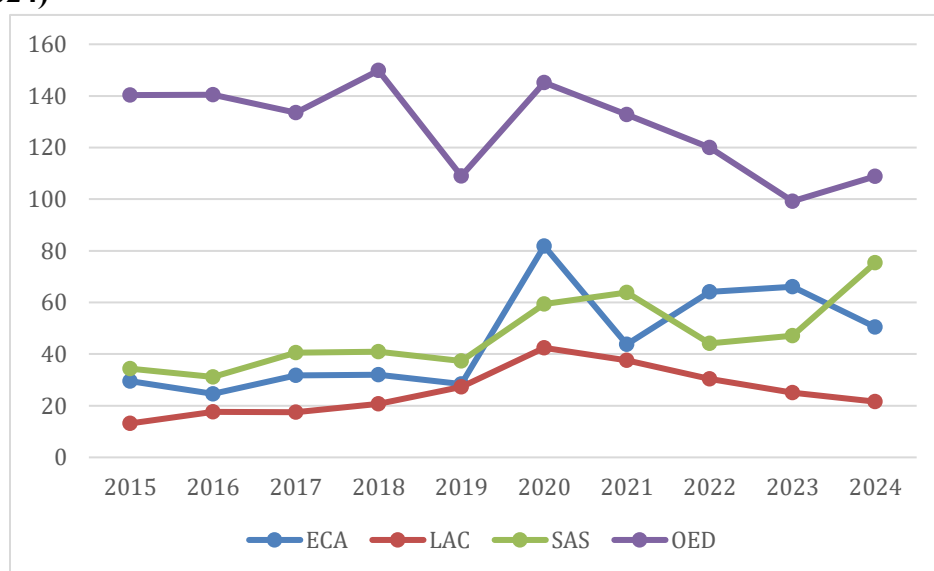
**Gráfica 15. Exits en Venture Capital para América Latina (2019-2024)**



Fuente: Elaboración propia con base en LAVCA, y datos al 31 de diciembre de 2024.

En el gráfico 17, en términos de volumen negociado / PIB, América Latina y el Caribe (LAC) presenta los menores ratios de liquidez entre regiones comparables; desde 2009 (postcrisis financiera global 2008-2009), LAC ha mantenido el ratio más bajo y no ha mejorado la actividad de mercado secundario. Dentro de la región, solo Brasil muestra indicadores cercanos al promedio de Asia Meridional. La baja liquidez eleva costos de transacción, restringe la base de inversionistas e incrementa el riesgo, debilitando el rol del mercado como válvula de salida para compañías respaldadas por VC (OECD, n. d., p. 18).

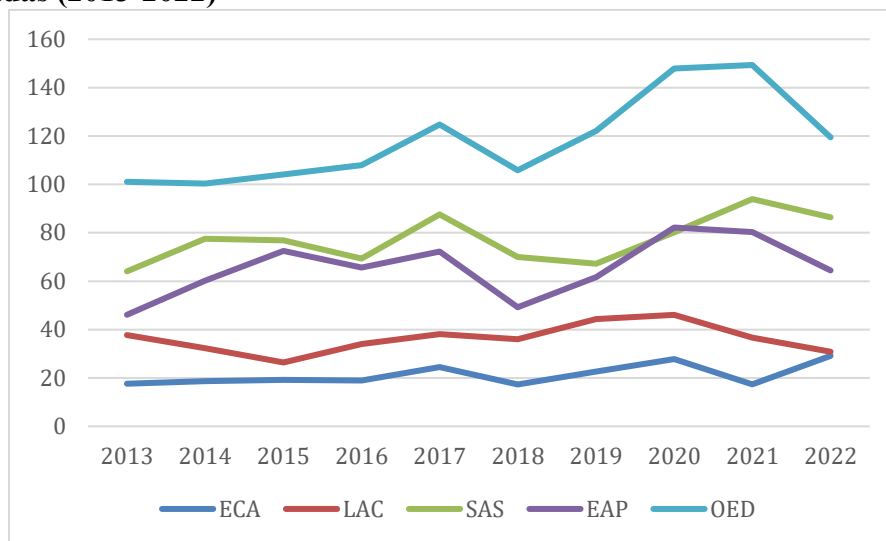
**Gráfica 16. Volumen negociado en el mercado de valores como porcentaje del PIB (2015-2024)**



Fuente: Elaboración propia a partir de las series (OECD, 2019).

La evolución de capitalización / PIB se acompaña de dos rasgos estructurales como se observa en la gráfica 18: i) menos emisoras listadas en 2016 que en 2009 en LAC y ECA, y ii) mayor concentración (participación de las diez mayores compañías) que otras regiones(OECD, n.d.), con estabilidad de esa concentración en LAC frente a descensos en Asia Oriental y Meridional. Ambos rasgos reducen la rotación y la profundidad de libro de órdenes en los segmentos medio y pequeño, limitando la capacidad del mercado para absorber nuevas ofertas y desinversiones (OECD, 2019, pp. 18-19).

**Gráfica 17. Capitalización del mercado de valores como porcentaje del PIB - Regiones seleccionadas (2013-2022)**



Nota: ECA=Europa y Asia Central; LAC=América Latina y el Caribe; SAS=Asia Meridional; EAP=Asia Oriental y Pacífico; OCDE=países.

Fuente: Elaboración propia con datos WDI, de OECD (2019).

Con mercados públicos poco líquidos y concentrados, las OPI locales difícilmente constituyen una vía recurrente de salida; de ahí la primacía del M&A en la región (Ramos de la Vega et al., 2025, p. 2). Al mismo tiempo, existe la capacidad latente de monetización, donde LAVCA identifica 60 compañías tecnológicas latinoamericanas con más de US\$ 150M levantados que no han sido adquiridas ni listadas, un pipeline que depende de ventanas de mercado y del apetito estratégico transfronterizo (LAVCA, 2025, p. 15). Este entorno se inserta en un fenómeno más amplio de baja liquidez en mercados de crecimiento: la retención de participaciones por fundadores /accionistas clave, la escasa cobertura de investigación y la limitada participación institucional reducen el *free float* y la negociación. Por ello, varios reguladores han respondido con esquemas de *market making* y apoyos a la investigación para mejorar la liquidez (OECD, n. d., p. 29).

Esta convergencia de fuentes fortalece la motivación para explorar, en el marco de la tesis, mecanismos de gestión de liquidez y arquitecturas de vehículo que acerquen TVPI a DPI en el tiempo (por ejemplo, políticas de distribución y reciclaje, secundarios y parciales), siempre sustentando tales recomendaciones en análisis adicionales y pruebas de robustez dada la parcialidad de la muestra disponible. Habiendo establecido el panorama macro del

ecosistema caracterizado por su madurez incipiente y un persistente déficit de liquidez, el análisis se dirige ahora a comprender cómo estas realidades estructurales son percibidas, gestionadas y experimentadas por los actores clave. Los siguientes hallazgos cualitativos, extraídos de las entrevistas con gestores de fondos, profundizan en las causas, consecuencias y dinámicas internas del fenómeno de la “zona gris”, dando voz a quienes operan diariamente dentro de las fricciones documentadas.

## **La “zona gris” desde la perspectiva de los gestores: hallazgos cualitativos**

### *Definición y características de la “zona gris”*

El fenómeno de la “zona gris” en el ecosistema de *Venture Capital* de América Latina designa un conjunto significativo de compañías que, si bien continúan operativas, han perdido la trayectoria de crecimiento exponencial y carecen de rutas de salida claras y atractivas para inversores de riesgo. En la literatura, las compañías que habitan esta zona se les denomina *living dead* o “muertas en vida”, dado que no generan pérdidas totales (no son un *write-off* completo), pero tampoco ofrecen retornos ni eventos de liquidez para los inversionistas. Se ubican en un punto medio entre los “ganadores” (*start-ups* que multiplican la inversión) y los “perdedores” (*start-ups* fallidas que se dan de baja) (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2020; Riethmueller, 2021).

En este espacio conviven las llamadas “compañías zombie” y otras firmas con rasgos afines, en un espectro que va desde negocios rentables pero estancados, hasta aquellos “al borde del colapso financiero”(Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2020) presentando como el contexto latinoamericano es más fragmentado que el de otras regiones y por ende puede presentar menor profundidad de capital lo cual tiende a amplificar el fenómeno. Dentro de esta “zona gris”, las “compañías zombie” son definidas como empresas “cuyo negocio esencialmente alcanza el punto de equilibrio” (Riethmueller, 2021), pero que se quedan ahí. Sin embargo, según los gestores entrevistados, el alcance del fenómeno en la región es más amplio y comprende también firmas “apenas vivas” y “al borde del colapso”; es decir, organizaciones “técnicamente operativas, pero con serias dificultades, a menudo con

márgenes negativos o apenas en equilibrio” que funcionan en un “punto de quiebre, donde cualquier contratiempo podría llevar al colapso” (entrevistas, archivo del autor, 2025).

### *Naturaleza operativa y estancamiento*

Las compañías en la “zona gris” son empresas que, si bien siguen funcionando, no logran el crecimiento exponencial esperado por el modelo de VC. Uno de los partners entrevistados las describe como: “Compañías que levantaron capital, han alcanzado la rentabilidad, pero no tienen una escala relevante”. Uno de los socios entrevistados las llama de manera general como *zombis* porque “están vivas, se mueven, pero no se mueven muy rápido”. El partner de otro de los fondos entrevistados añade que: “Siguen generando flujos de caja, crecen a un solo dígito o puede que dos dígitos, pero muy bajos”. Las compañías en esta zona han perdido su potencial de generar retornos exponenciales y, en esencia, se asemejan más a una empresa tradicional o una pyme, sin ser atractivas para el capital de riesgo puro. Uno de los partners entrevistados las ve como: “Buenas empresas en algunos casos pero que ya perdieron potencial para un *asset class* como VC”.

### *Perfil financiero y de crecimiento*

Se caracterizan, principalmente, por tres factores clave desde el aspecto financiero y de crecimiento: i) estas compañías exhiben tasas de crecimiento bajas, como las mencionadas por partners de los primeros fondos en LATAM, quienes indican que estas empresas “crecen menos de un 20-30 % anual, y que sin importa cuánto la capitalices ni cuanta ayuda le proporcionas, son compañías que en muchos casos no van a cambiar desde su hacer operativo y crecimiento”. ii) Muchas de estas compañías logran alcanzar el punto de equilibrio (*break-even*) o son ligeramente rentables. Uno de los partners de uno de los fondos entrevistado menciona cómo estas empresas logran tener “flujo de caja positivos”, pero pierden esa capacidad de escala y con él, “ese potencial de hacer [...] que la compañía valga \$100 millones de dólares o más”. iii) La sobrefinanciación y la corrección de mercado frente a los múltiplos de valoración en los últimos años, donde un grupo de estas empresas se convirtieron en *zombis* al haber levantado “rondas a un valor mucho más alto cuando no

estaban generando los *revenues* necesarios”, esto lo mencionan varios de los entrevistados haciendo colación al auge de 2021-2022, donde la corrección posterior del mercado forzó un “*downside* en sus *valuations*”, dificultando la obtención de nuevo capital, como lo mencionó uno de los GPs entrevistados.

Desde la perspectiva de los gestores, estas compañías representan una porción significativa de los portafolios que, aunque generan flujos, han quedado atrapadas en la “cola larga de la distribución”. Como lo describe uno de los entrevistados, son “zombis que nadie entiende” con “márgenes negativos o muy delgados, que deberían estar muertas, pero siguen vivas”. Su atractivo financiero es reducido, ofreciendo “poca o ninguna esperanza de generar retornos significativos”; y, al mismo tiempo, sus “márgenes más finos” las vuelven poco interesantes para fondos de *Private Equity* (PE) (entrevistas, archivo del autor, 2025). Además, varias de estas compañías sostuvieron una “quema que era ridícula y que eran sostenibles solamente” mientras el capital continuó fluyendo entre el 2019 y 2020. Cuando la liquidez se contrajo, quedaron “sin oxígeno”, y en casos extremos, su valor económico efectivo lo hizo también, al punto que algunas posiciones se distinguen de los zombis precisamente porque, al ser “apenas vivas”, se orientan directamente a *write-off* (entrevistas, archivo del autor, 2025).

#### *Causas del fenómeno: barreras estructurales y de mercado*

El acceso al financiamiento en etapas avanzadas (series A, B y C+) resulta particularmente complejo para aquellas compañías que no logran demostrar el “crecimiento explosivo” que suelen exigir los fondos de *Venture Capital* y *growth equity*. Como advierte uno de los partners entrevistados, en la región existen pocos actores de *growth equity*, lo que implica que “cruzar de la serie B a la serie C se vuelve tan difícil que las compañías se quedan sin el capital necesario para crecer a ritmos acelerados”. Esta restricción obliga a las empresas a desacelerar su expansión y a priorizar la rentabilidad, generando un círculo vicioso: la escasez de capital para financiar etapas más maduras limita su potencial de crecimiento, lo que, simultáneamente, las hace menos atractivas para nuevos fondos y reduce aún más sus posibilidades de acceder a financiamiento. En consecuencia, muchas de estas compañías terminan atrapadas en la denominada “zona gris”, marcada por la falta de interés de los

inversionistas de *Venture Capital*, quienes perciben que la historia de crecimiento ha perdido atractivo. En la misma línea, Fernando Pontaza, socio de Invariantes VC, destaca que “la huida del capital extranjero, que eran los fondos que patrocinaban en las rondas de crecimiento, como Tiger o SoftBank, ha dejado a la región en una posición comprometida y actualmente no existen muchos mecanismos adicionales” para desbloquear nuevas fuentes de capital.

A la naturaleza de estas compañías se suma una escasez crónica de salidas para los fondos invertidos en ellas. Las OPI son “bastante improbables” en la región; el M&A es selectivo y de tamaño limitado; y la infraestructura de intermediación (banca de inversión para *small / mid-cap* tecnológicos) es poco densa para absorber estos activos (Entrevistas, archivo del autor, 2025). Los mecanismos alternativos como fondos de secundarios, *continuation funds* o *management buyouts* son descritos como “escasos o poco documentados” e “incipientes”, con descuentos en transacciones secundarias “demasiado agresivos”, en ocasiones cercanos al 70 % del valor de referencia (Entrevistas, archivo del autor, 2025). Este cuadro se agrava por el “*mismatch* de valuación” de firmas que levantaron a múltiplos elevados y cuyos inversores rehúsan vender a precios que el mercado sí convalidaría hoy (Entrevistas, archivo del autor, 2025).

En entrevistas sostenidas con Alexandre Covello, este indicaba que el mercado de transacciones, particularmente de secundarias en *Venture Capital*, es un segmento muy nuevo e incipiente a nivel global, enfrentando una “real crisis de liquidez”, en la que, históricamente, los profesionales de VC no han sabido cómo utilizar estas herramientas, al haberse apoyado en la Ley de la Potencia para generar retornos. A diferencia del *Private Equity*, donde los secundarios han estado disponibles y funcionando eficazmente durante décadas para la gestión activa de portafolios, Covello lo define como un mercado “muy, muy, muy pequeño” en VC. Covello clasifica este mercado en tres segmentos activos: el primer segmento es el de los *flow names* (nombres de alto perfil, como Open AI, SpaceX o Revolut), que considera más un “mercado gris” que permite a inversores institucionales obtener exposición a la tecnología a través de acciones que cotizan casi como si fueran líquidas; el segundo segmento incluye a los grandes unicornios, que estructuran activamente procesos de venta para proporcionar liquidez a empleados e inversores tempranos; y el tercer segmento (*tier*) comprende a los fondos más pequeños (de US\$ 100 millones a US\$ 500 millones), que

luchan por la liquidez de sus activos legados. En este último segmento, los jugadores buscan comprar activos que no son “muy conocidos” con la esperanza de obtener salidas rápidas, buscando prometer retornos de 2x en dos años (20 % - 25 % TIR). Sin embargo, esto está por verse en América Latina.

Una barrera relevante según los gestores para la liquidez, de acuerdo con los gestores entrevistados, es la ausencia de compradores naturales para las *start-ups* que no alcanzan un crecimiento exponencial. Estas compañías, a menudo, se convierten en “activos complicados en los que a nadie le queda cómodo el zapato para comprárselos”. En las entrevistas, se ilustraron esta problemática señalando que en industrias como EdTech es “muy difícil” ver una salida clara porque “no hay casi compras y no hay un movimiento transaccional claro”. Esta percepción es compartida por otros gestores, quienes afirman que para las “compañías en zona gris, que además no tienen escala”, “nadie, nunca, les ve ese *exit* claro”.

Este desafío se ve agravado por la escala insuficiente que alcanzan muchas de dichas empresas. “El problema es con empresas más pequeñas, que no crecieron y que terminan valiendo US \$1.5M a US\$ 2M. ¿Qué se hace con eso? LATAM está llena de esas compañías en los portafolios”. Esta realidad da lugar a una profunda desalineación de valoración, donde las expectativas de fundadores e inversores, a menudo ancladas en rondas de financiamiento previas, chocan con el valor que el mercado actual está dispuesto a pagar por activos de crecimiento moderado.

A esta compleja situación se suma la improbabilidad de las Ofertas Públicas Iniciales (OPI) como una vía de salida viable en la región. Uno de los partners entrevistados subraya la disparidad con mercados más desarrollados, al afirmar que: “El activo de América Latina en promedio tiene que ser el doble de grande para poder tener un valor comparable a una compañía que opere en el mercado de Estados Unidos y que, frente a los IPO *markets* el supuesto es aún más retador”. Esta visión es corroborada por Leonardo Coz, de Hi Ventures, quien menciona que “devolver fondos grandes en Latinoamérica es muy difícil [...] con tan pocas salidas”. Ante este panorama, la estrategia de los fondos debe adaptarse; Uno de los fondos entrevistados, destaca la importancia de “preparar esa salida” desde etapas tan tempranas como la serie A, reconociendo que el camino hacia la liquidez en la región requiere una planificación proactiva y realista desde el inicio del ciclo de inversión.

### *Factores culturales y regionales específicos de LATAM*

El trasfondo cultural y estructural latinoamericano profundiza la “zona gris”. Existe una aversión social al fracaso que desalienta cierres rápidos: un “peso emocional y social” lleva a fundadores e inversionistas a “seguir intentándolo”, en una aproximación “más cariñosa” que termina destinando energía a los “mediocres” en lugar de concentrarla en los “excelentes” (Entrevistas, archivo del autor, 2025). También opera un *mindset* importado donde algunos mencionan que “el modelo VC real funciona solo en Silicon Valley, ni siquiera en Estados Unidos como un todo”, pero suele replicarse sin atender plenamente las “realidades institucionales, regulatorias y de mercado” de América Latina (Entrevistas, archivo del autor, 2025). La “escasez de capital institucional”, con LPs locales limitados y *family offices* “súper variables”, restringe la oferta de financiación especializada; a ello se añaden “limitaciones de capital humano”, marcos legales confusos, episodios de inestabilidad política y la ausencia de referentes que impulsen una ambición *Go Big* (Entrevistas, archivo del autor, 2025). En este entorno, el VC regional tiende a comportarse “más parecido al *Private Equity* en Estados Unidos que al mismo VC de Estados Unidos”, privilegiando negocios rentables y de crecimiento sostenido por sobre apuestas de hiperescala, pero sin el rigor de PE (Entrevistas, archivo del autor).

### *Reticencia cultural a la liquidación*

A estos desafíos estructurales del mercado se suman factores culturales y regionales intrínsecos de Latinoamérica y que intensifican el problema de la “zona gris”. Se percibe una marcada reticencia cultural a liquidar compañías, a menudo impulsada por un optimismo que prolonga la vida de empresas sin un futuro claro en el modelo de VC. Uno de los partners entrevistados describe esta dinámica al comparar a los VC latinos con los de Silicon Valley, señalando que en la región son “más cariñosos” y tienden a gastar “mucho energía en las empresas que tienen que sobrevivir y no las que van a generar el retorno del portafolio. Como que apoyamos a los mediocres en vez de poner todo el esfuerzo en los excelentes”.

### *Brechas de profesionalismo y datos en el ecosistema*

Esta tendencia se ve agravada por una falta de profesionalismo y de datos robustos en el ecosistema. Afirmaciones de algunos fondos señalaban que el *due diligence* en la industria es “muy vago, es muy básico, es decir, los inversionistas son muy poco institucionales o profesionales”. La carencia de herramientas estandarizadas para el análisis es una barrera tangible. Subrayaban, también, la necesidad de “más información, más data” con el fin de saber en qué punto están las compañías” y es allí donde hace falta un “PitchBook, o un CBinsights especialista en LATAM”. Esto es relevante ya que al validar los valores presentados en la plataforma de PitchBook con los fondos entrevistados, se identificó discrepancia y falta de información en múltiples ocasiones.

### *Inestabilidad institucional y fragmentación legal*

Este panorama se complica aún más por la inestabilidad institucional y la fragmentación legal de la región. Uno de los primeros gestores de la región señala la existencia “un marco legal confuso”, la “inestabilidad política” y las “complejidades de cruzar fronteras” como barreras significativas que impactan negativamente las valoraciones y la capacidad de crecimiento transfronterizo. Esta visión es compartida por varios de los fondos entrevistados, donde uno de ellos recalca que Latinoamérica es “demasiado fraccionado en temas de regiones y en temas de regulación”, lo que dificulta la creación de mercados unificados y de escala. Finalmente, otro de los partners entrevistados observa una mentalidad de corto plazo generalizada, señalando que en la región “no hay una cultura de pensar a tan largo plazo en general”, lo cual choca frontalmente con la naturaleza del *Venture Capital*, un modelo de inversión donde los retornos significativos se materializan, por lo general, “del año 8 al 10” pero que, en LATAM, aún está por verse.

En definitiva, las perspectivas de los gestores revelan que la “zona gris” es un fenómeno multifacético, moldeado por barreras de mercado, factores culturales y una compleja dinámica de incentivos. La presentación de estos hallazgos cualitativos, sumada al diagnóstico cuantitativo, concluye la exposición de resultados de la investigación. A partir

de esta base empírica, el siguiente capítulo se dedicará a interpretar estas realidades, discutir sus implicaciones y proponer un marco estratégico para abordar los desafíos identificados.

## CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

### **Discusión e interpretación de los resultados: la “zona gris” como fenómeno central**

Los hallazgos de esta investigación confirman que la prevalencia de la “zona gris” en América Latina es una consecuencia estructural de la fricción sistémica entre el modelo de inversión de *Venture Capital* y un ecosistema de salidas ilíquido. Para comprender esta dinámica, es preciso contrastar el modelo teórico con su aplicación práctica en la región. El modelo de VC se fundamenta en la Ley de Potencia, es decir, la expectativa de que los retornos masivos de unos pocos unicornios compensen las pérdidas de la mayoría de las inversiones. Este enfoque ha demostrado su éxito en ecosistemas maduros como Silicon Valley, donde una robusta infraestructura de capital y múltiples vías de salida, como las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) y las adquisiciones estratégicas (M&A) a escala, facilitan la materialización de valor.

Sin embargo, en América Latina, la replicación de este modelo enfrenta fricciones estructurales que alteran su resultado. La región presenta un déficit de salidas (escasez de IPOs y compradores estratégicos), una restricción de capital de crecimiento (*growth equity*), una fragmentación geográfica y regulatoria que limita la escalabilidad, y una cultura emprendedora que, a menudo, prioriza la estabilidad sobre el crecimiento exponencial y muestra reticencia a liquidar compañías de bajo desempeño. En conjunto, estas realidades demuestran que la “zona gris” no es una falla del sistema, sino una consecuencia predecible de la adaptación del modelo de VC al contexto latinoamericano. Para abordar este fenómeno de manera efectiva, es insuficiente un diagnóstico general; por lo que se requiere un marco que permita clasificar sus distintas manifestaciones, como se propondrá a continuación.

### **Propuesta de un marco analítico: matriz de clasificación de activos en la “zona gris”**

La discusión anterior establece que la “zona gris” es una consecuencia estructural de la adaptación del modelo de VC al contexto latinoamericano. Sin embargo, para pasar del diagnóstico a la solución, es insuficiente tratar este fenómeno como un problema monolítico. Como una contribución central aquí, se propone, a continuación, un marco analítico en forma

de matriz (ver tabla 10) que clasifica los distintos perfiles de activos que habitan esta zona. Este modelo, derivado directamente de los temas identificados en las entrevistas, organiza las compañías en dos ejes críticos: i) sostenibilidad financiera y ii) potencial de valor estratégico y de salida. El propósito de esta matriz es doble: primero, ofrecer una herramienta de diagnóstico precisa; y segundo, servir como fundamento para el diseño de las soluciones financieras a medida que se propondrán más adelante. Esta matriz permite diagnosticar con mayor precisión el estado de un activo y, por ende, explorar las vías de liquidez más adecuadas para cada caso.

**Tabla 10. Matriz de clasificación de compañías en "zona gris" o zombies**

<b>Potencial de Valor Estratégico y de Salida</b> Alto: Potencial Estratégico Subyacente Medio: Negocio Sólido pero sin Escalabilidad VC Bajo: Modelo Roto / Sin Valor Rescatable	<b>Activo Estratégico con Urgencia de Rescate:</b> Posee activos de alto valor (tecnología, P.I., licencias) pero con finanzas críticas. Requiere una intervención inmediata, ideal para fondos de situaciones especiales (special situations), turnaround o un comprador o inversionista estratégico que pueda inyectar capital y reestructurar la operación. También son aptas para un aquihire sumando un valor residual de los activos.	<b>Candidata a Crecimiento / Reestructuración:</b> Tiene un gran potencial latente y finanzas estables pero estancadas. Es el objetivo perfecto para fondos de growth equity, venture debt o un vehículo híbrido que pueda aportar capital y guía estratégica para desbloquear su valor sin la presión del hipercrecimiento.	<b>Activo ideal para Private Equity o Roll-up:</b> Es una empresa rentable y con activos estratégicos que simplemente no alcanzó la escala esperada de un VC. Es un objetivo de adquisición claro para un fondo de Private Equity tradicional, un comprador estratégico grande o como empresa plataforma en una estrategia de roll-up.
	<b>Talento y Activos en Riesgo:</b> Posee un equipo valioso o una base de clientes interesante pero limitada, adicionalmente quema capital a un ritmo desproporcional e insostenible y su runway es menor a 4 meses. Podría ser un objetivo para una adquisición centrada en talento (acqui-hire) si un comprador puede absorber al equipo antes de que la caja se agote.	<b>Pyme "Zombificada" por VC:</b> Es el perfil central de la zona gris. Un negocio funcional y estable que no cumple las expectativas de crecimiento de un VC. Es un candidato ideal para Family Offices, fondos de Private Equity de menor tamaño o compradores estratégicos que buscan flujos de caja estables o una estrategia de consolidación	<b>Joya Escondida para Compradores de Nicho:</b> Una empresa rentable con un producto sólido en un mercado específico. No es un unicornio, pero es muy atractiva para un comprador estratégico de su industria que busca consolidar mercado o adquirir tecnología. La clave es la gestión activa del exit.
	<b>Candidata a Liquidación / Write-Off:</b> Empresa con un modelo de negocio insostenible que consume capital sin generar valor. No posee activos estratégicos rescatables. La decisión racional, aunque culturalmente difícil en LatAm, es la liquidación o venta por valor nominal para cerrar el fondo.	<b>Zombie Agonizante / Estancada:</b> Sobrevive día a día pero sin crecimiento ni activos de valor. No atrae a ningún tipo de comprador y su existencia solo prolonga la gestión del fondo sin aportar retorno. La salida más viable es una venta simbólica a los fundadores.	<b>Negocio de Estilo de Vida Atrapado:</b> Genera ganancias suficientes para los fundadores pero no para los inversores de VC. Carece de un mercado o producto que interese a compradores estratégicos. Es un activo ilíquido que bloquea el cierre del fondo y poco interés de recompra de los fundadores.
<b>Sostenibilidad Financiera</b>			
Bajo: Pérdidas Crónicas / Quemando Caja		Medio: Punto de Equilibrio / Rentabilidad Marginal	Alto: Rentable con Flujo de Caja Positivo

Fuente: Elaboración propia a partir de la información extraída de las encuestas.

Esta matriz proporciona un marco para comprender la diversidad dentro de la “zona gris” y cómo cada categoría puede requerir enfoques distintos para su gestión y eventual salida. La diferenciación entre la sostenibilidad financiera y el potencial de transformación permite a los gestores de fondos de VC, así como a otros actores del ecosistema (*Private Equity, Family Offices*, fondos de deuda, etc.), identificar oportunidades y diseñar mecanismos de liquidez alternativos adaptados a las particularidades de América Latina. Por ejemplo, las “Zombis pymes” podrían ser objetivos para *Family Offices* con un enfoque en consolidación y flujos de caja estables, mientras que las “Candidatas a reestructuración

profunda” podrían beneficiarse de nuevos vehículos de deuda de crecimiento o de una reestructuración activa por parte de fondos con experiencia operativa, o incluso de la compra de código / tecnología por parte de corporativos, como el caso del Banco BCI en Chile, mencionado por uno de los partners entrevistados. Este análisis enfatiza que no existe una solución única para todas las compañías en la “zona gris”, y que la adaptabilidad del ecosistema es crucial para su sostenibilidad futura y ayudará a decantar el enfoque y desarrollo de un modelo que busque cubrir una de estas categorías de zona gris.

*Cuadrante “Bajo en Sostenibilidad Financiera / Bajo en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Candidata a Liquidación / Write-Off*

Este cuadrante agrupa a compañías con un modelo de negocio estructuralmente inviable, sin ruta a la rentabilidad ni con activos estratégicos rescatables. Al consumir capital sin generar valor y sostenerse únicamente por aportes de inversionistas, la decisión racional es la liquidación o venta por valor nominal (*write-off*) para cerrar la posición y detener el consumo de recursos. Uno de los fondos entrevistados indicó que algunas compañías “están más allá de cualquier rescate y deberían clasificarse directamente como *write-offs*”. En la misma línea, señalaron que dar de baja una inversión es una “última medida” cuando el modelo no es viable. Al obstáculo financiero se suma un rasgo cultural, que se describió como el “prisma infinitamente equivocado”, con el que muchos fundadores enfrentan el fracaso, retrasando decisiones de cierre por razones emocionales y sociales. En la práctica, cuando las compañías quedan *underwater* respecto de la última ronda, varios entrevistados subrayan que los propios fundadores o inversionistas se resisten a aceptar precios de salida por debajo de la marca previa, aun cuando la alternativa realista es la liquidación ordenada. Este sesgo demora el desenlace y encarece el cierre.

Para los fondos, mantener estas compañías supone un lastre operativo y contable que consume tiempo sin aportar retorno, cuando lo lógico es liquidar la compañía y distribuir activos en caso de poder hacerlo. Este diagnóstico se distingue del perfil de la “Zombi agonizante”: aunque ambas carecen de viabilidad a largo plazo, la *agonizante* puede subsistir con ingresos mínimos, demorando el desenlace. En el caso de una “Candidata a liquidación”,

por el contrario, no existe un activo rescatable ni un flujo que sostenga la operación, por lo que dilatar la decisión solo aumenta los costos hundidos.

*Cuadrante “Bajo en Sostenibilidad Financiera / Medio en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Talento y Activos en Riesgo*

Este cuadrante diagnostica a empresas que, si bien cuentan con un equipo de alto valor o una base de clientes transferible, queman el capital a un ritmo insostenible y operan con *runway* muy reducidos (habitualmente menor a cuatro meses) o en algunos casos negativo. El modelo de negocio no muestra una ruta creíble a la rentabilidad; por ello, el principal activo rescatable es el talento, por lo que la salida más realista es un *acqui-hire*, buscando que un comprador pueda absorber al equipo antes de que se agote la caja. La expectativa financiera suele ser marginal o cero.

Cuando la última valuación está *underwater*, algunos fundadores / LPs elevan el *list price* por anclaje a rondas previas, lo que dificulta transacciones rápidas; ahí sirven estructuras en tramos: ventas al *management* con pagos por partes (una porción *upfront* y el resto contra utilidades), o recompras con pagos diferidos desde la propia empresa, para cerrar posiciones sin exigir efectivo inmediato. Este perfil no debe confundirse con la “Urgencia de rescate”, donde el valor central reside en la tecnología o licencias, no en el equipo. Si no existe un comprador para el talento, el caso tiende a deteriorarse hacia una “Zombi agonizante”; y, finalmente, a un *write-off*.

*Cuadrante “Bajo en Sostenibilidad Financiera / Alto en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Activo Estratégico con Urgencia de Rescate*

Este grupo reúne compañías que, aun en situación financiera crítica, conservan activos de alto valor estratégico como tecnología propietaria, propiedad intelectual o licencias regulatorias cuyo atractivo excede el desempeño operativo del momento. Su flujo de caja no alcanza para sostener operaciones en el corto plazo, pero el valor intrínseco del activo abre una ventana para intervenir a través de fondos de situaciones especiales o estrategias de *turnaround*, o bien mediante compradores corporativos interesados en adquirir capacidades

difíciles de replicar. En las entrevistas se enfatizó en que, con la salida de capital extranjero y la menor disponibilidad de rondas avanzadas, los mecanismos para destrabar este tipo de casos se han reducido, por lo que el M&A oportunista se vuelve una de las pocas alternativas viables para este tipo de activos. A la vez, varios gestores insistieron en la preparación temprana del *exit* para evitar que el valor del activo se erosione por falta de caja.

Cuando la empresa está *underwater* respecto de la última ronda y el vendedor resiste el *markdown*, se han utilizado estructuras escalonadas (*tranches*): *recaps* con deuda para recomprar accionistas, pagos diferidos y ventas por partes al *management*; estos esquemas alinean precio-valor y bajan la exigencia de caja al comprador. Incluso así, varios gestores enfatizan la necesidad de “alinear expectativas a la realidad de mercado” antes de negociar.

Para los fondos de VC, el dilema es claro: si no llega a tiempo un inversor que reconozca el valor de la PI o de la licencia, el caso puede derivar en pérdida total; pero cuando la búsqueda del adquirente se gestiona con rapidez, es posible recuperar una porción relevante del capital. En términos de delimitación, no debe confundirse con el perfil de “Talento y activos en riesgo”, ya que allí el valor rescatable es el equipo; aquí, en cambio, el centro de gravedad está en la propiedad intelectual. Tampoco equivale a una “Candidata a liquidación”, donde no existe un activo de valor recuperable y la decisión racional es liquidar o vender por valor nominal; en este cuadrante, en cambio, sí hay valor recuperable siempre que la intervención sea oportuna (Entrevistas, archivo del autor, 2025).

#### *Cuadrante “Medio en Sostenibilidad Financiera / Bajo en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Zombi Agonizante / Estancada*

El arquetipo de *zombi agonizante* ocupa este cuadrante, diagnosticando a compañías que operan por inercia con ingresos de subsistencia. A diferencia del perfil de la “Pyme zombificada por VC”, estas firmas carecen de activos estratégicos rescatables y presentan márgenes frágiles. Como resultado, y en línea con las barreras de mercado descritas, no califican para nuevas rondas ni para procesos de M&A, consumiendo capacidad de gestión sin aportar un retorno al portafolio.

Las entrevistas sugieren que este tipo de activos son frecuentes en portafolios latinoamericanos con compañías de baja escala y sin tracción suficiente. Como lo señaló uno

de los GPs entrevistados, “la región está llena de empresas que no crecieron y terminan valiendo US \$1.5-10 millones”. En ese contexto, los gestores tienden a priorizar a los ganadores, dedicando menos tiempo a compañías sin perspectivas de retorno, criterio en que múltiples entrevistados concuerdan como una práctica necesaria para la gestión del portafolio. El resultado es que estos activos permanecen en los portafolios, pero sin un camino realista de salida, donde se espera hasta la fecha límite de terminación del fondo para decidir qué hacer con el activo en caso tal de que no haya transformado su modelo, haya muerto, o se transformó en un mejor activo. Entrevistados señalan que los compradores financieros / PE empiezan a mirar compañías con cierta escala (por ejemplo, US \$10 millones de ingresos), por debajo de la cual el apetito es bajo; estas empresas, por lo general, no alcanzan ese umbral, por lo que son demasiado pequeñas para PE y, al mismo tiempo, insuficientes para un M&A defendible. Además, el atasco de *CAP Tables* con rondas significativas vuelve compleja cualquier salida “quirúrgica” porque hay que coordinar a muchos accionistas.

Para los fondos, la resolución ordenada pasa por suspender *follow-ons*, mantener un monitoreo liviano orientado a *covenants* básicos y preparar la desinversión simbólica (por ejemplo, venta a fundadores por valor nominal) o el cierre cuando sea viable; si aparece valor en el equipo o una cartera transferible, debe reclasificarse a “Talento y activos en riesgo” para intentar un *acqui-hire*; si se confirma la inviabilidad absoluta y la ausencia de activos con demanda, el caso deriva a “Candidata a liquidación / *Write-Off*”. Su delimitación conceptual es clave: mientras que la “Pyme zombificada” y el “Negocio de estilo de vida atrapado” son perfiles financieramente estables, la “Zombi agonizante” carece de rentabilidad sostenida y diferenciación. Por ende, su existencia solo prolonga la vida del fondo sin aportar retorno.

*Cuadrante “Medio en Sostenibilidad Financiera / Medio en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Pyme “Zombificada” por VC*

Dentro de este marco analítico, el cuadrante central corresponde a la “Pyme zombificada por VC”. Este perfil, recurrente en las entrevistas, se define como un negocio funcional pero estancado. Su diagnóstico es crítico: aunque financieramente estables, estas compañías

carecen de las palancas de crecimiento que justificarían una tesis de VC tradicional. Para los fondos, representan un desafío de liquidez, pues no son pérdidas totales, pero su estancamiento prolonga la vida del vehículo sin aportar al retorno esperado por el *Power Law*. A diferencia del “Zombi agonizante”, estas compañías son financieramente estables. Varios gestores señalan un umbral de tamaño por debajo del cual el M&A se torna poco viable y el PE no dedica recursos: compañías con ARR < US\$10M (e incluso casos de US\$20M que siguen siendo “pequeños”) enfrentan menor apetito y horizontes demasiado largos para activar cheques de PE. En ese rango, la salida se concentra en compradores de flujo (*family offices*), consolidadores muy selectivos, *micro-acquisitions*, o incluso la consolidación táctica por *roll-up.*, más que en procesos de PE tradicionales.

Este perfil se diferencia claramente de otros dentro de la matriz: a diferencia de la “Candidata a crecimiento / reestructuración”, aquí no se identifican palancas claras para acelerar la expansión; y en contraste con la “Joya de nicho”, su atractivo reside en un flujo estable más que en un encaje estratégico único. Cuando el *clearing price* de mercado implica reconocer descuentos frente a la última ronda, la transacción se atasca: el mercado aplica múltiplos más bajos y no justifica valuaciones históricas, lo que retrasa acuerdos si los inversionistas actuales no aceptan *markdowns*.

#### *Cuadrante “Medio en Sostenibilidad Financiera / Alto en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Candidata a Crecimiento / Reestructuración*

Este grupo reúne a compañías con finanzas estables y con un potencial no capturado, las cuales exhiben *unit economics* razonables con margen de contribución positivo, *payback* comercial acotado y retención saludable, pero que permanecen estancadas por cuellos de botella en *go-to-market*, *pricing*, profesionalización comercial o expansión geográfica. No requieren la presión del hipercrecimiento, sino capital paciente y acompañamiento operativo para destrabar valor en un horizonte de 24 a 36 meses. En la práctica, encajan con fondos de *growth equity*, deuda estructurada / *venture debt* o vehículos híbridos que aporten capital y gobierno.

En las entrevistas se subrayó la escasez de actores de *growth equity* en la región y lo difícil que resulta cruzar a rondas avanzadas cuando el mercado se cierra, además de la

retirada de patrocinadores internacionales que antes fondeaban etapas de crecimiento; en ese contexto, muchas compañías con tracción quedan en un limbo de financiamiento que exige soluciones de capital y gestión combinadas (Entrevistas, archivo del autor, 2025). También se insistió en la preparación temprana del *exit* (orden informativo, gobierno y mapeo de compradores) como condición para capturar el valor latente (Entrevistas, archivo del autor, 2025).

Para los fondos, el atractivo radica en una tesis de creación de valor: profesionalizar, enfocar y escalar la organización antes de vender. No debe confundirse con la “Pyme zombificada por VC”, allí faltan palancas concretas y verificables para acelerar; aquí sí existen y requieren ejecución. Tampoco equivale al activo ideal para *Private Equity / roll-up*, donde la empresa ya está lista para integrar y escalar sin un puente transformacional previo.

#### *Cuadrante “Alto en Sostenibilidad Financiera / Alto en Potencial de Valor Estratégico y de Salida”*

Agrupar compañías rentables, predecibles y con activos estratégicos defendibles (tecnología o procesos propios, red comercial, liderazgo en verticales) que, sin ser unicornios, cumplen estándares de gobierno e información compatibles con un proceso profesional de M&A, y habilitan sinergias (eficiencias, *cross-sell*, expansión). Por su integrabilidad y repetibilidad, son objetivos naturales para fondos de *Private Equity* como empresa base para una estrategia de consolidación sectorial o adquisición complementaria de menor escala, y para compradores estratégicos que buscan consolidar un mercado o adquirir capacidades.

Las entrevistas confirman que, ante la escasez de IPOs, la dificultad para devolver fondos grandes y el vacío de capital de crecimiento, el M&A estratégico se vuelve la vía principal de liquidez; de ahí la importancia de llegar con calidad de ingresos, datos de cohortes, concentración de clientes y un plan de integración claramente documentados, ya que, en algunos casos, la venta es fomentada por el GP y no necesariamente por el fundador de la compañía o equipo directivo. Adicionalmente, para este tipo de activos, las entrevistas reportan escasez de compradores para compañías en el rango de US\$100 - 500M de valor, creando una “Zona sin comprador natural” que vuelve algunos M&A inviables por tamaño

intermedio (demasiado grandes para *micro-adquisiciones* o *roll-ups*, pero por fuera del radar de grandes estratégicos). Cuando hay *playbook* de consolidación y calidad de ingresos, PE y compradores estratégicos sí ejecutan, en particular si el activo es “integrable y repetible”.

Para los fondos, estas compañías ofrecen rutas de salida ejecutables y múltiples consistentes con su perfil de riesgo operativo. Se diferencian de la “Joya de nicho” porque no dependen de una sinergia de nicho con un único adquirente, sino de un *playbook* replicable de consolidación; y de la “Candidata a crecimiento / reestructuración” porque no requieren de un período de 24 a 36 meses para capturar palancas esenciales, sino que ya las tienen implementadas.

#### *Cuadrante “Alto en Sostenibilidad Financiera / Bajo en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Negocio de Estilo de Vida Atrapado*

Este cuadrante define una de las tensiones culturales más citadas por los gestores: el “Negocio de estilo de vida atrapado”. Agrupa a compañías financieramente estables, pero cuyo crecimiento modesto choca frontalmente con las expectativas del modelo de inversión de VC. Suelen ser empresas rentables o que operan en punto de equilibrio, generando flujos de caja suficientes para cubrir gastos o pagar dividendos a los fundadores. Su crecimiento es modesto y sostenible, generalmente entre el 10 % y el 30 % anual, lo que las convierte en buenos negocios para los equipos directivos, ya que suelen tener ingresos anuales recurrentes (ARR) por debajo de US\$ 5-10 millones. Aunque muestran un flujo de caja positivo y una operación ordenada, suelen presentar escala limitada, mercados direccionables acotados o diferenciación insuficiente para despertar el interés de compradores industriales que paguen un *premium*. La consecuencia es una iliquidez persistente ya que no existe un “comprador natural” claro; incluso, muchas veces es el mismo equipo fundador que se rehúsa a vender ya que con los salarios y flujos generados tienen una buena calidad de vida.

La evidencia cualitativa recogida en las entrevistas señala que una fracción del portafolio regional tiende a acomodarse en rentabilidades cómodas sin una narrativa creíble de crecimiento, cuyos procesos de M&A priorizan activos con sinergia estratégica evidente, y que, en ausencia de esa sinergia, el apetito de PE / estratégicos es bajo. En ese contexto, las entrevistas subrayan que, en dicha tipología, la relación con la persona fundadora es

determinante para el desenlace: la salida del fondo depende, en gran medida, de la voluntad de vender o recomprar la participación por parte del *founder*. Se reportan casos de recompras financiadas con los propios flujos de la empresa y estructuras apalancadas que combinan pagos diferidos, notas del vendedor (*seller financing*) y *earn-outs*, siempre condicionados por gobernanza, calidad de información financiera, *covenants* de endeudamiento y alineación de expectativas de valoración. Otra opción mencionada es la venta a *family offices* que valoran el flujo; y las consolidaciones muy selectivas aparecen como las rutas de salida más plausibles. En este marco, la confianza operativa y la transparencia se convierten en precondiciones para ejecutar la transacción y proteger la salud financiera del activo.

Para los fondos, la gestión recomendada combina mapeo temprano de posibles compradores no tradicionales (por ejemplo, *family offices* locales / regionales), estructuración flexible (*earn-outs*, pagos diferidos, *seller financing*) para capturar un múltiplo razonable pese a la falta de escala. Mencionado de manera repetida, la comunicación con el o los *founders* y una buena relación con ellos se vuelve fundamental para materializar un *exit* en compañías enmarcadas en esta zona gris. Conceptualmente, este perfil debe distinguirse de otros cuadrantes de estabilidad financiera. A diferencia de la “Pyme zombificada”, cuyo principal problema es un crecimiento estancado sin palancas de mejora, el “Negocio de estilo de vida” sí es rentable, pero carece del encaje estratégico que caracteriza a la “Joya escondida para compradores de nicho”. Mientras la “Joya” tiene un valor de sinergia para un comprador específico, aquí predomina el valor por flujo sin una contraparte evidente.

*Cuadrante “Alto en Sostenibilidad Financiera / Medio en Potencial de Valor Estratégico y de Salida” - Joya Escondida para Compradores de Nicho*

Describe a empresas rentables, con producto sólido y bien posicionado en un mercado específico. No alcanzan la escala de unicornio, pero resultan muy atractivas para compradores estratégicos que buscan consolidar la participación, adquirir tecnología o fortalecer un vertical. Su valor emerge cuando se ejecuta una gestión activa del *exit*, a través de la selección y preparación para el adquirente adecuado, alineación de métricas operativas y plan de integración.

En las entrevistas se señaló que, en ecosistemas con poca profundidad de mercado de capitales y escasas IPOs, como lo es LatAm, muchas transacciones reales ocurren en compañías medianas y rentables con diferenciación clara, siempre que se llegue a la mesa con información ordenada y narrativa estratégica. Acá el tamaño de la compañía tiende a ser relevante, ya que compañías por debajo de los US\$ 5M no son atractivas para este tipo de jugadas. Para los fondos, es una vía de liquidez plausible y frecuente. No debe confundirse con la “Pyme zombificada por VC”, donde existe una diferenciación y un encaje claro que justifican un premium de sinergia; ni con el activo ideal para el “Activo ideal para *Private Equity* o *Roll-up*”, donde hay mayor escala y un *playbook* replicable de consolidación, y no solo la sinergia puntual.

Este marco de clasificación demuestra que no puede existir una solución única para la “zona gris”. Cada cuadrante de la matriz representa un desafío distinto que requiere un instrumento financiero y una estrategia de intervención específicos.

Habiendo segmentado el problema y diagnosticado sus diversas manifestaciones, este trabajo de grado puede ahora avanzar desde el análisis hacia la propuesta. A continuación, se detalla el diseño de un vehículo financiero híbrido concebido para operar sobre este espectro de oportunidades, aplicando la herramienta adecuada a cada tipo de activo identificado.

### **Propuesta de vehículo híbrido: una recomendación estratégica**

#### *Fundamento y tesis de inversión*

Este apartado presenta el diseño de un vehículo de inversión especializado, concebido como una respuesta estratégica y financiera al fenómeno de la “zona gris” en el ecosistema de *Venture Capital* de América Latina. Derivado de los hallazgos cuantitativos que evidencian la extensión de la vida de los fondos y el bajo Desembolso a Inversores (DPI), y enriquecido por las percepciones cualitativas de los gestores entrevistados, este modelo busca capturar valor residual, generar liquidez y fomentar la circularidad del capital. La propuesta no se limita a describir una alternativa, sino que argumenta por qué esta estructura híbrida y de capital permanente es la solución óptima para las fricciones sistémicas que el modelo tradicional de VC exhibe en la región.

Como respuesta directa a la desconexión estructural demostrada a lo largo de este estudio, se propone el diseño de un vehículo de inversión especializado. A diferencia del modelo tradicional, la tesis de inversión de este Fondo Catalizador Híbrido no busca el *home run*, sino que se enfoca en capturar el valor del *missing middle*: el segmento de empresas sostenibles atrapadas en la “zona gris”. Como se ha evidenciado, el contexto de América Latina presenta una desconexión estructural en los fondos de VC, donde se ha adoptado la filosofía de inversión del *Power Law* sin contar con la infraestructura de mercado que la sostiene (Entrevistas, archivo del autor, 2025).

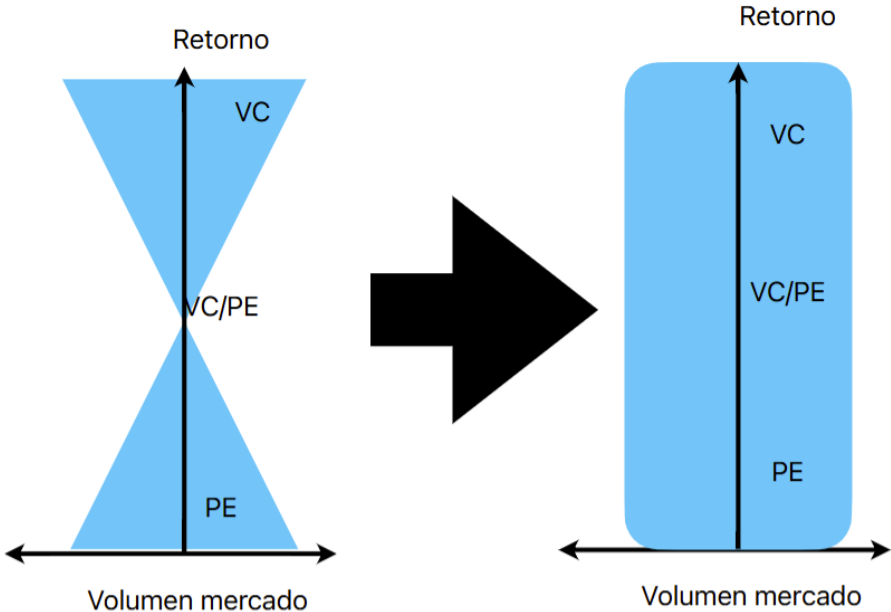
Bajo condiciones de mercados líquidos y con múltiples compradores naturales, como sucede en Estados Unidos, esta arquitectura resulta funcional. Sin embargo, en América Latina se observa un descalce estructural entre la duración contractual de los fondos cerrados y los tiempos de maduración y salida de las compañías. Los datos muestran que el tiempo promedio entre rondas en la región se ha alargado sustancialmente; ahora, pasar de etapa *Seed* a serie A toma en promedio 29 meses, y las salidas públicas (OPIs) han sido prácticamente inexistentes desde 2022 (CB Insights, 2025; LAVCA, 2025). A ello se suma que, entre 2022 y 2024, más de 540 *start-ups* financiadas en 2021 cerraron operaciones por falta de capital de seguimiento, reflejo de un ciclo prolongado de maduración y de la sequía de liquidez regional (Castellanos, 2024). El resultado es una acumulación de compañías en la “zona gris” que extienden su vida más allá del plazo de los fondos, generando fondos zombis y forzando extensiones o ventas a descuento (Castellanos, 2024; LAVCA, 2025a, 2025b; LAVCA, 2025).

Esta paradoja es el principal generador de la “zona gris”, un fenómeno exacerbado por factores culturales intrínsecos de la región. A diferencia del *ethos* de “fallo rápido” (*fail fast*) de Silicon Valley, en América Latina prevalece una aversión cultural a la liquidación de empresas. Como describió un entrevistado, los gestores locales tienden a ser “más cariñosos” y a “gastar mucha energía en las empresas que tienen que sobrevivir y no en las que van a generar el retorno del portafolio”, lo que perpetúa la existencia de activos de bajo rendimiento (Entrevistas, archivo del autor, 27 de junio de 2025). Esta tendencia, sumada a la falta de mecanismos de salida, crea un estancamiento que inmoviliza el capital y el talento.

La tesis de inversión de este vehículo, al que denominaremos “Fondo Catalizador Híbrido”, se aleja del paradigma del *home run* para enfocarse en el *missing middle* compuesto

por el segmento de empresas tecnológicas que, aunque no escalan exponencialmente, han alcanzado o están cerca del punto de equilibrio, poseen modelos de negocio sostenibles y generan flujos de caja predecibles.

**Gráfica 18. Fondo Catalizador Híbrido**



Fuente: Elaboración propia.

Desde la perspectiva de la Ley de Potencia, estas compañías se caracterizan por tener un exponente de Pareto  $\zeta > 2$ . Esto implica que la distribución de sus retornos posee una media y una varianza finitas, a diferencia de las inversiones en etapa *Seed* (donde  $\zeta < 2$  y la varianza es infinita). En términos prácticos, el desempeño de estos activos es más predecible y no depende de eventos extremos (*outliers*). La optimización del retorno no se basa en la búsqueda de un múltiplo de 100x, sino en la generación de retornos consistentes y ajustados al riesgo (e.g., 3x-5x MOIC) a través de la mejora operativa, la consolidación sectorial y la provisión de liquidez en un mercado que carece de ella.

La tesis central es que existe un universo de compañías en la región con valoraciones entre US\$ 10 y US\$ 50 millones que son demasiado pequeñas para los fondos de *Private Equity* (PE) tradicionales, pero que ya no encajan en el perfil de riesgo / retorno de los fondos de VC en etapa temprana (Entrevistas, archivo del autor, 6 de agosto de 2025). Según las bases de datos de PitchBook, a corte de 19 de septiembre de 2025, en América Latina existen

231 compañías operativas en este rango de valor equivalente a un tamaño de mercado de US\$ 10,772 millones. Su valor promedio se aproxima a los US\$ 46.64 millones por compañía con una edad promedio de 8.6 años y donde el promedio de año de la última ronda levantada es en el 2023. Esta data no solo valida la existencia de un mercado objetivo significativo, sino que subraya su madurez y la reciente dificultad para acceder a nuevo capital, reforzando la oportunidad para un vehículo especializado.

**Tabla 11. Compañías de América Latina con valor estimado de compañía a partir de su última ronda entre US\$ 10M-50M**

Conteo	231
Valor promedio (US M)	46.63
Edad promedio	8.56
Año promedio última ronda	2023
Tamaño total de Mercado (US M)	10,772

Fuente: Tomado de PitchBook (2025). Criterios: *pre-money valuation* USD 10 - 50 millones; *post-money valuation* USD 10 - 50 millones; *ownership status: privately held (backing/no backing)*; ubicaciones: México, Centroamérica y Sudamérica.

Esta desconexión estructural entre el ciclo de vida real de las compañías y el horizonte temporal rígido de los fondos tradicionales exige, por tanto, una solución de inversión fundamentalmente distinta. Para ejecutar esta tesis de inversión de manera efectiva, se requiere una arquitectura de vehículo que rompa con el modelo convencional y se alinee con la necesidad de “capital paciente” que la región demanda, como se detalla a continuación.

*Estructura del vehículo: el modelo evergreen como solución, introduciendo la estructura del fondo como solución*

Para ejecutar esta tesis, se propone una estructura de fondo *evergreen* con componentes de inversión híbridos. Este diseño no es una elección arbitraria, sino una solución estructural a las principales restricciones del modelo de *Venture Capital* tradicional en la región: el horizonte de tiempo rígido, la inflexibilidad del capital y el desajuste cultural. La siguiente tabla resume las diferencias fundamentales que justifican esta elección.

**Tabla 12. Modelo *evergreen***

Aspecto	Fondo cerrado (modelo tradicional)	Fondo <i>evergreen</i> (modelo propuesto)
<b>Duración</b>	10-12 años, con vencimiento contractual.	Duración indefinida (perpetuo).
<b>Desembolso de capital</b>	Capital llamado progresivamente en 3-5 años ( <i>capital calls</i> ).	Capital invertido inmediatamente al ingreso del LP.
<b>Liquidez para LPs</b>	Nula hasta la liquidación final del fondo.	Ventanas periódicas de redención a NAV.
<b>Reciclaje de capital</b>	Limitado o nulo, salvo disposiciones específicas.	Reciclaje automático y continuo de distribuciones.
<b>Flexibilidad en salidas</b>	Presión por salidas forzadas al final del plazo ( <i>fire sales</i> ).	Salidas en ventanas óptimas de mercado, sin presión temporal.
<b>Alineación temporal</b>	Descalce con los ciclos de maduración más largos de LatAm.	Alineado con la necesidad de “capital paciente” de la región.
<b>Incentivos del GP</b>	Proteger el <i>carry</i> evitando <i>markdowns</i> , incluso en activos estancados.	Foco en la creación de valor a largo plazo y la salud del portafolio.

Fuente: Elaboración propia.

El plazo indefinido (*evergreen*) permite la sincronización del capital con el ciclo de maduración real y la cultura regional. La estructura *evergreen* es óptima porque resuelve la asincronía temporal y cultural. Al no tener una fecha de terminación predefinida, alinea el horizonte de inversión con el tiempo real de creación de valor (Linnovate Partners, 2024) y se adapta a la idiosincrasia regional, proveyendo el “capital paciente” que permite acompañar a las empresas sin la presión de una liquidación prematura (Entrevistas, archivo del autor, 27 de junio de 2025).

*Estrategia de Inversión y Foco del Portafolio: Intervenciones a Medida para la Zona Gris*

El Fondo Catalizador Híbrido concentrará sus recursos en compañías que, según la matriz de clasificación de la “zona gris”, se ubiquen en los cuadrantes de mayor potencial de valor recuperable. La estrategia de inversión se fundamenta en un principio de flexibilidad y especialización: en lugar de aplicar un enfoque único, se adaptará el vehículo financiero al perfil específico de cada activo para maximizar el retorno ajustado al riesgo. A continuación, se detalla la tesis de intervención para cada uno de los cuatro perfiles de compañía objetivo.

*Candidatas a crecimiento / reestructuración: capital flexible para desbloquear potencial (vehículo: rbl / mezzanine)*

Este segmento comprende compañías con un modelo de negocio validado y con tracción de mercado, pero cuyo crecimiento se ha estancado por falta de capital para financiar su expansión o una reestructuración operativa necesaria. En este escenario, una ronda de *equity* tradicional sería subóptima, ya que las valoraciones deprimidas castigarían a los accionistas existentes con una dilución excesiva.

La intervención óptima consiste en el uso de instrumentos de deuda híbrida, como el Financiamiento Basado en Ingresos (RBL) o la Deuda Mezzanine. Estos vehículos aportan liquidez para el capital de trabajo o para iniciativas de crecimiento, pero su repago está vinculado al desempeño futuro de la compañía (un porcentaje de los ingresos en el caso del RBL o cupones fijos / variables en el *mezzanine*). Esta estructura ofrece un doble beneficio: genera flujos de caja periódicos para el fondo, mejorando el DPI y mitigando el perfil de riesgo de la curva-J, al tiempo que proporciona a la empresa el capital necesario para revitalizar su crecimiento sin alterar significativamente su tabla de capitalización.

Esta estrategia no está exenta de riesgos. El principal es el riesgo de sobreapalancamiento, que podría comprometer la viabilidad de la empresa si el flujo de caja no se estabiliza o crece según lo proyectado. La mitigación de este riesgo exige un riguroso *due diligence* sobre la predictibilidad de los ingresos y el diseño de *covenants* flexibles que se adapten a la volatilidad operativa. Adicionalmente, existe una barrera cultural: los fundadores, acostumbrados a la lógica del *equity* de VC, pueden mostrar resistencia a instrumentos de deuda, lo que requiere un proceso de educación sobre los beneficios de una estructura de capital optimizada.

*Activos ideales para Private Equity: creación de valor a través de estrategias de roll-up (vehículo: consolidación)*

Este cuadrante agrupa a compañías rentables con activos estratégicos defendibles (tecnología, cuota de mercado, etc.) que, sin embargo, carecen de la escala necesaria para atraer a grandes compradores corporativos o fondos de PE. Para estos activos, la estrategia

más potente es la consolidación o *roll-up*. El fondo actuará como una plataforma para adquirir participaciones de control o minoritarias significativas en varias de estas empresas, para luego fusionarlas.

El objetivo es crear una entidad consolidada de mayor tamaño y relevancia estratégica, capaz de capturar sinergias operativas (economías de escala, *cross-selling*) y financieras. Esta nueva entidad, al tener una mayor escala y un gobierno corporativo profesionalizado, podrá comandar múltiplos de valoración significativamente más altos en una futura salida. Esta estrategia de arbitraje de múltiplos es una forma proactiva de “fabricar” un *exit* atractivo en un mercado donde los compradores, para activos de tamaño medio, son escasos.

La ejecución de una estrategia de *roll-up* es compleja y de alto riesgo. Requiere un mayor despliegue de capital y un horizonte de tiempo más largo (4-7 años) para identificar, adquirir e integrar las distintas compañías. El riesgo de ejecución en las integraciones es el desafío principal, ya que fusionar culturas corporativas, equipos y sistemas tecnológicos es una tarea operativa intensiva. El éxito final de la estrategia depende de la capacidad del gestor para liderar este proceso, y de la existencia de un universo de compradores estratégicos que valoren la plataforma consolidada resultante.

*Pymes zombificadas por VC: captura de valor estable vía secundarias a descuento (vehículo: adquisición secundaria)*

Estas son empresas financieramente estables, a menudo rentables, pero con un crecimiento bajo y persistente, que las descalifica para futuras rondas de VC. La intervención más eficiente consiste en la adquisición de participaciones a través de transacciones secundarias y con un descuento significativo sobre su última valoración o su valor intrínseco.

Este mecanismo ofrece un beneficio triple: libera liquidez de manera temprana a los LPs de los fondos de VC originales que necesitan cerrar sus ciclos; permite al Fondo Catalizador adquirir una participación en un activo estable a un costo reducido; y abre la puerta a una futura salida a través de una recompra por parte de los fundadores (MBO) o una venta a otro actor financiero que valore los flujos de caja estables. El potencial de retorno es

acotado (MOIC esperado de 1.5-2.0x), pero el riesgo es controlado y el ciclo de inversión puede ser más corto.

El principal riesgo de esta estrategia es la baja liquidez posadquisición si no existe un comprador natural o si los fundadores no tienen la capacidad o el interés de recomprar la participación. Además, la negociación del precio de entrada puede generar conflictos con los inversionistas originales, quienes pueden tener expectativas de valoración desalineadas con la realidad operativa de la empresa.

*Joyas escondidas para compradores de nicho: preparación para una salida estratégica (vehículo: híbrido de secundaria y RBL)*

Finalmente, este segmento está compuesto por compañías rentables con un producto sólido y una posición de liderazgo en un mercado de nicho específico. Son demasiado pequeñas para ser de interés general, pero extremadamente valiosas para un comprador sectorial concreto. La estrategia aquí es dual: (i) adquisición de la participación vía secundaria a descuento, similar al caso anterior; (ii) inyección de capital adicional a través de un RBL o instrumento híbrido, con el propósito explícito de financiar el “empaquetamiento” de la empresa. Esto incluye invertir en la mejora de los sistemas contables, la implementación de un gobierno corporativo robusto y la preparación de un *due diligence* exhaustivo, todo ello con el objetivo de facilitar una venta rápida y eficiente a un comprador estratégico previamente identificado.

Este enfoque segmentado y multifacético constituye el núcleo de la estrategia de inversión del fondo, transformando la heterogeneidad de la “zona gris” de un problema a una oportunidad. La tabla 13 formaliza esta correspondencia estratégica, detallando cómo cada perfil de compañía se asocia con un vehículo de inversión específico, sus beneficios intrínsecos y los riesgos inherentes que deben ser gestionados. En su conjunto, la tesis de inversión del Fondo Catalizador Híbrido se materializa como un mecanismo de asignación de capital dinámico y adaptativo. A diferencia del enfoque monolítico del VC tradicional, este modelo aborda cada activo con el instrumento financiero y la estrategia de creación de valor más adecuados, no solo para liberar su valor residual, sino también para asegurar la

circularidad del capital y la sostenibilidad a largo plazo del ecosistema de inversión en la región.

**Tabla 13. Relación entre clasificación de compañías en zona gris y vehículos del fondo *evergreen***

<b>Clasificación en zona gris</b>	<b>Vehículo <i>evergreen</i> aplicable</b>	<b>Beneficios principales</b>	<b>Restricciones / Riesgos</b>
<b>Candidata a crecimiento / reestructuración</b>	RBL / Mezzanine	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Aporta liquidez sin dilución excesiva.</li> <li>- Genera flujos periódicos vía cupones.</li> <li>- Permite financiar capital de trabajo y desbloquear crecimiento.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Riesgo de sobreapalancamiento si no se gestiona el flujo de caja.</li> <li>- Dependencia de cumplimiento riguroso de <i>covenants</i>.</li> <li>- Posible resistencia de fundadores a instrumentos de deuda.</li> </ul>
<b>Activo ideal para <i>Private Equity</i> o <i>roll-up</i></b>	Roll-up / Consolidación	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Captura sinergias en sectores fragmentados.</li> <li>- Eleva múltiplos de salida vía escala y gobierno corporativo.</li> <li>- Permite control activo sobre estrategia.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mayor necesidad de capital y tiempo (4-7 años).</li> <li>- Riesgo de ejecución en integraciones.</li> <li>- Dependencia de compradores estratégicos para la salida.</li> </ul>
<b>Pyme zombificada por VC</b>	Secundaria a descuento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Libera liquidez temprana a LPs originales.</li> <li>- Permite adquirir participación estable a menor costo.</li> <li>- Potencial de recompra por fundadores o salida vía M&amp;A.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Retorno acotado (MOIC 1.5–2.0x).</li> <li>- Riesgo de baja liquidez si no hay comprador natural.</li> <li>- Posible conflicto con inversionistas originales sobre valuación.</li> </ul>
<b>Joya escondida para compradores de nicho</b>	Secundaria a descuento / RBL híbrido	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ofrece <i>upside</i> atractivo con riesgo controlado.</li> <li>- Potencial de venta rápida a compradores sectoriales.</li> <li>- Posibilidad de financiar empaquetamiento contable / gobierno.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Empresas pequeñas, dependientes de un nicho estrecho.</li> <li>- Limitada escalabilidad sin comprador identificado.</li> <li>- Riesgo de concentración sectorial.</li> </ul>

Fuente: Elaboración propia.

La estructura *evergreen* es óptima porque resuelve la asincronía temporal y cultural. Al no tener una fecha de terminación predefinida, alinea el horizonte de inversión con el tiempo real de creación de valor (Linnovate Partners, 2024) y se adapta a la idiosincrasia

regional, proveyendo el “capital paciente” que permite acompañar a las empresas sin la presión de una liquidación prematura (Entrevistas, archivo del autor, 27 de junio de 2025). El componente híbrido y la estrategia de consolidación (*roll-up*) abordan la inflexibilidad del capital. El vehículo podrá desplegar Capital de Crecimiento (*Growth Equity*), Deuda Estructurada y *Mezzanine*, y una estrategia de *Roll-up*, como se detalla a continuación.

#### *Estrategia de creación de valor: de la gestión pasiva a la intervención activa*

El capital, por sí solo, es insuficiente para resolver la inercia que caracteriza a las compañías de la “zona gris”. El modelo de VC tradicional, regido por la Ley de Potencias, incentiva un “abandono estratégico” de los activos que no exhiben un crecimiento exponencial. Como lo describió un partner de uno de los fondos entrevistados (Entrevistas, archivo del autor, 4 de julio de 2025), la atención de los gestores se concentra en los *outliers* potenciales, dejando al resto del portafolio en una gestión pasiva que agrava su estancamiento.

El Fondo Catalizador Híbrido se diferenciará fundamentalmente por su enfoque de gestión activa (*hands-on*), una filosofía de intervención más cercana al *private equity* que al VC tradicional. Esta estrategia no es un complemento, sino el núcleo de la tesis de creación de valor, diseñada para abordar las deficiencias operativas, estratégicas y de gobierno que mantienen a estas empresas atrapadas. La intervención se articulará en tres pilares interconectados:

- i) *Gobernanza y profesionalización estratégica*: el fondo asume roles activos en los consejos de administración para liderar la profesionalización, redefinir la estrategia hacia salidas realistas e implementar KPIs enfocados en la rentabilidad.
- ii) *Optimización operativa y financiera*: se ejecutan mejoras directas en la gestión, optimizando la estructura de costos, las estrategias de precios, los *unit economics* y la planificación financiera para fortalecer la viabilidad de la compañía.
- iii) *Ejecución de la estrategia de consolidación*: como pilar fundamental, el fondo orquesta activamente fusiones (*roll-ups*) entre las compañías del portafolio,

transformando activos fragmentados en una plataforma consolidada de mayor escala y atractivo para el mercado de M&A.

### *Gobernanza y mecanismos de liquidez para inversionistas*

Una estructura *evergreen* exige mecanismos de liquidez robustos y transparentes para los LPs. Lejos de ser un vehículo ilíquido, este modelo puede ofrecer una liquidez más predecible que los fondos tradicionales en la región, cuyo DPI es notoriamente bajo y diferido en el tiempo (Entrevistas, archivo del autor, 4 de julio de 2025). La arquitectura de gobernanza y liquidez se ha diseñado para generar confianza y alinear los incentivos de todas las partes en un horizonte de largo plazo.

A diferencia de la iliquidez total de los fondos cerrados, en este fondo híbrido se podría permitir aportes y retiros periódicos (e.g., trimestrales) tras un *lock-up* inicial de 3 a 5 años. Las transacciones se realizarían al Valor Liquidativo (NAV) del fondo, el cual sería calculado y auditado trimestralmente por un administrador y valorador independiente para garantizar la objetividad y la transparencia (Lavoie, 2015). Este mecanismo ofrece a los LPs una vía de salida predecible, sujeta a las condiciones del mercado, en contraste con la incertidumbre total sobre el retorno del capital en los fondos tradicionales.

Para proteger el portafolio de ventas forzadas y asegurar la estabilidad del capital, el fondo implementaría dos herramientas de gestión de liquidez estándar en la industria. Primero, “compuertas” (*gates*) que limitan el volumen total de redenciones en un trimestre determinado (e.g., 5 al 10 % del NAV), evitando así “corridas” en momentos de estrés de mercado. Segundo, se mantendría una reserva de liquidez (*liquidity sleeve*), asignando un porcentaje del capital (e.g., 10 %) a instrumentos de bajo riesgo y alta liquidez. Esta reserva permitirá honrar las solicitudes de redención sin necesidad de desinvertir prematuramente en los activos del portafolio (Brown & Volckmann, 2025).

La estructura de comisiones estaría diseñada para recompensar la creación de valor real y a largo plazo. La comisión de gestión (1,5 % a 2 % tradicionalmente) se calculará sobre el capital invertido (NAV), no sobre el capital comprometido. Esto incentiva al gestor a desplegar el capital de manera eficiente y a trabajar activamente para aumentar el valor del portafolio, en lugar de simplemente recaudar fondos para cobrar una comisión. El *carried*

*interest* (generalmente del 20 %) se calculará sobre las ganancias realizadas, con una tasa de rentabilidad mínima preferente (*hurdle rate*) del que puede ser variable (IPC o prima de mercado) o fija (e.g 8 % anual) y un mecanismo de recuperación (*clawback*) para proteger a los LPs. Finalmente, se establecería un adecuado gobierno corporativo.

En síntesis, el Fondo Catalizador Híbrido no busca reemplazar el modelo de VC tradicional, sino complementarlo, creando un eslabón indispensable en la cadena de capital de América Latina. Al enfocarse en la “zona gris” con una estructura y estrategia óptimamente diseñadas para sus particularidades financieras, operativas y culturales, este vehículo no solo ofrece una solución de liquidez para los fondos de VC en desinversión, sino que representa una oportunidad de inversión atractiva y estructuralmente adaptada a las realidades de la región.

De esta manera, el fondo no solo soluciona la fricción de liquidez que enfrentan los LPs en América Latina, sino que también ordena y clasifica la intervención sobre las compañías atrapadas, maximizando el valor de salida y reduciendo los riesgos asociados a horizontes contractuales rígidos. Por lo tanto, no se concibe como un sustituto de los vehículos tradicionales, sino como un complemento capaz de cubrir la brecha estructural que estos dejan en América Latina.

### **Implicaciones del estudio**

Los hallazgos de esta investigación tienen consecuencias significativas tanto para los profesionales de la industria del capital de riesgo como para la teoría. En el plano práctico, las implicaciones para los fondos son tangibles. Primero, la acumulación de compañías en la “zona gris” demora la terminación de los vehículos, añade costos administrativos y de gobierno, y genera un “dolor de cabeza” para la gestión, especialmente para los *vintages* entre 2017 a 2021 que se aproximan a sus periodos de desinversión. Segundo, aun cuando los *outliers* puedan compensar financieramente el bajo desempeño agregado, persisten obligaciones fiduciarias con los LPs que exigen administrar y resolver estas posiciones. Tercero, la existencia de zombis no resueltas envía señales negativas al mercado y puede tensionar futuros procesos de *fundraising*. Por último, esta realidad fuerza un ajuste de estrategia: mayor realismo en la planeación de liquidez, aceptación de ventas secundarias con

descuento, búsqueda proactiva de compradores y diseño de estructuras *ad hoc*, en lugar de esperar una IPO o un gran *home run* que estadísticamente será infrecuente.

Más allá de estas consecuencias operativas, el estudio presenta importantes implicaciones teóricas. En primer lugar, cuestiona la aplicabilidad universal del modelo de *Venture Capital* de Silicon Valley, el cual está intrínsecamente ligado a la Ley de Potencias y a mercados de salida líquidos. La investigación demuestra que la simple transposición de este modelo a un contexto de iliquidez estructural como el latinoamericano genera fricciones sistémicas que la teoría tradicional no aborda suficientemente. En segundo lugar, el trabajo de grado aporta a la literatura sobre finanzas en mercados emergentes al ofrecer un marco analítico (la Matriz de clasificación) para categorizar activos ilíquidos que no encajan en las definiciones binarias de éxito o fracaso. Finalmente, la propuesta de un vehículo *evergreen* híbrido no solo es una recomendación práctica, sino que también representa un desafío conceptual a la estructura tradicional de fondos cerrados, sugiriendo la necesidad de nuevos modelos teóricos para el capital paciente en geografías con ciclos de maduración más largos.

### **Recomendaciones para futuras investigaciones**

Si bien esta investigación ofrece un diagnóstico y una solución estratégica al fenómeno de la “zona gris”, su alcance delimita nuevos interrogantes y abre diversas líneas de trabajo académico que podrían profundizar en la comprensión del capital de riesgo en mercados emergentes. Se recomienda, en primer lugar, realizar un estudio cuantitativo para medir el costo de oportunidad y el impacto financiero exacto que las compañías de la “zona gris”, particularmente los perfiles de “Pyme zombificada por VC” y “Negocio de estilo de vida atrapado”, representan en el retorno agregado (DPI) de los fondos de VC en la región. Un análisis de este tipo permitiría cuantificar la erosión de valor y fortalecería el argumento a favor de la adopción de vehículos de capital paciente.

Adicionalmente, sería de gran valor académico y práctico realizar un estudio de caso longitudinal sobre la implementación de un vehículo con características similares al Fondo Catalizador Híbrido. Dicha investigación evaluaría empíricamente su efectividad para desbloquear valor e identificaría los desafíos operativos, estratégicos y de gobernanza que surgen al reestructurar los incentivos de fundadores acostumbrados al modelo de VC

tradicional. Este análisis debería necesariamente incluir la perspectiva de los fundadores para contrastar las dinámicas de negociación; un estudio de las barreras regulatorias y fiscales en Latinoamérica; la definición del perfil del equipo gestor requerido, con experticia en VC, PE y deuda; el análisis del perfil de LPs que se alinearían con la tesis del fondo; y una estrategia de origen que evite la selección adversa. Crucialmente, debería profundizar en los mecanismos financieros del vehículo, como las metodologías de valoración trimestral para gestionar las ventanas de redención y la estructura de cálculo del *carried interest* sobre utilidades realizadas en un modelo *evergreen*.

Asimismo, se sugiere una investigación comparativa del fenómeno de la “zona gris” entre los ecosistemas de América Latina y otras regiones emergentes, como el Sudeste Asiático. Este análisis permitiría identificar si las barreras culturales y la falta de capital de crecimiento (*growth equity*), tan prevalentes en los testimonios de los gestores latinoamericanos, son un patrón común o una particularidad de la región. Finalmente, se propone investigar la viabilidad y adaptación de otras soluciones de liquidez no exploradas en profundidad en este trabajo de grado, tales como los mercados secundarios basados en tecnología blockchain (tokenización de activos) o las estructuras de adquisición por parte de empleados (EBOs), y su potencial para ofrecer salidas a compañías en la “zona gris” que no son candidatas a un *roll-up* o a una venta estratégica.

## REFERENCIAS

- Ahlstrom, D., & Bruton, G. D. (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>
- Andrade, R., & Pereira, A. (2023, November 13). *Venture Capital in Latin America: A Critical Look at the 'Cayman Sandwich' Structure*. Oxford Business Law Blog. <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2023/11/venture-capital-latin-america-critical-look-cayman-sandwich-structure#:~:text=Moreover%2C%20since%20in%20Latam%20most,the%20costs%20for%20the%20startup>
- Atlantico. (2025). *Latin America Digital Transformation Report 2025*. Atlantico. <https://www.atlantico.vc/latin-america-digital-transformation-report-2025>
- Blas, P., Catalano, F., Joo Choe, G., & Doboïn, R. (2024). *Fundraising for Venture Capital Funds in Latin America and the Caribbean 2024 Report*. IDB LAB. <https://www.bidlab.org/>
- Baker, A. (2025). *The Transformative Power of Venture Capital in Latin America*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=5095827>; <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5095827>
- Brown, G., & Volckmann, W. (2025). *Evergreen vs. Drawdown Funds: Risk, Returns and Cash Flows*. Institute for Private Capital. [https://uncipc.org/wp-content/uploads/2025/06/Evergreen\\_vs\\_Drawdown\\_Jun-11-2025.pdf](https://uncipc.org/wp-content/uploads/2025/06/Evergreen_vs_Drawdown_Jun-11-2025.pdf)
- Cambridge Learner's Dictionary. (n. d.). *Start-up*. Cambridge University Press. <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/learner-english/start-up>
- Iturri, J. C. (2014). *Formas de trabajo de fondos de inversión de impacto en Latinoamérica*. Fundação Telefônica Vivo. <https://www.fundacaotelefonicavivo.org.br/wp-content/uploads/pdfs/Foro-Latinoamericano-de-Inversion-de-Impacto.pdf>
- Castellanos, A. (2024). *Ecosistema de Venture Capital y Growth Equity en LATAM*. Glisco Partners. <https://gliscopartners.com/wp-content/uploads/2024/09/Ecosistema-de-Venture-Capital-y-Growth-Equity-en-LATAM-2024.pdf>
- CB Insights. (2025). *State of Venture 2025*. CB Insights.

- Clauset, A., Rohilla Shalizi, C., & J Newman, M. E. (2009). Power-Law Distributions in Empirical Data. *SIAM*, 51(4), 659-807. <https://doi.org/10.1137/070710111>
- Creswell, J. W. (n.d.). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (4th ed.). SAGE. [https://www.ucg.ac.me/skladiste/blog\\_609332/objava\\_105202/fajlovi/Creswell.pdf#page=22.10](https://www.ucg.ac.me/skladiste/blog_609332/objava_105202/fajlovi/Creswell.pdf#page=22.10)
- Crunchbase. (2025, May 11). *The Crunchbase Unicorn Board*. Crunchbase News. <https://news.crunchbase.com/unicorn-company-list/>
- Cuantico. (2025). *Latin America Venture Capital Report 2025*. Cuantico. <https://docsend.com/view/u76aen2ekkwgy2n8>
- De Carvalho, A. G., Gallucci Netto, H., & Sampaio, J. O. (2012). Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Recent Evolution. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/SSRN.1996729>
- Driscoll, S. (2023, January 5). Legal Matters: Arthur Rock on the Early Venture Capital Decisions That Sparked Decades of Innovation. *Stanford Lawyer*, 107. <https://law.stanford.edu/stanford-lawyer/articles/legal-matters-arthur-rock-on-the-early-venture-capital-decisions-that-sparked-decades-of-innovation/>
- Dubil, R. (2002). Optimal Liquidation of Venture Capital Stakes. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 7(2), 65-82. <https://doi.org/10.57229/2373-1761.1091>
- E. Ante, S. (2008). *Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital*. Harvard Business Press.
- Fan, J. S. (2022, December 2). Nontraditional Investors. *BYU Law Review*, 48(2). <https://digitalcommons.law.byu.edu/lawreviewAvailableat:https://digitalcommons.law.byu.edu/lawreview/vol48/iss2/7>
- Gabaix, X. (2009). Power laws in economics and finance. *Annu. Rev. Econ.*, 1(1), 255-294. <https://doi.org/10.1146/annurev.economics.050708.142940>
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/J.JFINECO.2019.06.011>
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2016). *How Do Venture Capitalists Make Decisions?* <https://doi.org/10.3386/w22587>

- Handal, V., Li, L., & Ritsko, N. (2024, September 25). *Research Validates Growing Adoption of Continuation Transactions*. HarbourVest Partners. <https://www.harbourvest.com/insights-news/insights/research-validates-growing-adoption-of-continuation-transactions/#:~:text=Continuation%20funds%20have%20grown%20exponentially,the%20strongest%20performing%20assets%20in>
- Hsu, D. H., & Kenney, M. (2005). Organizing venture capital: The rise and demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973. *Industrial and Corporate Change*, 14(4), 579-616. <https://doi.org/10.1093/icc/dth064>
- Ibrahim, D. M. (2012). The new exit in venture capital. *Vand. L. Rev.*, 65(1). <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1326&context=vlr>
- IDB Invest. (2020). *Latin America Venture Debt Growth Fund*. IDB Invest. <https://idbinvest.org/en/projects/latin-america-venture-debt-growth-fund#:~:text=The%20Latin%20America%20Venture%20Debt,ii%29%20up>
- Kastiel, K., & Nili, Y. (2024). *The Rise of Private Equity Continuation Funds*. ECGI Global. <https://ecgi.global/content/working-papers>
- Katz, S., Algarin, M., & Hernandez, E. (2021). *Structuring for Exit New Approaches for Private Capital in Latin America*. IDB. <http://www.iadb.org>
- LAVCA. (2024). *LAVCA VC Exits in Latin America 2013-Q4 2024*. LAVCA.
- LAVCA. (2025a). *2024 LAVCA Industry Data & Analysis*. LAVCA. <https://www.lavca.org/research/2024-lavca-trends-in-tech/>
- LAVCA. (2025b). *Latin America Venture Capital Report 2025*. LAVCA.
- LAVCA. (2025). *LAVCA's 2025 Trends in Tech*. LAVCA. [https://www.lavca.org/wp-content/uploads/2025/02/LAVCA\\_Trends-in-Tech-2025.pdf](https://www.lavca.org/wp-content/uploads/2025/02/LAVCA_Trends-in-Tech-2025.pdf)
- Lavoie, G. (2015). *Should Private Venture Capital Fund Managers Import the Mutual Fund's and Hedge Fund's Open-Ended Structure?* [Doctoral dissertation, HEC Montreal].
- Linnovate Partners. (2024). *How Evergreen Funds are Changing the Venture Capital and Private Equity Landscape Whitepaper*.

- Mallaby, S. (2022). *The Power Law: Venture Capital and the Making of the New Future*. Penguin Press.
- Marathon Ventures. (2022, April 25). *Cómo Rappi cataliza un ecosistema*. Forbes. <https://forbes.co/2022/04/25/red-forbes/como-rappi-cataliza-un-ecosistema>
- NAV-Based Facilities Guidance for Limited Partners and General Partners*. (2024a). Institutional Limited Partners Association (ILPA).
- NAV-Based Facilities Guidance for Limited Partners and General Partners*. (2024b). <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2024/07/ILPA-Guidance-on-NAV-Facilities-2024.pdf>
- Newsome, P. (2024). *The sting in the tail*. Unigestion. <https://www.unigestion.com/insights/the-sting-in-the-tail/#:~:text=Perhaps%20more%20concerning%20is%20that,vintages%20older%20than%20six%20years>
- Nicholas, T. (2019). *VC: an American history*. Harvard University Press.
- Nicholas, T., & Abernathy, W. J. (2016). *The Origins of High-Tech Venture Investing in America*. KPMG.
- OECD. (n. d.). *Equity Market Development in Latin America Enhancing Access to Corporate Finance*. OECD. [https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2019/12/equity-market-development-in-latin-america\\_00653523/6e67cc60-en.pdf](https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2019/12/equity-market-development-in-latin-america_00653523/6e67cc60-en.pdf)
- OECD. (2023). *OECD Data Explorer*. OECD. [https://data-explorer.oecd.org/vis?fs\[0\]=Topic%2C0%7CFinance%20and%20investment%23FIN%23&fs\[1\]=Topic%2C1%7CIndustry%252C%20business%20and%20entrepreneurship%23STI%23%7CSMEs%20and%20entrepreneurship%23STI\\_ENT%23&pg=0&fc=Topic&snb=1&vw=tb&df\[ds\]=dsDisseminateFinalDMZ&df\[id\]=DSD\\_VC%40DF\\_VC\\_INV&df\[ag\]=OECD.SDD.TPS&df\[vs\]=1.0&dq=USA..\\_T.PT\\_B1GQ.A&pd=2023%2C&to\[TIME\\_PERIOD\]=false](https://data-explorer.oecd.org/vis?fs[0]=Topic%2C0%7CFinance%20and%20investment%23FIN%23&fs[1]=Topic%2C1%7CIndustry%252C%20business%20and%20entrepreneurship%23STI%23%7CSMEs%20and%20entrepreneurship%23STI_ENT%23&pg=0&fc=Topic&snb=1&vw=tb&df[ds]=dsDisseminateFinalDMZ&df[id]=DSD_VC%40DF_VC_INV&df[ag]=OECD.SDD.TPS&df[vs]=1.0&dq=USA.._T.PT_B1GQ.A&pd=2023%2C&to[TIME_PERIOD]=false)
- OECD et al. (2024). *Latin American Economic Outlook 2024*. OECD. <https://doi.org/10.1787/c437947f-en>
- Othman, A. (2019). *Startup Growth and Venture Returns*. <https://angel.co/pdf/growth.pdf>

- Perritt Capital Managemnt. (n. d.). *Alternative to an Alternative: Active Microcap vs Private Equity*.
- Persky, J. (1992). Retrospectives Pareto's Law. *Journal of Economic Perspectives*, 6, 181-192.
- PitchBook. (2025). *Resultados de búsqueda personalizada en la plataforma PitchBook*. PitchBook. <https://my.pitchbook.com/?pcc=1218610-63>
- PitchBook (2025). *The 2024 Annual Global PE First Look*. PitchBook <https://pitchbook.com/news/reports/q4-2024-pitchbook-nvca-venture-monitor-first-look>
- Pulliam, S., & Eaglesham, J. (2012). *Investor Hazard: 'Zombie Funds'*. The Wall Street Journal.
- Ramos de la Vega, C., Fichter, A., & Chiu, J. (2025). *Trends in Global Tech*. Global Private Capital. [https://www.globalprivatecapital.org/app/uploads/2024/03/GPCA\\_2024-Trends-in-Global-Tech\\_vF.pdf](https://www.globalprivatecapital.org/app/uploads/2024/03/GPCA_2024-Trends-in-Global-Tech_vF.pdf)
- Riethmueller, S. (2021). Rise of the Zombies: The Significance of Venture Capital Investments That Are Not Profitable. *Houston Business and Tax Law Journal*, 22.
- Rodríguez Guzmán, G., Elorza, J. C., & Mejia, D. (2015). *Private equity y venture capital en América Latina*. Banco de Desarrollo de América Latina. <https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/823/FOLLETO%20N21%20FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Rozeira de Mariz, F. A., & Ferreira Savoia, R. F. (2005). Private Equity in Brazil: A Comparative Perspective. *Journal of Private Equity*. <http://ssrn.com/abstract=2498213>
- Rudolph, H. P., Gonzalez, J., & Miguel, F. (2023). *Venture Capital in Latin America and the Caribbean*. World Bank Group. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
- Stein, E. H., & Wagner, R. A. (2019). The development of venture capital in Latin America and the Caribbean: a comparative perspective. *CEPAL Review*, 128.
- Stephanie, M. S., Mariam, B., & Billy, T. (2022). *The Lauder Global Business Insight Report*. The Lauder Global Business Insight Report. <https://lauder.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2022/02/2022-Lauder-Report.pdf>

- The Editors of Encyclopaedia Britannica. (2025). *New Deal*. Encyclopaedia Britannica.  
<https://www.britannica.com/event/New-Deal>
- The Lauder Institute. (2022). *Private Equity in Latin America: Past, Present, and Future*.  
The Lauder Institute.
- Ting, J., Cobb, W., & Swilden, H. (2025, January 16). *Distinguishing between the VC  
Secondary versus PE Secondary markets*. Industry Ventures.  
<https://www.industryventures.com/insight/2023-2025e-how-big-is-the-secondary-market-for-venture-capital/>
- Ting, J., & Swildens, H. (n. d.). *How Big Is The Secondary Market For Venture Capital? An  
Updated View To A \$130 Billion Market*. Industry Ventures.  
<https://www.industryventures.com/wp-content/uploads/2023-2025E-How-Big-Is-the-Secondary-Market-for-Venture-Capital.pdf>
- Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), 131-139.

## ANEXOS

### **Anexo A. Corta historia del *Venture Capital* en Estado Unidos**

*El modelo de Venture Capital: fundamentos y lógica económica*

*Orígenes históricos: de ARDC a la estandarización de Silicon Valley*

Es fundamental describir de manera breve el origen del *Venture Capital* ya que será de gran utilidad al momento de recorrer este trabajo de grado y sus hallazgos. El capital de riesgo, o *Venture Capital* (VC), no es simplemente un mecanismo de financiación; es un ecosistema complejo con una filosofía de riesgo, una estructura de incentivos y un modelo económico particular, forjados en el contexto único de los Estados Unidos de la posguerra (Hsu & Kenney, 2005; Nicholas, 2019). Este modelo no surgió de un vacío, sino que es el producto de una evolución histórica específica, una “ruta de dependencia” que ha moldeado profundamente su funcionamiento actual. Comprender esta trayectoria es indispensable para diagnosticar por qué la simple transposición de este modelo a geografías con diferentes condiciones institucionales y de mercado, como América Latina, genera fricciones sistémicas que se manifiestan en desafíos crónicos de liquidez y en la proliferación de la denominada “zona gris”.

El análisis de los orígenes del VC revela que su ADN está codificado con principios de: i) alto riesgo; ii) paciencia a largo plazo; y iii) una búsqueda de retornos exponenciales. Estos principios, si bien han sido el motor de la innovación tecnológica del último medio siglo, también contienen las semillas de los problemas que aquí se propone investigar. Por lo tanto, un análisis de su lógica económica subyacente proporcionará parte del marco conceptual necesario para evaluar su adaptación y sus disfunciones en el contexto latinoamericano.

## *La génesis del Venture Capital moderno en Estados Unidos*

La industria del capital de riesgo, en su configuración contemporánea, es una invención estadounidense de mediados del siglo XX. Surgió de la confluencia de factores económicos, institucionales y culturales que generaron la necesidad de un mecanismo distinto para financiar la innovación.

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, la economía de Estados Unidos enfrentaba un panorama dual. Por un lado, una oleada de innovación tecnológica sin precedentes, apalancada en capacidades de I+D desarrolladas con fines bélicos; por otro, una generación de soldados, ingenieros y técnicos desmovilizados que retornaba con formación avanzada e ideas de negocio listas para ser llevadas al ámbito civil (Hsu & Kenney, 2005; Nicholas, 2019). El sistema financiero tradicional, sin embargo, carecía de los vehículos, redes e instrumentos para canalizar el capital hacia estos emprendimientos: los bancos comerciales, pilares de la financiación empresarial, operaban con criterios basados en activos tangibles y en historiales de flujo de caja, requisitos que las nuevas empresas tecnológicas no podían satisfacer (Hsu & Kenney, 2005). Este patrón, aún reconocible hoy en varios países de América Latina, dejaba un vacío que la naciente industria de *Venture Capital* vendría a cubrir.

La naturaleza de estas empresas emergentes puede sintetizarse en cuatro rasgos: (i) estaban fundadas sobre avances científico-tecnológicos acelerados durante la guerra, con la ambición de comercializarlos en el sector civil y, potencialmente, crear nuevas industrias (Ante, 2008; Hsu & Kenney, 2005); (ii) sus fundadores, a menudo ingenieros, científicos y técnicos, poseían un profundo conocimiento técnico e ideas disruptivas, pero carecían de experiencia empresarial formal y de capital propio suficiente (Ante, 2008); (iii) a diferencia de la firma industrial tradicional, su principal activo era la propiedad intelectual y el potencial de sus tecnologías, frecuentemente no probadas, lo que elevaba el riesgo y dificultaba el uso de garantías reales ante la banca (Hsu & Kenney, 2005); iv) al ser empresas nuevas también llamadas *start-ups*, palabra que viene del sentido de comenzar a hacer algo, en inglés *start something up* (Cambridge Learner's Dictionary, n. d.), no tenían un historial de flujos de caja positivos ni un mercado establecido para sus productos, criterios que los bancos comerciales consideraban indispensables para otorgar financiación. Se las consideraba “empresas

promocionales” para las cuales no existía un mercado líquido (Mallaby, 2022; Nicholas & Abernathy, 2016).

Entre 1933 y 1935, las reformas del New Deal reconfiguraron profundamente el sistema bancario y de inversiones en Estados Unidos. La separación funcional entre banca comercial y banca de inversión, establecida por el Banking Act de 1933 (The Editors of Encyclopaedia Britannica, 2025), y la creación del seguro federal de depósitos (FDIC) buscaron restaurar la confianza pública y contener el riesgo sistémico tras la Gran Depresión. En paralelo, el andamiaje de regulación y transparencia de los mercados se robusteció con el Securities Act de 1933 y el Securities Exchange Act de 1934 (que dio origen a la SEC) (The Editors of Encyclopaedia Britannica, 2025). Al mismo tiempo, un paquete de normas e iniciativas de política industrial y social, incluidas la National Industrial Recovery Act, los programas de obras públicas y la Social Security Act de 1935, promovió salarios mínimos, empleo público y mecanismos de protección social que ampliaron la red de seguridad ciudadana (The Editors of Encyclopaedia Britannica, 2025). Si bien este giro institucional elevó la estabilidad del sistema, también desincentivó la asunción de riesgos por parte de intermediarios tradicionales y dejó a muchos emprendedores, tecnológicamente disruptivos, pero sin patrimonio ni historial de flujos, en un callejón sin salida. Eran demasiado riesgosos para la banca y demasiado pequeños para los mercados públicos (Hsu & Kenney, 2005). Esto forzó la necesidad de un nuevo tipo de intermediario financiero, uno que estuviera dispuesto a asumir riesgos significativos a cambio de una participación en el potencial de crecimiento a largo plazo.

#### *Georges Doriot y la American Research and Development Corporation (ARDC)*

En este contexto emerge la figura de Georges Doriot, inmigrante francés y profesor de la Harvard Business School, ampliamente reconocido como el “padre del *venture capital*” (Ante, 2008; Mallaby, 2022). Doriot no era un financiero tradicional; su experiencia como Brigadier General en el Departamento de Intendencia del Ejército de EE. UU. durante la guerra le había proporcionado una perspectiva única sobre la sinergia entre la investigación científica, el desarrollo tecnológico y la producción industrial (Ante, 2008; Hsu & Kenney, 2005). Su filosofía de inversión trascendía la especulación financiera; concebía el capital de

riesgo como un instrumento para “construir hombres y compañías”, es decir, un compromiso de largo plazo para acompañar a los emprendedores y convertir tecnologías emergentes en negocios sostenibles (Ante, 2008).

En 1946, Georges Doriot, junto con líderes cívicos y académicos, como el senador Ralph Flanders y el presidente del MIT, Karl Compton, fundaron la American Research and Development Corporation (ARDC) (Ante, 2008, pp. 105-147; Nicholas, 2019, pp. 107-144). La creación de ARDC constituyó un hito fundacional por al menos dos razones. Primero, fue una de las primeras firmas de capital de riesgo de carácter institucional que no dependía exclusivamente del patrimonio de familias adineradas, a diferencia de contemporáneas como J. H. Whitney & Company o Rockefeller Brothers (Ante, 2008, pp. 105-147; Nicholas, 2019, pp. 107-144). Segundo, la ARDC se estructuró como una corporación de inversión de oferta pública, lo que le permitió captar recursos de un espectro más amplio de inversionistas, incluyendo aseguradoras, fondos de pensiones y universidades, y, con ello, ampliar el acceso a esta clase de activo emergente (Kenney, s. f.).

La estructura de ARDC, sin embargo, tuvo que navegar un entorno regulatorio complejo. El *Investment Company Act of 1940* imponía restricciones a las compañías de inversión, limitando su capacidad para poseer participaciones significativas en otras empresas. ARDC tuvo que realizar esfuerzos de *lobbying* para obtener una exención que le permitiera operar como una entidad que “proporciona capital a la industria” y financia “empresas promocionales” y para las cuales no existía un mercado líquido, sentando un precedente para la regulación futura de la industria (Nicholas, 2019). Precisamente por estas complejidades, y por su naturaleza de corporación pública, Sebastian Mallaby argumenta que, aunque la ARDC fue el experimento temprano más serio, no sirvió como el modelo directo para los inversores de riesgo posteriores. Su estructura resultó ser menos ágil y efectiva para alinear incentivos que el modelo de Limited Partnership que más tarde dominaría en Silicon Valley (Mallaby, 2022, pp. 25-28).

### *La validación del modelo y el surgimiento de Silicon Valley*

Durante sus primeros años, la ARDC tuvo un desempeño modesto, con una cartera de inversiones que incluía tanto fracasos como éxitos limitados (Nicholas, 2019, pp. 107-144).

La viabilidad del enfoque de Doriot aún estaba por acreditarse. El punto de inflexión llegó en 1957 cuando dos ingenieros del Lincoln Laboratory del MIT, Kenneth Olsen y Harlan Anderson, presentaron a ARDC un plan de negocios de cuatro páginas para desarrollar computadoras más pequeñas, interactivas y asequibles frente a los *mainframes* dominantes. La firma invirtió USD \$70,000 en capital a cambio de una participación del 70 % en la nueva compañía, llamada Digital Equipment Corporation (DEC), y complementó la inversión con un préstamo de cercano a los US \$2 millones (Ante, 2008, pp. 148-150). Esta estructura, que combinaba una participación mayoritaria de capital con financiación de deuda, era característica de los primeros acuerdos de VC y reflejaba un enfoque de control y apoyo activo. La compañía creció a un ritmo poco común para la época, y tras su Oferta Pública Inicial (OPI) en agosto de 1966, la inversión original de US \$70,000 de ARDC se transformó en una participación valorada en más de US \$355 millones (Ante, 2008, pp. 148-150; Nicholas, 2019, pp. 107-144). Este retorno, que representaba una Tasa Interna de Retorno (TIR) anualizada de más del 100 %, se ha interpretado como la validación empírica del modelo: una sola inversión capaz de compensar una cartera con múltiples fracasos, consolidando la búsqueda de retornos asimétricos como principio rector de la industria (Ante, 2008).

Aunque la ARDC marca el inicio del VC institucional moderno, el historiador de Harvard Business School, Tom Nicholas, en su obra *VC: An American History*, argumenta que sus raíces son mucho más profundas y se encuentran en una larga tradición estadounidense de financiación de riesgo trazando un paralelismo entre la industria del VC y la financiación de las expediciones balleneras de Nueva Inglaterra en el siglo XIX (Nicholas, 2019, pp. 11-39). En la industria ballenera, los agentes actuaban de manera similar a los *General Partners* (GPs) de un fondo de VC, organizando la expedición y recaudando capital de inversores adinerados, que funcionaban como *Limited Partners* (LPs). Los contratos de compensación para el capitán y la tripulación, conocidos como *lay*, se basaban en un porcentaje de las ganancias del viaje, un símil directo de las opciones sobre acciones o *stock options* en inglés, para los emprendedores y empleados de un *start-up* (Nicholas, 2019, pp. 11-39). Más importante aún, la distribución de los retornos era altamente asimétrica: la mayoría de los viajes apenas cubrían sus costos o resultaban en pérdidas totales, pero unas pocas expediciones exitosas generaban fortunas que compensaban todas las demás. Esta

estructura de riesgo y recompensa, según Nicholas, demuestra que la mentalidad del VC es una continuación de un espíritu empresarial arraigado en la historia económica de Estados Unidos.

La estructura corporativa pública de ARDC, si bien fue innovadora para su época, finalmente demostró ser menos ágil y eficiente para alinear los incentivos que el modelo de *Limited Partnership*, que surgiría más tarde. La necesidad de responder a los accionistas públicos y las restricciones regulatorias crearon tensiones que el modelo de LP, con un horizonte de inversión a largo plazo y LPs pasivos, resolvería de manera más efectiva. Irónicamente, la estructura que Doriot pioneramente estableció contenía las semillas de su propia obsolescencia, habilitando el camino para la siguiente fase evolutiva de la industria en Silicon Valley. Esta mentalidad se convirtió en el fundamento psicológico y estratégico que más tarde se formalizaría en el concepto de la Ley de Potencia, o *Power Law*, y por extensión, en la alta tolerancia al fracaso y a la existencia de compañías zombis en los portafolios. La industria no se optimizó para tener una alta tasa de aciertos, sino para maximizar la magnitud de esos pocos y extraordinarios éxitos (Clauzet et al., 2009).

El año 1957 fue crucial no solo por la inversión de ARDC en DEC, sino también por un evento en la Costa Oeste que catalizaría la creación de Silicon Valley. Ocho rompieron con la cultura dominante de lealtad corporativa y empleo vitalicio para emprender un proyecto propio (Mallaby, 2022, pp. 18-39). Buscaron financiación en la Costa Este a través de la banca de inversión Hayden, Stone & Co., donde trabajaba un joven graduado de HBS, Arthur Rock. Al reconocer el potencial del equipo, Rock no les buscó un nuevo empleo: los convenció de fundar su propia empresa y consiguió un compromiso de inversión de USD 1,5 millones de Sherman Fairchild, industrial e inventor, para crear Fairchild Semiconductor (Mallaby, 2022, pp. 18-39). Este acuerdo es considerado por muchos como el “primer gran deal de VC” del Valle y marcó el inicio del desplazamiento del centro de gravedad de la industria hacia el oeste (Mallaby, 2022, pp. 18-39). Cautivado por el dinamismo de la región, Rock se mudó a California en 1961 y cofundó Davis & Rock, una de las primeras firmas de venture capital en lo que poco después sería denominado Silicon Valley (Driscoll, 2023).

El surgimiento de Silicon Valley trajo consigo un nuevo arquetipo de inversor, el “VC-tecnólogo”. A diferencia del modelo de Doriot, donde un financiero profesional invertía en tecnología, surgieron figuras como Eugene Kleiner, y más tarde Don Valentine (fundador

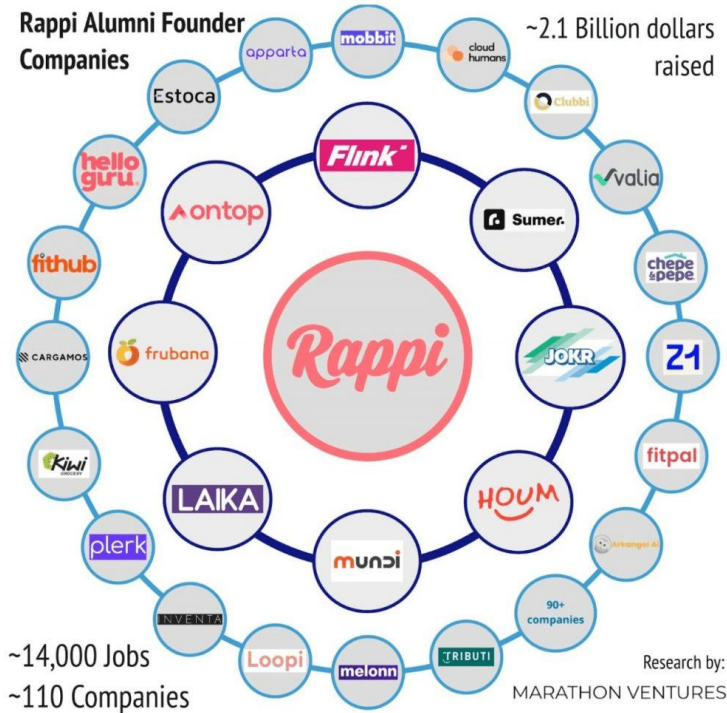
de Sequoia Capital), inversionistas que provenían del propio sector tecnológico y no del sector financiero. Muchos de ellos, habían trabajado en Fairchild Semiconductor, que se convirtió en un gestor de talento emprendedor y de inversión lo que permitió darle circularidad al sistema (Mallaby, 2022). A diferencia de los inversionistas tradicionales de la época, la experiencia operativa directa les permitió ofrecer valor más allá que solo capital. El concepto de *dinero inteligente*, o *smart money*, se consolidó, donde los VC se involucraban activamente en la estrategia, el reclutamiento de talento clave, el desarrollo de negocio y la gobernanza de sus compañías de portafolio (Driscoll, 2023; Mallaby, 2022). Esta filosofía se basa en una premisa fundamental que ha sido validada empíricamente por la investigación académica. En su artículo “How Do Venture Capitalists Make Decisions?”, los profesores Paul Gompers e Ilya A. Strebulaev, junto a sus coautores, encuestaron a cientos de VC y encontraron que el factor más importante en sus decisiones de inversión no es el producto o el mercado, sino la calidad y la capacidad del equipo fundador (Gompers, Gornall, Kaplan & Strebulaev, 2016). Los VC de Silicon Valley entendieron esto de manera intuitiva: ellos invertían en personas, no solo en ideas.

La cultura de *spin-offs* originada en Fairchild Semiconductor creó un círculo virtuoso y autorreforzante. Ingenieros que abandonaban una empresa para fundar la propia eran con frecuencia financiados por excolegas que reinvertían parte de la riqueza generada en ciclos previos en nuevos vehículos de VC. Un ejemplo paradigmático es el de Eugene Kleiner, quien participó en la financiación de Intel, fundada por sus excompañeros de Fairchild, Robert Noyce y Gordon Moore, a través del sindicato de inversión liderado por Arthur Rock (Mallaby, 2022, pp. 17-57). Este entramado social y profesional, denso y basado en confianza y conocimiento técnico compartido, redujo de manera sustantiva la asimetría de información y aceleró la toma de decisiones. Ese *capital relacional* se convirtió en una ventaja competitiva del ecosistema, un lubricante que hizo más eficiente el flujo del capital financiero y que ha sido notoriamente difícil de replicar en otras geografías.

En América Latina se observan destellos de dinámica similar. Rappi, compañía colombiana fundada por Simón Borrero, Sebastián Mejía, Felipe Villamizar y Andrés Bilbao, ha irradiado una “mafia” emprendedora en la que exalumnos de la firma han creado nuevas *start-ups* y, en varios casos, han invertido en ellas. Como se observa en la gráfica, “los exalumnos de Rappi han lanzado aproximadamente 110 empresas, 43 de las cuales están

respaldadas por empresas y, en conjunto, han recaudado más de US\$ 2B en fondos de capital de riesgo” (Marathon Ventures, 2022).

**Gráfica 19. Empresas lanzadas por Rappi**



Fuente: Ilustración tomada de <https://startupeable.com/glosario/mafia-startups/>

*La Institucionalización del Limited Partnership y las innovaciones contractuales*

Junto con este cambio cultural, se produjo una innovación estructural clave que fue la adopción generalizada del formato de *Limited Partnership* (LP) como el vehículo de inversión estándar de la industria (Hsu & Kenney, 2005). Esta estructura, a diferencia de la corporación pública de ARDC, demostró ser mucho más efectiva para alinear los incentivos de los inversores y los gestores en el contexto de inversiones ilíquidas y de alto riesgo. Los gestores del fondo, o *General Partners* (GPs), reciben una comisión de gestión anual (*management fee*, típicamente el 2 % del capital comprometido) para cubrir los costos operativos, y una participación significativa en los beneficios del fondo (*carried interest*, típicamente el 20 % de las ganancias) una vez que el capital inicial ha sido devuelto a los inversores. Los inversores, o *Limited Partners* (LPs), aportan la mayor parte del capital,

tienen una responsabilidad limitada a su inversión y, por lo general, no participan en la gestión diaria del fondo (Zider, 1998).

Además de la estructura del fondo, Silicon Valley estandarizó las prácticas contractuales dentro de las *start-ups*. Arthur Rock fue nuevamente un pionero en este ámbito, especialmente durante la fundación de Intel. Institucionalizó la práctica de otorgar opciones sobre acciones (*stock options*) a una amplia base de empleados, no solo a los altos ejecutivos. Esto convirtió a los empleados en propietarios y alineó sus intereses con el éxito a largo plazo de la empresa (Driscoll, 2023). Rock también estandarizó los términos de estas opciones, popularizando el período de adquisición de derechos (*vesting*) de cuatro años con un “precipicio” (*cliff*) de un año, lo que significa que un empleado debe permanecer en la empresa al menos un año para recibir cualquier acción, y cuatro años para recibir la totalidad. Estas prácticas, consideradas por algunos como la Carta Magna de la industria del VC, se convirtieron en la norma y fueron fundamentales para atraer, motivar y retener el talento de élite en un ecosistema altamente competitivo (Driscoll, 2023).

Esta estandarización de los contratos de VC fue un factor crucial para la escalabilidad de la industria. Creó un lenguaje común y un conjunto de expectativas compartidas entre emprendedores e inversores, lo que permitió que los acuerdos se negociaran y cerraran con mayor rapidez y eficiencia. Esta infraestructura “blanda” compuesta por un conjunto de normas legales y culturales demostró ser tan importante como la infraestructura pura del capital. Es precisamente esta infraestructura blanda la que a menudo está ausente en los ecosistemas de VC emergentes, lo que introduce mayores costos de transacción, incertidumbre y fricciones en el proceso de inversión.

## **Anexo B. Simulación *power law*, resultado y análisis**

En el análisis de los retornos de capital de riesgo, el múltiplo sobre el capital invertido o MOIC ( $X$ ) puede representarse, condicional a que no exista pérdida total, como una variable aleatoria de cola pesada. Una especificación común es la distribución Pareto Tipo I con parámetro de escala  $x_0 > 0$  y exponente de forma  $\zeta$ :

$$P(X > x) = \left(\frac{x_0}{x}\right)^\zeta, \quad x \geq x_0, \zeta > 0$$

Donde:

$X$ : es la variable de interés, que en el contexto de un portafolio de VC representa el múltiplo de retorno de una inversión individual o MOIC.

$x$ : es un valor específico de ese retorno (ej., 10x, 50x, 100x).

$\zeta$  (zeta) es el exponente de la ley de potencia, también conocido como el “exponente de Pareto”.

$x_0$ : umbral mínimo de la distribución de Pareto.

De la expresión anterior se derivan:

La función de distribución acumulada (CDF)  $F(x)$ , que indica la probabilidad de que la variable tome valores menores o iguales a  $x$ :

$$F(x) = 1 - \left(\frac{x_0}{x}\right)^\zeta,$$

La función de densidad de probabilidad (PDF)  $f(x)$ , que representa la probabilidad relativa de observar un valor específico de  $X$ :

$$f(x) = \zeta \frac{x_0^\zeta}{x^{\zeta+1}}, \quad x \geq x_0$$

La función cuantil  $Q(p)$  entrega el valor de  $x$  tal que la probabilidad acumulada es igual a  $p$ , es decir, el valor de  $X$  que corresponde al percentil  $p$  de la distribución:

$$Q(p) = x_0(1 - p)^{-1/\zeta}, \quad 0 < p < 1$$

El parámetro  $\zeta$  determina el grosor de la cola de la distribución. Un valor más bajo de  $\zeta$  implica una “cola más pesada”, lo que se traduce en una mayor probabilidad de que ocurran eventos extremadamente grandes (Gabaix, 2009). En VC esto significa que la mayoría de las inversiones generan retornos bajos o nulos, pero unas pocas (*outliers*) pueden producir múltiplos extraordinarios que dominan la rentabilidad del fondo.

La existencia de los momentos estadísticos de la distribución depende directamente del valor del exponente  $\zeta$ . En estadística, los momentos son medidas que permiten describir las propiedades fundamentales de una distribución de probabilidad (Gabaix, 2009): i) el primer momento corresponde a la media ( $E[X]$ ) (valor esperado); ii) el segundo momento central a la varianza  $Var(X)$  (medida de dispersión); iii) mientras que los de orden superior recogen aspectos como la asimetría y la curtosis.

En el caso específico de las distribuciones de Ley de Potencia, y en particular de la distribución de Pareto, no todos los momentos existen para todo valor de  $\zeta$ . De acuerdo con Clauset, Shalizi y Newman (2009), cuando  $\zeta \leq 1$  no existe la media, lo que implica que el valor esperado es infinito; en el rango  $1 < \zeta \leq 2$  la media es finita pero la varianza es infinita, lo que refleja una dispersión tan grande que no puede resumirse con una medida estable; y solo a partir de  $\zeta > 2$  ambos momentos son finitos, lo que permite caracterizar la distribución con mayor previsibilidad. Esta clasificación matemática resulta esencial para comprender las diferencias entre las etapas de inversión en *Venture Capital*. En fases tempranas, donde empíricamente se observan valores bajos de  $\zeta$ , los retornos están dominados por pocos casos extremos y las métricas convencionales pierden poder descriptivo. En fases tardías, con valores más altos de  $\zeta$ , los retornos tienden a estabilizarse, lo que acerca su comportamiento al de activos financieros tradicionales.

La conexión con la evidencia empírica presentada por Othman (2019) muestra que los retornos efectivos de las inversiones ganadoras, medidos como tasas internas de retorno ( $Y = 1 + r$ ), siguen una distribución de potencia con parámetro  $A > 1$ . Si se considera la duración efectiva de la inversión como  $t$ , el múltiplo se define como  $X = (1 + r)^t$ . Un cambio de variable permite demostrar que  $X$  también sigue una ley de potencia, pero con un exponente ajustado por el horizonte temporal (Othman, 2019):

$$\alpha = \frac{A + t - 1}{t}$$

Donde:

$A$ : es el parámetro empírico mayor que 1.

$\alpha$ : exponente ajustado del MOIC como parámetro que describe la severidad de la cola de distribución de los múltiplos de inversión una vez tomada la duración de la inversión.

$t$ : duración de la inversión.

En este contexto, si  $t = 1$  el exponente del MOIC coincide con el de la TIR, mientras que a medida que  $t$  aumenta,  $\alpha$  disminuye, produciendo colas más pesadas y un aumento en la probabilidad de retornos extremos. Othman (2019) observa, además, que la TIR decrece con la edad de la compañía, presentando una correlación negativa entre retorno y duración. Para modelar este efecto, se introduce una función de contracción temporal  $c(\cdot)$ , creciente y cóncava, que transforma la duración calendario en tiempo efectivo:

$$\Delta c = c(t_0 + d) - c(t_0)$$

Donde:

$c(\cdot)$ : función creciente y cóncava que transforma tiempo calendario en tiempo efectivo.

$t_0$ : momento inicial de la inversión.

$d$ : duración en años adicionales.

$\Delta c$ : tiempo efectivo transcurrido.

Sustituyendo en la expresión anterior, el exponente ajustado resulta:

$$\alpha(t_0, d) = \frac{(A + \Delta c - 1)}{\Delta c}$$

Este planteamiento formaliza que la contribución marginal de cada año adicional de operación disminuye, y que la distribución de retornos se normaliza conforme la empresa madura.

El marco permite establecer una clasificación empírica que se superpone con la clasificación matemática. En inversiones *Seed*, después de aproximadamente cinco años efectivos, se observa que  $\alpha < 2$ , lo que implica que la media no está acotada. En Series A/B, el exponente suele ubicarse en el rango  $2 < \alpha < 3$ , donde la media es finita pero la varianza es infinita. Finalmente, en etapas tardías (*Later Stage*), con  $\alpha > 3$ , tanto la media como la

varianza son finitas, lo que acerca el comportamiento de los retornos al de activos tradicionales o más maduros.

Si se considera un portafolio de  $N$  inversiones homogéneas, el múltiplo agregado puede expresarse como:

$$MOIC_{pf} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N X_i$$

Para incluir la posibilidad de pérdidas totales, se introduce una probabilidad  $q_{loss}$ , de forma que con probabilidad  $q_{loss}$  el retorno es nulo (probabilidad de pérdida total  $X = 0$ ) y con probabilidad  $1 - q_{loss}$  sigue una distribución Pareto. Bajo esta especificación, la probabilidad de que una inversión supere un umbral  $T \geq x_0$  es:

$$p_T = (1 - q_{loss}) \left(\frac{x_0}{T}\right)^\zeta$$

La probabilidad de que al menos una inversión del portafolio exceda ese valor ( $T$ ) se obtiene como:

$$Pr\left(\max_{1 \leq i \leq N} X_i > T\right) = 1 - (1 - p_T)^N$$

y el número esperado de inversiones que superen el umbral es:

$$E\left[\sum_{i=1}^N \mathbf{1}\{X_i > T\}\right] = N p_T.$$

Este resultado formaliza la intuición central del capital de riesgo donde, en etapas *Seed*, la pérdida de un único éxito potencial implica un costo teórico ilimitado; en etapas intermedias, aunque la media existe, la varianza infinita mantiene el predominio de los *outliers*; y en fases tardías, con momentos finitos, la distribución de retornos se asemeja a la de activos convencionales, lo cual habilita el uso de métricas tradicionales de riesgo-retorno.

En particular, la mediana se obtiene para  $p = 0.5$ :

$$m = Q(0.5) = x_0 2^{1/\zeta}.$$

La existencia de momentos depende del valor de  $\zeta$ . Media ( $E[X]$ ) es finita y por ende  $X$  solo existe si  $\zeta > 1$ :

$$E[X] = \frac{\zeta x_0}{\zeta - 1},$$

mientras que la varianza solo existe si  $\zeta > 2$ :

$$\text{Var}(X) = \frac{\zeta x_0^2}{(\zeta - 1)^2(\zeta - 2)}.$$

Donde:

$m$ : mediana.

$E[X]$ : media.

$\text{Var}(X)$ : varianza.

$b1\{\cdot\}$ : función indicadora que toma valor 1 si la condición se cumple y 0 en caso contrario.

$N$ : número total de inversiones en el portafolio.

En el caso relevante para *Venture Capital*, con  $\zeta$  cercano a 2, la media es finita pero la varianza tiende a infinito, lo que refleja matemáticamente la intuición de que pocos retornos excepcionales dominan el comportamiento agregado del portafolio. Este marco matemático formaliza el fenómeno central del capital de riesgo donde la mayoría de las inversiones producen retornos bajos o nulos, pero la existencia de colas pesadas garantiza que, con una probabilidad no despreciable, uno o dos casos extraordinarios definan la rentabilidad total del fondo.

Cálculo:

```
import numpy as np
```

```
import pandas as pd
```

```
import matplotlib.pyplot as plt
```

```
# =====
```

```

# Parámetros globales
# =====
N    = 30      # inversiones por simulación
M    = 1000    # simulaciones promediadas por serie
I    = 1000000 # USD por inversión
x0   = 1.0     # mínimo de Pareto para MOIC condicional
rng  = np.random.default_rng(40) # semilla reproducible

# Series/etapas: ajusta zeta ( $\alpha$ ) y q_loss (masa en 0) por etapa
SERIES = {
    "Seed (largo plazo)": dict(zeta=1.6, q_loss=0.55), #  $\alpha < 2 \rightarrow$  colas muy pesadas
    "Series A/B":      dict(zeta=2.2, q_loss=0.45), #  $2 < \alpha < 3 \rightarrow$  media finita, varianza
infinita
    "Late stage":     dict(zeta=3.5, q_loss=0.30), #  $\alpha > 3 \rightarrow$  momentos finitos
}

# Bins para el MOIC del portafolio (rango fijo) y grilla para la CCDF
bins    = np.array([0, 1, 2, 3, 5, 10, 25, 50, 100], dtype=float) # MOIC de portafolio
x_grid  = np.linspace(1.0, 100.0, 200) # para CCDF individual

# =====
# Funciones (mismo naming que tu código)
# =====
def sample_multiples(N, x0, zeta, q_loss, rng):
    """Simula N múltiplos MOIC con mezcla: masa en 0 con prob q_loss y Pareto(x0,
zeta) en no pérdida."""
    losses = rng.random(N) < q_loss
    u = rng.random(N)
    pareto_draws = x0 * (1.0 - u)**(-1.0 / zeta) # Q(u) de Pareto Tipo I
    return np.where(losses, 0.0, pareto_draws)

```

```

def ccdf_mixture(x, x0, zeta, q_loss):
    """CCDF teórica de la mezcla:  $(1-q\_loss)*(x0/x)^zeta$  para  $x \geq x0$ ; constante  $(1-q\_loss)$  para  $x < x0$ ."""
    x = np.asarray(x, dtype=float)
    ccdf = np.empty_like(x, dtype=float)
    ccdf[x <= 0] = 1.0 - q_loss
    ccdf[(x > 0) & (x < x0)] = 1.0 - q_loss
    mask_tail = x >= x0
    ccdf[mask_tail] = (1.0 - q_loss) * (x0 / x[mask_tail])**zeta
    return ccdf

def empirical_ccdf(x, grid):
    """CCDF empírica evaluada en grid:  $P(X > \text{grid}_j)$  calculada sobre los MOIC individuales."""
    return (x[:, None] > grid[None, :]).mean(axis=0)

# =====
# Estilo APA (simple y limpio)
# =====

plt.rcParams.update({
    "font.size": 11,
    "axes.titlesize": 12,
    "axes.labelsize": 11,
    "axes.edgecolor": "black",
    "grid.color": "0.8",
    "grid.linestyle": "--",
    "grid.linewidth": 0.5,
    "axes.facecolor": "white"
})

# =====

```

```

# Loop por serie: una figura 1×2 por etapa
# =====
resumen_rows = []

for serie, pars in SERIES.items():
    zeta = pars["zeta"]
    q_loss = pars["q_loss"]

    # Acumuladores para promediar sobre M simulaciones
    ccdf_sum = np.zeros_like(x_grid)
    bins_sum = np.zeros(len(bins) - 1, dtype=float) # bins del MOIC de portafolio
    moic_port_values = [] # para promedio y métricas

    # --- Simulación promediada ---
    for m in range(M):
        x = sample_multiples(N, x0, zeta, q_loss, rng) # MOIC individuales
        ccdf_sum += empirical_ccdf(x, x_grid) # CCDF empírica individual

        moic_port = x.mean() # MOIC del portafolio (30 inversiones)
        moic_port_values.append(moic_port)
        hist_port, _ = np.histogram([moic_port], bins=bins)
        bins_sum += hist_port

    ccdf_emp = ccdf_sum / M
    bins_avg = bins_sum / M # proporción por bin (una obs. por simulación)
    moic_port_values = np.array(moic_port_values)

    # Métricas para la tabla/resumen
    p_gt_10_emp = (x > 10).mean() if 'x' in locals() else np.nan
    p_gt_10_the = ccdf_mixture(np.array([10.0]), x0, zeta, q_loss)[0]
    moic_port_prom = float(moic_port_values.mean())

```

```
capital_prom = N * I # es constante, pero lo dejamos explícito
```

```
resumen_rows.append({
    "Serie": serie,
    "zeta": zeta,
    "q_loss": q_loss,
    "Capital invertido promedio (USD)": capital_prom,
    "MOIC del portafolio promedio": round(moic_port_prom, 4),
    "P(X>10) empírica": round(float(p_gt_10_emp), 6),
    "P(X>10) teórica": round(float(p_gt_10_the), 6),
})

# =====
# Figura 1×2 (formato de referencia)
# =====

fig, axes = plt.subplots(1, 2, figsize=(12, 4.6))

# --- Panel izquierdo: CCDF teórica vs empírica (MOIC individual) ---
axes[0].plot(x_grid, ccdf_mixture(x_grid, x0, zeta, q_loss),
             label="CCDF teórica", color="black")
axes[0].plot(x_grid, ccdf_emp, "--", label="CCDF empírica", color="gray")
axes[0].set_yscale("log")
axes[0].set_xlabel("x (múltiplo)")
axes[0].set_ylabel("P(X > x)")
axes[0].set_title("CCDF: Teórica vs Empírica")
axes[0].legend(frameon=False)
axes[0].grid(True, which="both")

# --- Panel derecho: Distribución por bins (MOIC del portafolio) ---
bin_labels = [f"{int(bins[i])}–{int(bins[i+1])}x" for i in range(len(bins)-1)]
axes[1].bar(bin_labels, bins_avg, color="lightgray", edgecolor="black")
```

```

axes[1].set_xlabel("Rango de múltiplos (MOIC del portafolio)")
axes[1].set_ylabel("Proporción promedio")
axes[1].set_title("Distribución promedio por bins")
axes[1].grid(axis="y")

# --- Anotación bajo la figura: Capital vs MOIC del portafolio promedio ---
fig.suptitle(serie, fontsize=13)
txt = (f"Capital invertido promedio: USD {capital_prom:,.0f} | "
      f"MOIC del portafolio promedio: {moic_port_prom:.3f}")
# Colocar texto centrado al pie de la figura
fig.text(0.5, -0.02, txt, ha='center', va='top', fontsize=10)

plt.tight_layout()
plt.show()

# =====
# Tabla resumen en consola
# =====
df_resumen = pd.DataFrame(resumen_rows)
print("\nResumen por serie:")
print(df_resumen.to_string(index=False))

```

### *Evidencia empírica de la Ley de la Potencia aplicada a Venture Capital*

A continuación, se presenta una simulación Monte Carlo implementada con fines ilustrativos para modelar los efectos de la Ley de Potencia (*Power Law*) sobre los retornos de un portafolio de *Venture Capital*. Se presentan las variables utilizadas y los resultados que informan la discusión empírica del marco teórico.

Cada portafolio está compuesto por  $N = 30$  inversiones independientes y de igual tamaño, con un monto unitario  $I = 1,000,000$  USD (capital total de USD \$30 millones por portafolio). Para estabilizar las estimaciones empíricas se corrió  $M = 1000$  por escenario,

suponiendo que son 1000 fondos con la misma estrategia de inversión en términos de tiket promedio o  $I$ , número de inversiones o  $N$  invirtiendo en la misma etapa, promediando los resultados. Se presentan tres etapas con parámetros consistentes con la literatura y el comportamiento estilizado del VC.

**Tabla 14. Etapas con parámetros consistentes con la literatura y el comportamiento estilizado del VC**

<b>Etapa</b>	<b>VARIABLES DE ENTRADA</b>
<b>Seed</b>	$\zeta = 1.6$ y $qloss = 0.55$
<b>Series A/B</b>	$\zeta = 2.2$ y $qloss = 0.45$
<b>Late stage</b>	$\zeta = 3.5$ y $qloss = 0.30$

Fuente: Elaboración propia, con variables incluidas en la simulación.

A continuación, cada etapa se muestra con su respectiva gráfica: i) función de distribución acumulativa complementaria (CCDF) también conocida como función de supervivencia teórica vs. empírica del múltiplo individual (panel izquierdo); y ii) distribución del MOIC del portafolio por rangos fijos  $[0,1x), [1,2x), [2,3x), [3,5x), [5,10x), [10,25x), [25,50x), [50,100x)$  (panel derecho). Al pie de cada ilustración se reporta el capital invertido promedio (US\$ 30 M) y el MOIC del portafolio promedio (promedio de las M corridas).

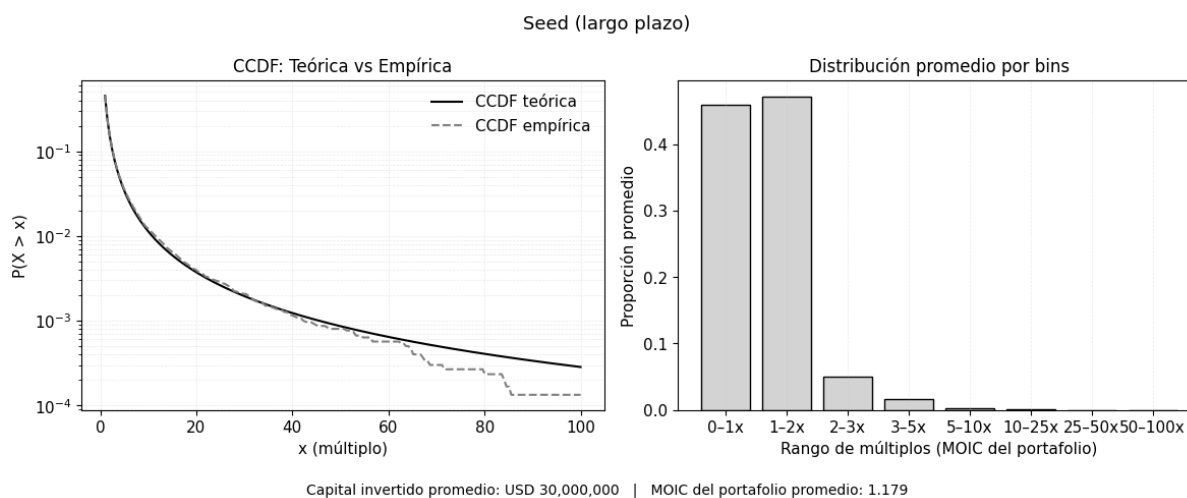
### *Escenarios y resultados*

- Seed (largo plazo)

En este escenario se fijó  $\zeta = 1.6$  y  $qloss = 0.55$ , lo cual captura una alta tasa de fracaso y una cola extremadamente pesada ( $\zeta < 2$ ). En términos teóricos, ello implica que la media de la distribución no está acotada; en la práctica, el desempeño del portafolio depende de la ocurrencia (poco frecuente) de uno o dos éxitos extraordinarios. La CCDF empírica replica adecuadamente la pendiente prevista por la función teórica en escala logarítmica, confirmando la presencia de cola gruesa. En la distribución del MOIC del portafolio, la masa se concentra en  $[0,1x)$  y  $[1,2x)$ , aunque aparecen, con baja probabilidad, realizaciones que alcanzan rangos superiores (hasta  $[5,10x)$ ). El capital invertido promedio asciende a US\$ 30

millones y el MOIC del portafolio promedio es consistente con un resultado cercano a 1x-1.3x, acompañado de alta dispersión entre simulaciones.

## Gráfica 20. Seed (largo plazo)



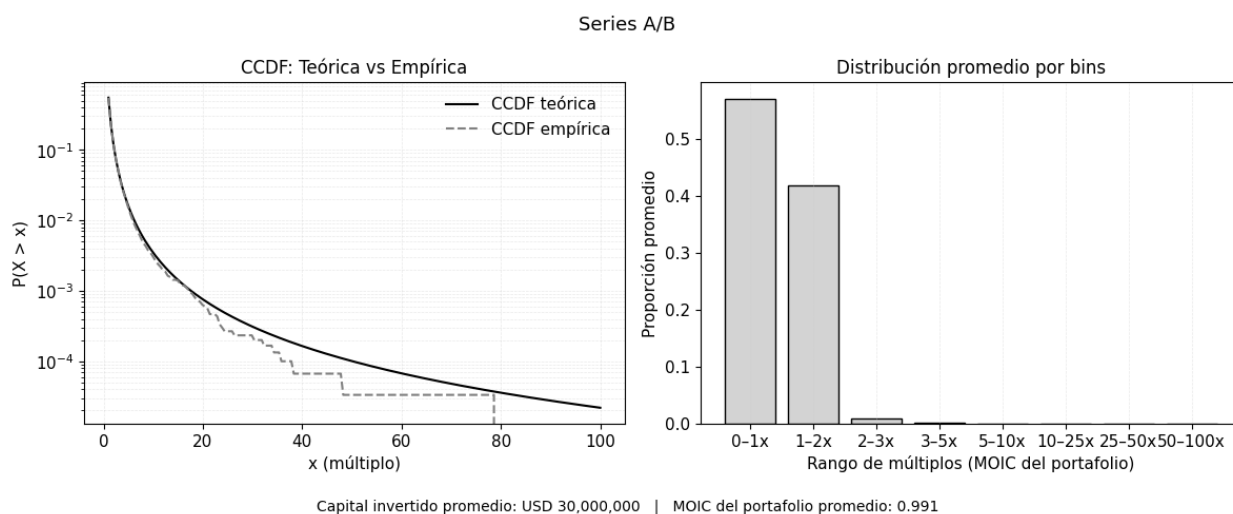
Nota: [Seed. Panel izquierdo: CCDF teórica vs. empírica; panel derecho: distribución por bins del MOIC del portafolio. El pie de la ilustración reporta “Capital invertido promedio” y “MOIC del portafolio promedio”, generados automáticamente por el script.]

Fuente: Elaboración propia.

- Series A/B

Para Series A/B se utilizaron  $\zeta = 2.2$  y  $q_{loss} = 0.45$ . Este es un régimen intermedio en el que la media es finita pero la varianza puede ser muy elevada ( $2 < \zeta < 3$ ). Empíricamente, la CCDF muestra una cola aún pesada, aunque claramente más delgada que en Seed, lo que reduce la dependencia extrema de *outliers*. En la distribución del MOIC del portafolio, la masa se desplaza hacia [1,2x) y [2,3x), con realizaciones ocasionales en [3,5x) y, más raramente [5,10x). Con estos parámetros, más cola que en etapas maduras (*Late Stage*) y más pérdidas, el MOIC promedio del portafolio aparece comparable o ligeramente superior al de la etapa tardía, según la semilla y el número de corridas; el mecanismo económico es claro: una cola más pesada puede compensar una mayor tasa de pérdidas a través de unos pocos múltiplos altos que empujan el promedio agregado.

## Gráfica 21. Series A/B



Nota: [Series A/B. panel izquierdo: CCDF teórica vs. empírica; panel derecho: distribución por bins del MOIC del portafolio, con pie de figura.].

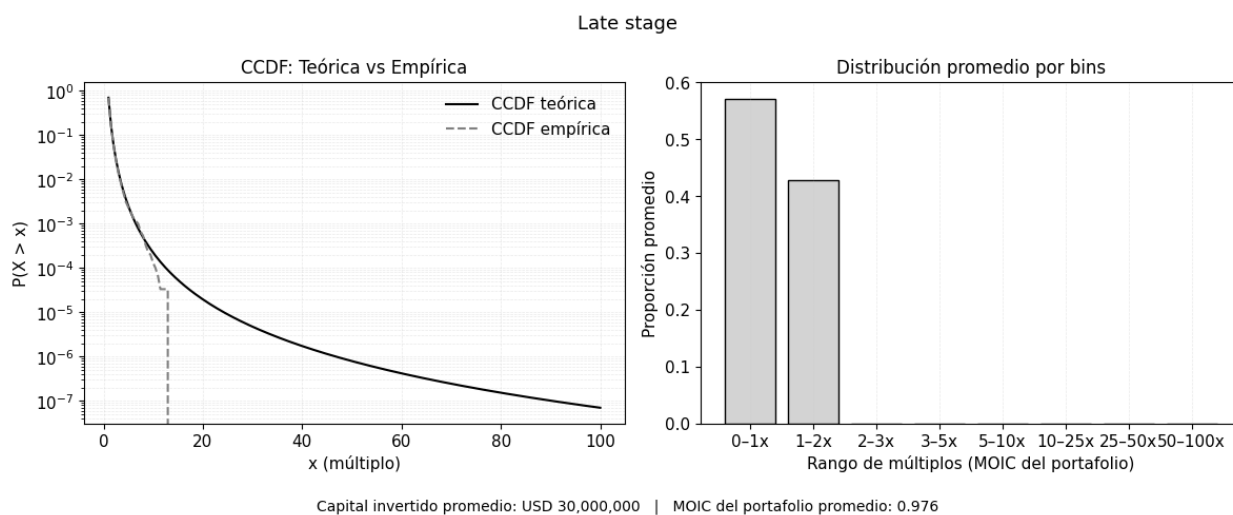
Fuente: Elaboración propia.

En el caso de la etapa *Seed*, la evidencia empírica muestra que más de la mitad de las inversiones terminan en pérdida total y que la probabilidad de observar retornos extraordinarios es baja pero determinante. Son precisamente estos casos extremos los que permiten que el MOIC promedio del portafolio se sitúe en torno a 1.2 veces sobre el capital invertido de treinta millones de dólares.

- Late Stage

En la etapa tardía se fijó  $\zeta = 3.5$  y  $q_{loss} = 0.30$ . La cola delgada  $\zeta > 3$  y la menor probabilidad de pérdida generan una distribución más estable, con momentos finitos y escasa incidencia de retornos extremos. La CCDF empírica cae con rapidez, en línea con la función teórica, y la distribución del MOIC del portafolio se concentra en  $[1,2x)$  y  $[2,3x)$ , con muy poca masa por encima de  $[3,5x)$ . La menor volatilidad relativa caracteriza a esta etapa y explica por qué, aunque los *home runs* son raros, la consistencia de retornos moderados sostiene un MOIC promedio robusto.

## Gráfica 22. Late Stage



Nota: [Late stage. Panel izquierdo: CCDF teórica vs. empírica; panel derecho: distribución por bins del MOIC del portafolio].

Fuente: Elaboración propia.

La evidencia histórica y los ejercicios de simulación convergen en una misma idea: el capital de riesgo está gobernado por distribuciones de cola pesada. En la práctica, esto significa que la rentabilidad de un fondo no se explica por la media de muchos aciertos moderados, sino por la aparición poco frecuente de unos pocos éxitos extraordinarios que pagan el portafolio entero. El marco propuesto con *qloss*, capturando la alta incidencia de fracasos y  $\zeta$  determinando el grosor de la cola, permite ordenar las etapas: i) *Seed* depende casi por completo de *outliers* (con  $\zeta < 2$ ); ii) Series A/B mantiene colas pesadas con media finita, pero varianza relevante  $2 < \zeta < 3$ ; y *Late Stage* presenta colas delgadas y resultados más predecibles  $\zeta > 3$ . Esto justifica la inversión en ideas de alto riesgo y con un alto nivel de incertidumbre, y la valoración de empresas en etapas tempranas basándose en su mercado potencial total (Total Addressable Market - TAM) en lugar de en sus métricas financieras actuales. El objetivo no es evitar perder US \$1 millón, sino no perder la oportunidad de ganar US \$1billón (Kastiel & Nili, 2024).

Sin embargo, esta estructura hace probabilísticamente difícil ser un buen inversionista en *Venture Capital*. Primero, porque con *qloss* elevados (entre 30 % y 55 %, pero podría ser mayor) la mediana de resultados por inversión se sitúa cerca de 1x o por debajo, mientras el promedio del fondo depende de eventos raros en la cola derecha. Segundo, porque el tamaño

efectivo de muestra por fondo es bajo (en este caso fue de  $N \approx 30$ , pero puede ser menor ya que existen fondos más concentrados que invierten entre 12-15 compañías o menos), de modo que, incluso estrategias idénticas, pueden producir trayectorias muy dispares por simple riesgo de muestreo. Basta con que un portafolio no tome uno de los pocos éxitos sistémicos para que su desempeño quede por detrás del de sus pares. Tercero, porque el horizonte y el *timing* importan: las colas pesadas implican una altísima varianza interanual y concentración temporal de salidas, lo que oscurece la señal de habilidad durante largos periodos.

En términos operativos, el modelo sugiere que la ventaja competitiva de un gestor no proviene de evitar todas las pérdidas (imposible con *qloss* altos), sino de maximizar la probabilidad de exposición a la cola derecha: acceso y selección de *deal flow* de calidad, disciplina de *follow-ons* para reforzar la posición en los ganadores, tamaño de fondo y diversificación suficiente para no quedar fuera de los pocos aciertos que explican el agregado. Allí donde las fricciones institucionales y de salida son mayores (asunto central para América Latina) estas exigencias se intensifican: es más costoso construir portafolios lo bastante amplios, sostener duraciones largas y preservar opcionalidad en rondas futuras.

## **Anexo C. Protocolo de entrevista-liquidez en portafolios de *Venture Capital* en LATAM**

*Introducción y consentimiento:* se explicará brevemente el objetivo de la entrevista: discutir experiencias con compañías de portafolio con bajo crecimiento (“zona gris”) y explorar posibles mecanismos de liquidez en el ecosistema de VC en Latinoamérica. Se recalcará la confidencialidad y voluntariedad de la participación.

### 1. Perfil y contexto del entrevistado

- (a) Para comenzar, ¿podría describir brevemente su rol actual y su trayectoria en el ecosistema de *Venture Capital*?

### 2. El fenómeno de la “zona gris”

- (a) El foco de nuestra conversación es el concepto de “zona gris”. Desde su perspectiva, ¿cómo definiría una compañía de portafolio que se encuentra en esta situación?
- (b) ¿Cuáles son las características clave y las causas comunes (de mercado, desempeño interno, etc.) que llevan a una empresa a esta “zona gris” en América Latina?
- (c) ¿Podría darnos un ejemplo específico (de forma anónima) de una empresa en esta situación para ilustrarlo? ¿Qué decisiones se tomaron con ella y cuáles fueron las barreras estructurales que enfrentó?

### 3. Gestión de portafolio e impacto en el fondo

- (a) ¿Cómo impacta la presencia de compañías en “zona gris” en la gestión y el ciclo de vida de sus fondos (p. ej., en el proceso de cierre, la relación con los LPs, etc.)?
- (b) ¿Qué estrategias de gestión ha utilizado para manejar estas empresas de crecimiento limitado (por ejemplo, financiación adicional, venta de participaciones, gestión de pérdidas)? ¿Cuáles considera más efectivas?
- (c) Dentro de un portafolio con varias de estas compañías, ¿cómo priorizan los esfuerzos y recursos del equipo gestor?

### 4. Soluciones de liquidez y mecanismos alternativos

- (a) Respecto a soluciones de liquidez, ¿qué tan familiarizado está con mecanismos como fondos de continuación, mercados secundarios o vehículos híbridos?
- (b) ¿Ha considerado o utilizado alguno de estos mecanismos para generar liquidez? ¿Cuál ha sido su experiencia y los resultados obtenidos o los obstáculos iniciales?
- (c) En su opinión, ¿qué condiciones (regulatorias, de mercado, de inversionistas) son necesarias para que un vehículo de continuación o un fondo especializado sea viable en el contexto latinoamericano?
- (d) Si tuviese que diseñar un vehículo financiero para estas compañías, ¿qué incentivos o estructura considera clave para alinear los intereses de todas las partes (gestor, LPs, emprendedores)?

## 5. Barreras, oportunidades y recomendaciones

- (a) ¿Cuáles considera que son las barreras más significativas (regulatorias, culturales, de mercado) para movilizar el capital y la liquidez en la región?
- (b) ¿Qué cambios o recomendaciones haría al ecosistema (reguladores, otros fondos, LPs) para mejorar la capacidad de gestionar y dar salida a estas situaciones?
- (c) Para concluir, ¿hay algún comentario final, oportunidad o reflexión que desee agregar sobre el futuro de la liquidez en el *Venture Capital* de Latinoamérica?

### **Anexo D. Protocolo de encuesta de la liquidez y la “zona gris” en *Venture Capital* LATAM**

#### 1. Email:

- (a) Indique su correo electrónico. (Respuesta corta).

#### 2. Información general:

- (a) ¿Cuál es el nombre del fondo? (Respuesta corta).
- (b) Nombre de la compañía gestora del fondo. (Respuesta corta).
- (c) Nombre de quien diligencia el formulario
- (d) Año de fundación (*vintage*). del fondo seleccionado (Respuesta corta).
- (e) Tamaño del fondo (USD). (Respuesta corta).
- (f) Horizonte típico de inversión. (Selección múltiple).
- (g) Enfoque geográfico (país/región). (Selección múltiple).
- (h) Enfoque sectorial o temático. (Respuesta corta).
- (i) Etapa objetivo (pre-seed, seed, Serie A, etc.). (Selección múltiple).
- (j) Ticket promedio (USD). (Respuesta corta).
- (k) Ticket mínimo y máximo (USD). (Respuesta corta).
- (l) Número de socios / equipo directivo. (Respuesta corta).
- (m) ¿Cuenta con LPs externos? (Opción múltiple).
- (n) Tasa de gestión y/o carry. (Respuesta corta).
- (o) Sitio web del fondo. (Respuesta corta).

3. *Unit economics* del fondo:

- (a) Número promedio de nuevas inversiones por año. (Respuesta corta).
- (b) Porcentaje de reservas para *follow-on*. (Respuesta corta).
- (c) Tiempo promedio entre inversión y salida. (Respuesta corta).
- (d) TIR/ROI objetivo del fondo. (Respuesta corta).
- (e) Comisión de administración anual (%). (Respuesta corta).
- (f) Estructura de *carry*. (Respuesta corta).
- (g) Tamaño del equipo de inversión. (Respuesta corta).

4. Portafolio y estado:

- (a) Número de compañías activas en portafolio. (Respuesta corta).
- (b) Número de salidas totales. (Respuesta corta).
- (c) Tipo de salidas más frecuentes (M&A, IPO, secundarias, write-offs). (Selección múltiple).
- (d) Porcentaje del portafolio con valuación al alza/estable/a la baja. (Respuesta corta).
- (e) Porcentaje de participaciones con asiento en directorio/observador. (Respuesta corta).
- (f) Principales sectores representados. (Respuesta corta).
- (g) Países de las compañías del portafolio. (Respuesta corta).

5. Tesis de inversión:

- (a) Describa su tesis de inversión. (Pregunta abierta).
- (b) Principales criterios de selección de startups. (Pregunta abierta).
- (c) Valor agregado que ofrece el fondo a sus participadas. (Pregunta abierta).
- (d) Tamaño de mercado y/o etapa mínima requerida. (Pregunta abierta).
- (e) Política de coinversión y sindicaciones. (Pregunta abierta).
- (f) Política de gobierno corporativo (asientos, derechos). (Pregunta abierta).

6. Responda (escala tipo Likert):

- (a) “Nuestro fondo prioriza retornos financieros por encima de objetivos estratégicos.”  
(Likert 1–5).

- (b) “Contamos con un proceso estandarizado para *due diligence*.” (Likert 1–5).
- (c) “Tenemos metas anuales explícitas de capital desplegado.” (Likert 1–5).
- (d) “Participamos activamente en juntas directivas.” (Likert 1–5).
- (e) “Nuestros LPs/inversionistas entienden las normas de *Venture Capital*.” (Likert 1–5).
- (f) “La aprobación de inversiones es ágil.” (Likert 1–5).
- (g) “Preferimos liderar rondas.” (Likert 1–5).
- (h) “Tenemos política clara de pro-rata.” (Likert 1–5).

#### 7. Zona gris:

- (a) ¿Hay consideraciones o restricciones no formales que afecten decisiones de inversión? (Pregunta abierta).
- (b) ¿Existen conflictos de interés frecuentes y cómo los gestionan? (Pregunta abierta).
- (c) Comentarios adicionales relevantes. (Pregunta abierta).

#### 8. Información de contacto:

1. Nombre y apellido del respondiente. (Respuesta corta).
2. Cargo. (Respuesta corta).
3. Organización/Fondo. (Respuesta corta).
4. Correo electrónico. (Respuesta corta).
5. Teléfono. (Respuesta corta).
6. LinkedIn u otra red profesional. (Respuesta corta).

### Anexo E. Validación de la fórmula de Cochran

Para estimar proporciones a partir de encuestas a gestores (universo  $N = 119$ ), se utilizó el esquema clásico de Cochran para  $p$  desconocida ( $p = 0,5p$ , caso conservador) con corrección por población finita.

$$n_0 = \frac{(z^2 p (1 - p))}{e^2}, \quad n = \frac{n_0}{\left(1 + \frac{(n_0 - 1)}{N}\right)}$$

Donde:

$N$  (población): número total de unidades del universo. Aquí, gestores identificados (p. ej.,  $N = 119$ ).

$n_0$  (tamaño de muestra “infinita”): tamaño teórico si  $N$  fuera muy grande (sin corrección finita).

$n$  (tamaño de muestra ajustado): tamaño mínimo requerido con corrección por población finita dada  $N$ .

El objetivo era lograr un 90 % de confianza con margen de error  $\pm 15$  % que representaba aproximadamente 24 gestores ( $n$ ), en la Tabla 5 se observan los resultados.

$$e = Z \sqrt{\left( p(1 - p) \frac{(N - n)}{(n * (N - 1))} \right)}$$

Donde:

$Z$  (valor crítico): cuantil de la Normal estándar para el nivel de confianza de un intervalo bilateral.

$p$  (proporción poblacional esperada): proporción que quieres estimar (cuando se desconoce, usa  $p=0,5$  porque maximiza la varianza y da un tamaño conservador).

$e$  (margen de error deseado): precisión del estimador en unidades de proporción.

Se utiliza la corrección por población finita (FPC) porque la muestra se toma sin reemplazo de un universo acotado de gestores ( $N=119$ ) y la fracción muestral planificada no es despreciable (p. ej.,  $n=30$  y  $\frac{n}{N} = 25,2$  %). En estas condiciones, suponer población “infinita” sobreestima la varianza; la FPC  $\sqrt{\frac{N-n}{N-1}}$  ajusta a la baja el error estándar, permitiendo intervalos más estrechos o un tamaño muestral menor para el mismo nivel de confianza (20,3 %).

## **Anexo F. Catálogo de vehículos de liquidez para activos en la zona gris**

### *Financiación basada en NAV (facilidades a nivel fondo)*

Las facilidades respaldadas por NAV permiten al fondo adelantar liquidez contra el valor neto de su portafolio para pagar distribuciones (DPI), fondear *follow-ons* o ganar tiempo sin vender activos a descuento. Bien diseñadas, incorporan límites de LTV, *reporting* del impacto en TVPI/DPI/RVPI, *disclosure* de uso de fondos y participación del LPAC para gestionar conflictos, tal como recomienda la guía de ILPA para GPs y LPs (*NAV-Based Facilities Guidance for Limited Partners and General Partners*, 2024a).

### *Preferred / Structured equity para empresas en transición*

Cuando la compañía genera caja, pero ya no crece a “ritmo VC”, el *equity* preferente / estructurado (por ejemplo, dividendos acumulativos, derechos de redención y *ratchets* ligados a hitos) ordena el *cap table* y alinea flujos al desempeño, preservando *upside* sin depender de una OPI/M&A de corto plazo. En América Latina existen plantillas operativas (*pools* de redención, esquemas de redención gradual y precios de recompra predefinidos) y perfiles típicos de elegibilidad (empresas rentables o casi rentables con salida incierta) documentados por el BID/LAVCA (Katz et al., 2021).

### *Revenue-Based Financing (RBF) o “royalty-like”*

El RBF aporta capital sin dilución con pagos variables como porcentaje de ingresos hasta alcanzar un múltiplo objetivo (generalmente entre 1.5x–3.0x), encajando bien en empresas con ventas recurrentes que necesitan estabilizarse o reorientarse; su arquitectura (metas por ingresos/EBITDA, escalones por desempeño y cuentas de repago/*escrow*) está estandarizada en la práctica regional y se ha probado en casos donde el repago se combina con refinanciaciones bancarias, evitando ventas forzadas (Katz et al., 2021).

### *Programas de liquidez secundaria (tenders/strip sales)*

Las ofertas de recompra privadas y las ventas parciales coordinadas permiten dar liquidez selectiva a fundadores / empleados o LPs, fijando precios de mercado sin cambiar el control; la literatura jurídica identifica estas salidas nuevas como complemento a OPI/M&A y recomienda salvaguardas de proceso, *disclosure* y trato equitativo, especialmente en rondas tardías y compañías privadas de gran tamaño (Ibrahim, 2012, 2019; American Bar Association, 2024).

### *Fondos mezzanine*

Fondos que mezclan deuda con *equity* (por ejemplo, préstamos convertibles basados en ingresos, acciones preferentes rescatables) para empresas operativas, pero sin ventana clara de salida. Su objetivo es estabilizar caja, ordenar el *cap table* y preservar opcionalidad de *upside* sin depender de un OPI/M&A inmediato. Un modelo regional bien documentado es Adobe Social Mezzanine Fund I, que invirtió en Proville mediante un *revenue-based* convertible loan y salió vía refinanciación bancaria, logrando aproximadamente 2.35x MOIC y 32,5 % IRR, evidencia de cómo este vehículo destraba valor en compañías “zona gris” (Katz et al., 2021).

### *Fondos de crédito directo / asset-backed*

Mandatos de crédito privado que prestan con garantías reales o derechos sobre flujos (cash sweeps, cargos a cuentas, tramos y *prepayment fees*), con salidas naturales por refinanciación bancaria cuando mejora el riesgo. El caso “Dr. Rödger” con “Gazelle Finance” ilustra el préstamo a cinco años con participación en ingresos, desembolsos por hitos y cobro por prepago; el repago ocurrió con un crédito bancario local, mostrando cómo el vehículo puentea hasta banca tradicional y reduce presiones de liquidación (Katz et al., 2021).

### *Fondos de continuación (GP-led continuation funds)*

Vehículos promovidos por el GP que traspasan uno o varios activos a un nuevo fondo, dando a los LPs del vehículo original la opción de *rollover* o *cash-out*. Permiten extender el periodo de creación de valor cuando el activo necesita más tiempo y, si se estructuran bien, reordenan incentivos y liquidez sin malvender. La evidencia académica muestra su racionalidad y riesgos de *auto-dealing* si no hay gobernanza robusta (Kastiel & Nili, 2024). Las buenas prácticas de ILPA recomiendan procesos competitivos, valuaciones independientes, *disclosure* de conflictos y participación del LPAC (NAV-Based Facilities Guidance for Limited Partners and General Partners, 2024b).

### *Venture debt de situación especial*

Deuda no dilutiva, usualmente con warrants o topes de retorno (MOIC caps), dirigida a compañías con ingresos comprobados que requieren *runway* para estabilizar o reorientar su modelo. Entre 2023 y 2024 se consolidó en LatAm con tickets grandes: Stori (USD 212m, venture debt), Addi (USD 186m), Baubap (USD 120m), Plata (USD 100m), Finkargo (USD 95m), Albo (USD 60m) y líneas de USD 100m para Habi y Klar; a nivel de mercados GPCA, el *venture debt* alcanzó USD 1.7b en 2023 (LAVCA's 2025 Trends in Tech, 2025; Ramos de la Vega et al., 2025). Estos mandatos encajan en “zona gris” porque alinean servicio de deuda al desempeño y reducen dependencia de un único evento de liquidez.