

“Capital de Riesgo, una revisión del caso chileno”

Permitido el uso
citando la fuente

Raúl Alée G.

Octubre de 2002

Índice

1. INTRODUCCIÓN	2
2. EL CAPITAL DE RIESGO	5
2.1 Tipos de Capital de Riesgo	5
2.2 Contratos de Capital de Riesgo.....	8
2.3 Rentabilidades de Capital de Riesgo	10
3. CAPITAL DE RIESGO EN EE.UU. Y ESPAÑA	11
3.1 EVOLUCIÓN EN EE.UU.	13
3.1.1 Reformas estructurales impulsadas por el gobierno de EE.UU.....	14
3.2 EVOLUCIÓN EN ESPAÑA	16
4. EVOLUCIÓN EN CHILE	20
4.1 Problemas de las AFP para invertir en Capital de Riesgo	24
4.2 Principales Problemas en Chile	27
5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	29
BIBLIOGRAFIA	39

Permitido el uso
citando la fuente

1. INTRODUCCIÓN

El proceso de innovación se nutre por la motivación de las personas en materializar su invento y ponerlo en práctica de manera que sea usado por el resto de la gente. Mucha innovación se produce al interior de las empresas, normalmente de gran tamaño, que cuentan con su propio departamento de Investigación y Desarrollo. En este tipo de innovación, la materialización de una innovación está en cierta medida garantizada por la misma empresa, la que buscará los medios para entregar al mercado el producto de la innovación al interior de su modelo de negocios.

Otro tipo de innovación se produce dentro de universidades en las que existen equipos de científicos que se dedican a la investigación pura. El resultado de estas innovaciones se pone a disposición de la comunidad para que sean utilizadas por el sector privado en forma de planes de negocio para nutrir su crecimiento y rentabilidad futura. En países en vías de desarrollo como Chile, este tipo de innovación es muy baja, toda vez que las universidades cuentan con muy pocos recursos para financiar equipos de científicos que se dediquen a la investigación pura.

Un tercer tipo de innovación se produce cuando un emprendedor visualiza una oportunidad de negocio. Este tipo de innovaciones no necesariamente están basadas en nuevos productos, sino que a veces están basadas en nuevas formas de producir, comercializar o distribuir productos o servicios ya existentes. No debe despreciarse este tipo de innovación ya que se sustentan

en un valor adicional percibido por los consumidores, lo que indica que la innovación genera riqueza desde el punto de vista económico para un país.

Uno de los problemas que deben enfrentar los emprendedores es el cómo financiar la materialización de su innovación. Según la experiencia del autor en Chile, muchos emprendedores tienen éxito en formular un plan de negocios sólido y coherente, pero fallan al momento de llevarlo a cabo por falta de financiamiento. En Chile, el mercado bancario no es proclive a financiar “proyectos sin historia”. Más bien otorgan financiamiento a este tipo de emprendedores buscando garantizar el pago de los préstamos con flujos personales (por ejemplo, viendo el flujo de ingresos del emprendedor o socios en algún trabajo como empleados dependientes) o con avales de terceras personas, normalmente familiares o amigos.

Por esta razón, la mayoría de los nuevos negocios parten financiándose con dineros personales acumulados por el emprendedor (venta de casa, auto, tarjetas de crédito, etc.). El problema de esta forma de iniciar nuevos negocios es que existe una enorme cantidad de emprendedores que no cuentan con riqueza personal para generar recursos, o no están dispuestos a poner en peligro la estabilidad de sus familias (cónyuges e hijos) al liquidar los bienes que le da sustento a cierta calidad de vida alcanzada.

Muchos podrán argüir que una de las claves de los emprendedores es justamente su disposición a “arriesgar todo” para la concreción de su sueño. El autor está de acuerdo con parte de este argumento. Es razonable pedir de un emprendedor la predisposición a “arriesgar”, pero no “todo”. De hecho, muchos emprendedores están dispuestos a arriesgar una porción de sus ingresos futuros, por ejemplo, sacrificando ingresos potenciales como empleados

dependientes a cambio de ingresos menores en el mediano plazo como empresarios. Esto a juicio del autor, ya es una prueba suficiente de su capacidad de emprendimiento. Pedirles arriesgar “todo” es pedirles que asuman un rol de “kamikaze” que muchos en su sano juicio no compartirán.

El objetivo del presente documento es entender cómo en otros países con más historia se ha resuelto estos impedimentos a través de la creación de la industria de capital de riesgo. En particular, se analiza Estados Unidos, por su rol de líder en la formación de esta industria, y España, por sus similitudes estructurales y culturales con Chile.

Más allá de entender la situación estructural y la evolución de la industria de capital de riesgo en Estados Unidos y España, se pretende esbozar los impedimentos existentes en Chile para el desarrollo de la industria de capital de riesgo y proponer recomendaciones, tomando el ejemplo de los países señalados, para que el Estado genere las condiciones necesarias para que ésta se desarrolle.

El trabajo que se presenta tiene 4 partes. En la primera se introducen aspectos generales de los componentes de una industria de capital de riesgo y como opera. En la segunda parte se analiza la situación de la industria en Estados Unidos y España, tratando de identificar los motores de su desarrollo. En la tercera parte se analiza la industria en Chile y se identifican los problemas estructurales que impiden su desarrollo actualmente. En la última parte se formulan algunas conclusiones y recomendaciones tendientes a resolver los impedimentos antes identificados.

2. EL CAPITAL DE RIESGO

El capital de riesgo nace en los años 40 en Estados Unidos. Su rol fundamental es poner en contacto de una manera formal y estructurada a los emprendedores con los inversionistas. Su esencia está en que los inversionistas, por un lado, puedan invertir en forma razonablemente diversificada en portafolios de nuevos negocios, y los emprendedores, por otro, puedan encontrar socios que estén dispuestos a compartir el riesgo del negocio y que financien parte de los recursos necesarios para su materialización.

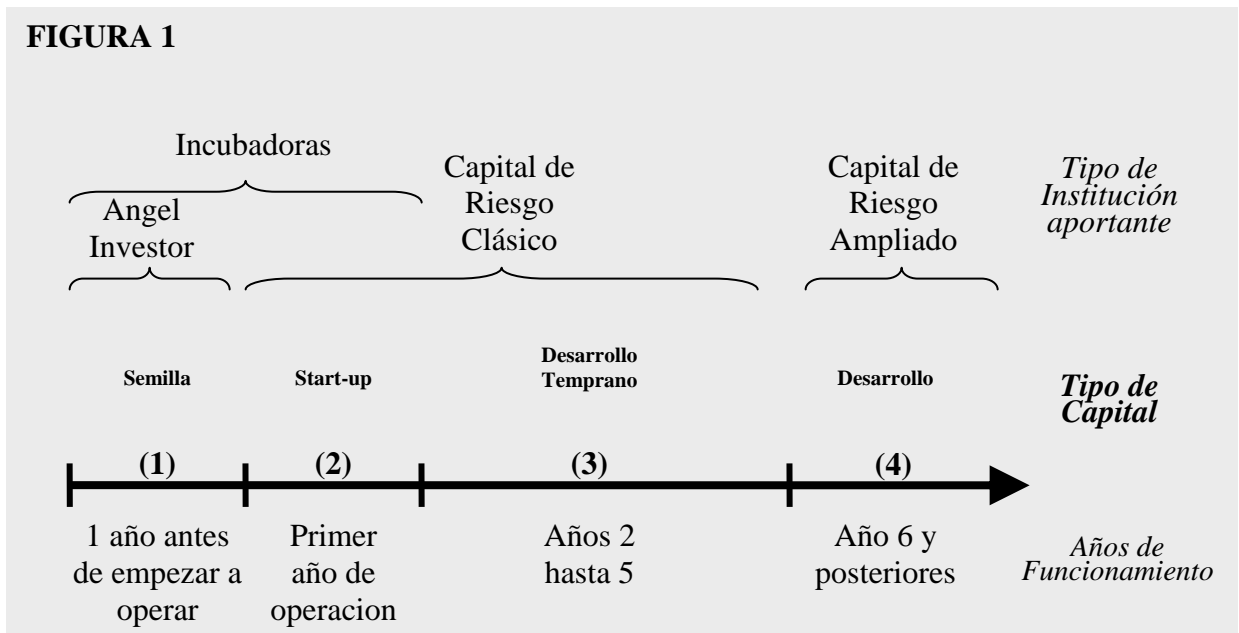
2.1 Tipos de Capital de Riesgo

Existen distintas formas de capital de riesgo según sea la etapa en que se encuentra la empresa en la que se va a invertir (Figura1):

1. **Capital Semilla o Seed Capital:** Capital que se aporta a ideas o conceptos de negocio para que evolucionen desde una etapa embrionaria a una en que se cuente con un plan de negocios e idealmente con un prototipo de producto.
2. **Capital de Start-up:** Capital aportado a empresas para que inicien sus operaciones productiva, administrativa y comercial. Aun no existe historial de ventas.

3. **Capital de Desarrollo Temprano o Early stage Capital:** Capital aportado a empresas que ya han comenzado su introducción en el mercado, pero aun se encuentran en etapas tempranas de desarrollo.
4. **Capital de Desarrollo o Development Capital:** Capital aportado a empresas con historia que se encuentran en un punto de inflexión en su desarrollo-crecimiento, ya sea por requerir ampliar plantas productivas o explorar nuevos mercados, o incluso para financiar un cambio en la estructura propietaria (Management Buy Out –MBO-, Management Buy In –MBI-, Leverage Buy Out –LBO-, etc.)

FIGURA 1



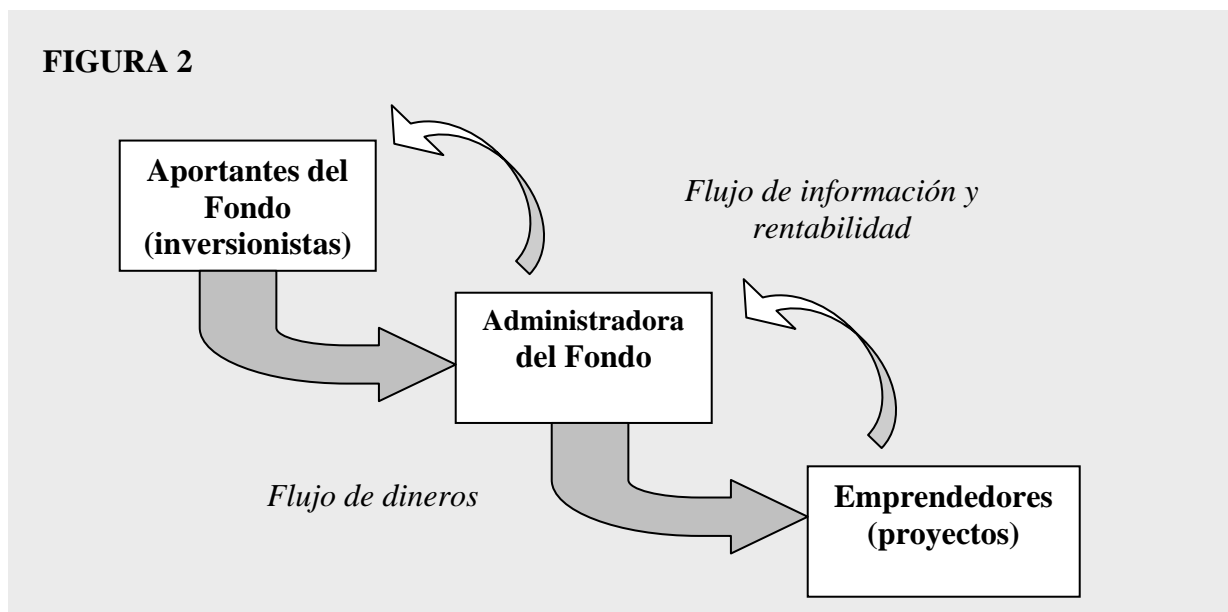
En la etapa 1, son los llamados “Ángeles” o Angel Investors los que apadrinan a emprendedores para que transformen sus ideas en negocios. Básicamente les aportan el dinero necesario para explorar el mercado potencial o desarrollar prototipos.

En las etapas 1 y 2 suelen existir instituciones que cobijan a las empresas en lo que se llama incubadoras y que dan no sólo el capital sino también apoyo logístico en aspectos administrativos y asesoría en la gestión.

La etapa 3 es lo que de manera clásica se ha ligado a la labor de instituciones de Capital de Riesgo o “Venture Capital”. Sin embargo, en algunos países con mercados poco desarrollados, estas instituciones basan su accionar en empresas más maduras aportando sólo Capital de Desarrollo, etapa 4. A esta versión de Capital de Riesgo lo llamaremos Capital de Riesgo “ampliado”. En este documento, se entenderá que las instituciones de Capital de Riesgo intervienen desde la etapa 1 hasta la 4. (*)

2.2 Contratos de Capital de Riesgo

En un contrato de Capital de Riesgo intervienen 3 actores (Figura 2). Primero, la Administradora de los fondos, quien tiene la función de colocar los fondos en proyectos, evaluándolos, seleccionándolos, asesorándolos en la gestión y haciendo un seguimiento del uso de los dineros aportados y de los resultados de cada proyecto. Por esta labor, normalmente cobran una comisión fija (usualmente un 2,5% anual sobre el monto del fondo), más una renta variable que es función de la rentabilidad del fondo.



Segundo, los Aportantes del fondo, que pueden ser inversionistas individuales o institucionales, quienes aportan recursos al fondo a cambio de una rentabilidad variable obtenida una vez que las inversiones en empresas son liquidadas.

Y tercero, los Emprendedores, que son los que proponen los proyectos y son a su vez socios fundadores y gestores. Normalmente la relación de los Emprendedores es con la Administradora, y casi nunca tienen contacto con los Aportantes.

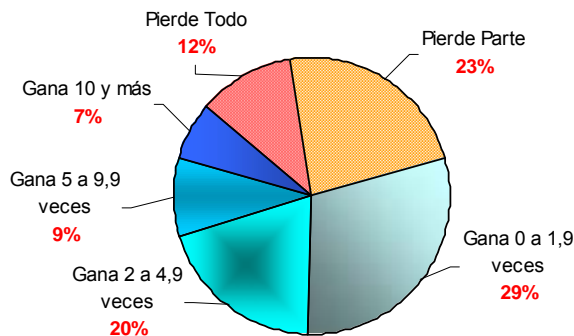
En un contrato típico se consideran cláusulas para establecer los derechos de los inversionistas (Administradora) por sobre los emprendedores, como también la forma de repartir utilidades y participaciones en caso de enajenación de acciones o liquidación de la sociedad. <Fundación Chile, 2001>

2.3 Rentabilidades de Capital de Riesgo

La rentabilidad que obtiene una institución de Capital de Riesgo es en esencia variable, pues resulta de la rentabilidad obtenida en los proyectos en que haya decidido participar. En EE.UU. esta rentabilidad promedio anual, según algunos, es mayor al 20% <Zider, 1998>, y según otros del orden del 25% <Sahlman, 1990>. Entre un 20% y un 30% de los proyectos terminan en pérdidas, un 30% a un 40% apenas recuperan la inversión, y el resto genera ganancias que son entre 2 y 10 veces el monto invertido.

Por esta razón, para alcanzar estas rentabilidades en promedio, es usual que las instituciones de Capital de Riesgo le exijan a los proyectos presentados una TIR esperada de entre un 40% y un 70%, de manera que los éxitos compensen a los fracasos <Arrau, 2002>. Es importante destacar que de esta rentabilidad, entre un 20% y un 30% va a pagar la renta variable de la administradora, y el resto va a rentar a los inversionistas del fondo de inversión.

**Distribución de Rentabilidades Obtenidas en
Industria de Capital de Riesgo en EE.UU.**
(porcentaje de casos en se obtiene rentabilidad de X veces la
inversión inicial)



Fuente: <Sahlman, 1990>

3. CAPITAL DE RIESGO EN EE.UU. Y ESPAÑA

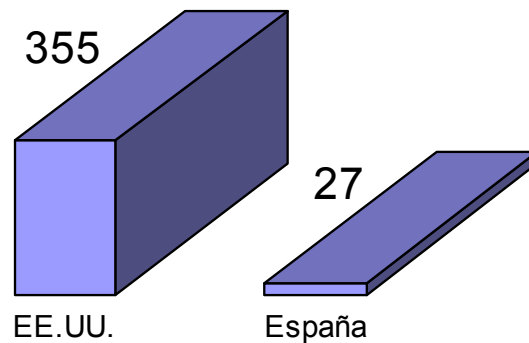
La industria de Capital de Riesgo en EE.UU. es la más antiguas (origen en años 40) y desarrolladas del mundo y sin duda un análisis que no la considere estará incompleto. Por esta razón se ha considerado importante entender algunos de los factores que han generado que esta industria se haya desarrollado tanto.

España, por otro lado, es un país con una industria muy joven (se remonta a la década de los 80) y con una estructura social parecida a la chilena. Es por lo mismo, que muchas empresas españolas deciden invertir en Chile. El revisar algunos antecedentes de lo que pasa en este país también resulta interesante.

A modo de comparación, la industria de Capital de Riesgo en EE.UU. invirtió en el año 2000 US\$102.000 millones mientras que en España se invirtió sólo US\$1.050. Sin duda esta diferencia de 100 veces es monstruosa. Si vemos estos tamaños en términos relativos a su peso en el Producto Nacional Bruto, podemos decir que en EE.UU. en el año 2000 esta industria invirtió el equivalente al 1% del PNB, mientras que en España sólo un 0,2%.

En términos per cápita, en EE.UU. se invirtieron US\$355 en el año 2000, mientras que en España en igual período se hizo en sólo US\$27. Estamos por tanto hablando de dos extremos dentro de la escala evolutiva, cuyo análisis en más detalles nos pueden dar luces respecto a la situación chilena.

Inversión Per Cápita en Capital de Riesgo el año 2000 (US\$)

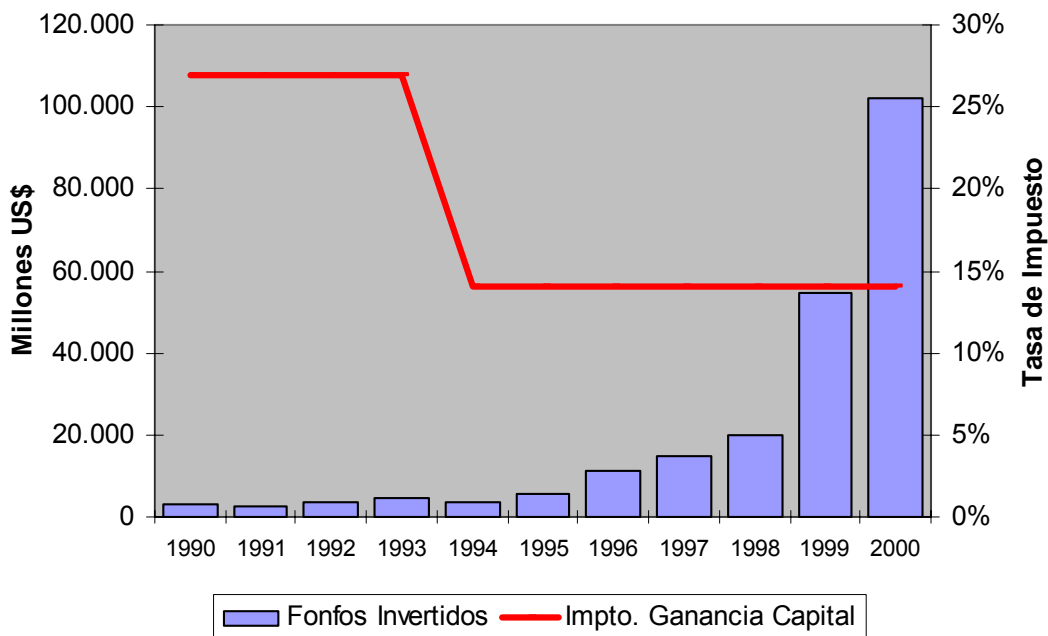


Fuente: <EVCA Network News, 2002> <Price, 2002>

3.1 EVOLUCIÓN EN EE.UU.

La industria de Capital de Riesgo en EE.UU. es una de las más antiguas y desarrolladas del mundo, sino la más. En los últimos 20 años el gobierno ha intervenido fuertemente con políticas de apoyo al sector, dada su importancia en la creación de nuevas empresas y empleos. Por ejemplo, el impuesto a la ganancia de capitales ha bajado desde cerca de un 50% en 1978 a sólo un 14% a partir de 1994.

Inversión en Capital de Riesgo e Impuestos en USA



Fuente: <Price, 2002> <Arrau, 2002>

El volumen de inversiones anuales llegó en el 2000 a un record histórico de más de US\$100.000 millones, con un crecimiento sostenido durante la década de los 90. En gran medida este crecimiento ha sido impulsado por 2 aspectos: por un lado el advenimiento de las revoluciones de los PC y luego Internet, y por otro, las reformas estructurales impulsadas por el gobierno.

3.1.1 Reformas estructurales impulsadas por el gobierno de EE.UU.

En términos generales, las reformas han tenido por objeto el flexibilizar el mercado de Capital de Riesgo y elevar los incentivos para invertir en esta industria. Las formas que han tomado estas reformas han ido hacia reducir la tasa efectiva de impuesto a la ganancias de capital, reducir el período que se deben mantener las inversiones en activos subyacentes para acogerse a franquicias tributarias e incentivar la reinversión de las ganancias de capital dentro de la industria de capital de riesgo.

En 1993 es aprobado el “Clinton’s Tax Act”, el cual redujo la tasa de impuestos a la ganancia de capitales en un 50% (desde un 28% a un 14%). Esta reducción se hace efectiva a los primeros accionistas de los fondos que mantengan el activo por más de 5 años. Importante de señalar es que en EE.UU. el impuesto a la ganancia de capital recae sobre el accionista y no sobre el fondo en si mismo.

En 1997 se aprueba una nueva reforma, “The Taxpayer Relief Act”. En ésta se reduce a 18 meses el período mínimo de tenencia de los activos. En 1998, se

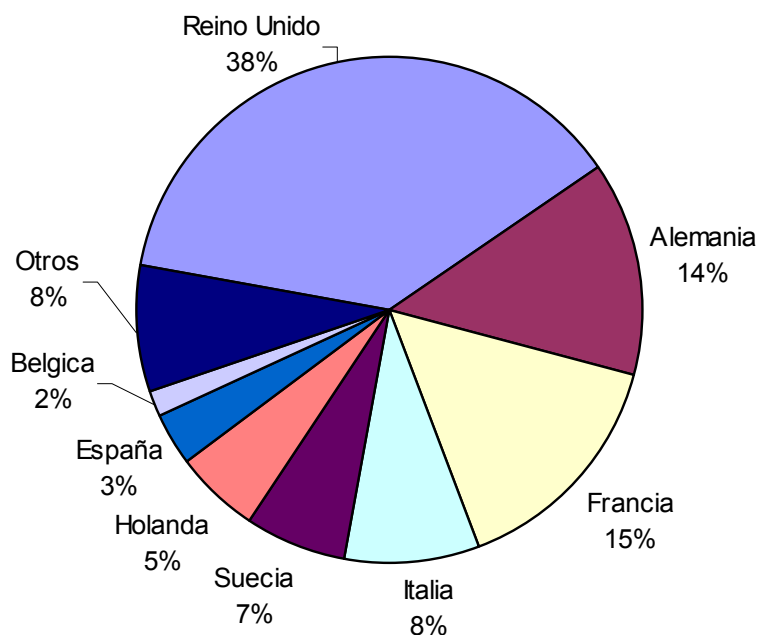
aprueba la “Internal Revenue Service (IRS) Restructuring and Reform Act”, en la que se permite a los accionistas de los fondos a diferir el pago de los impuestos si reinvierten los fondos liquidados en nuevos títulos considerados de Capital de Riesgo. Esto es, para títulos mantenidos al menos 6 meses, pueden reinvertirse hasta en 60 días después de la liquidación para acogerse a este beneficio <Arrau, 2002>.

Podemos concluir que el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo en EE.UU. ha sido impulsado por los distintos Gobiernos, en consideración de su importante rol en la generación de nuevas empresas y empleos. Las reformas han ido en la dirección de hacer más atractiva para los inversionistas finales colocar sus fondos en esta industria que hacerlo en otras alternativas por la vía de reducir los impuestos efectivos que se deben pagar por las ganancias de capital obtenidas. Además, se han reducido los plazos necesarios de mantener las inversiones y premiado la reinversión en la misma como una manera de darle mayor dinamismo a la Industria.

3.2 EVOLUCIÓN EN ESPAÑA

El volumen invertido por la industria de capital de riesgo en Europa en el año 2000 llegó a €34.986 millones (US\$ 32.400 millones) <EVCA Network News, 2002>. De este monto, el país más activo fue Reino Unido con un 38% del total. Lo siguen Francia (15%) y Alemania (14%). España ocupa un séptimo lugar de importancia con un 3% del total.

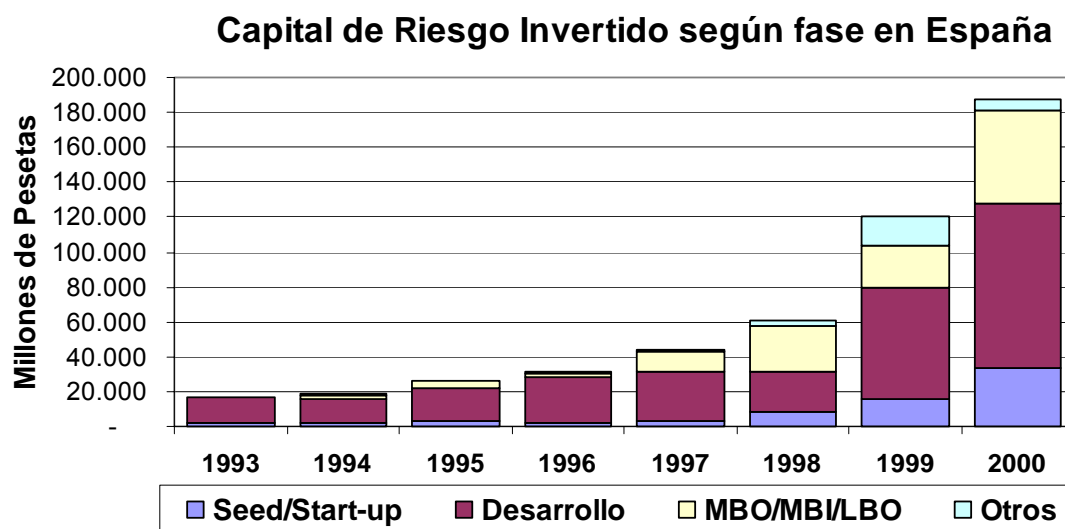
Participación de Países Europeos en Industria de Capital de Riesgo (2000)



Fuente: <EVCA Network News, 2002>

Una de las características importantes de Europa es que con la unificación económica, se espera que se generen iniciativas comunitarias para fomentar esta industria. Una muestra de esto es la creación en 1996 de un mercado paneuropeo al estilo del Nasdaq americano, conocido como Easdaq (European Association of Securities Dealers Automated Quotation). Esta iniciativa es sin duda muy importante para el desarrollo de la industria de capital de riesgo en Europa, toda vez que genera una puerta de salida crucial para las inversiones hechas en empresas emergentes.

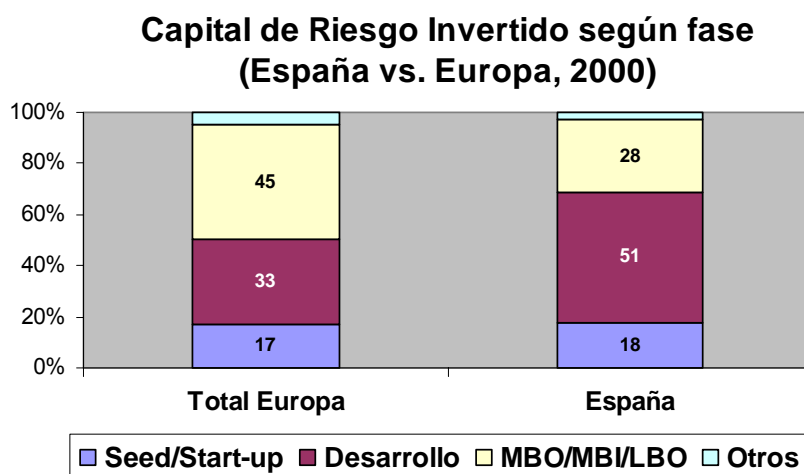
En España en particular, el volumen de inversiones llegó en el año 2000 a los Pts187.500 millones (€1.130 millones, US\$1.050 millones). Esta cifra es record histórico, toda vez que ha crecido sistemáticamente a una tasa del 56% anual desde 1993. Por otro lado, el capital levantado en España por las administradoras de fondos es mayoritariamente extranjero (46% en el 2001), seguido por instituciones financieras nacionales (21%) <Martí, 2002>.



Fuente: <Soley, 2001>

También es importante mencionar la diversificación alcanzada según las etapas de desarrollo de las empresas. Destaca el aumento sostenido que ha tenido el destino de los fondos hacia empresas en sus primeras etapas de desarrollo (seed capital y start-ups), llegando a representar en el año 2000 un 18% del total invertido. Igual evolución ha tenido la inversión en etapas maduras de las empresas, Private Equity, en que se financian reestructuraciones de empresas (MBO, MBI y LBO), el que representa un 28% del total invertido en el año 2000. Ha mantenido su primacía la inversión en capital de desarrollo con un 51% en el año 2000.

Esta diversificación producida en los fondos invertidos según etapas de desarrollo de las empresas sigue una tendencia observada en Europa, en la que un 17% va hacia empresas en etapas tempranas (seed capital y start-ups), un 33% se invierte en el crecimiento de empresas ya formadas (desarrollo) y un 45% se destina a Private Equity.



Fuente: <Martí, 2002; EVCA Network News, 2002>

Estructuralmente, en España, el impuesto a la ganancia de capital es pagado por los accionistas del fondo, no por el fondo mismo, al igual que en EE.UU. La tasa vigente es del 20%, siempre y cuando se hayan mantenido las inversiones por un plazo superior a los 2 años. Esta estructura de carga impositiva es similar en el resto de los países de la comunidad europea, dando un claro incentivo a las inversiones en fondos de Capital de Riesgo por el beneficio social que produce en la creación de nuevas empresas y empleo <Soley, 2001>.

4. EVOLUCIÓN EN CHILE

En Chile, la industria de Capital de Riesgo se crea al amparo de la ley 18.815 de 1989 en la que se permite a cada AFP colocar hasta un 20% del Fondos de Inversión. Se distinguen 3 tipos de fondos: Fondos de Inversión Inmobiliario (FII), Fondos de Inversión Mobiliarios (FIM) y Fondos de Inversión de Capital de Riesgo (FCR), siendo estos últimos los que realmente nos interesan a efectos del presente trabajo. El magra evolución de la inversión lleva al gobierno a introducir cambios a través de la leyes 19.301 (1994) y 19.389 (1995) en las que se flexibilizan algunas normas y se cambia el nombre de los FCR a Fondos de Desarrollo de Empresas (**FIDE**).

En un intento de impulsar este tipo de fondos, el gobierno crea en 1995 a través de la CORFO (Corporación de Fomento), un programa de cuasi-capital que permite a los fondos institucionales complementar los capitales con un crédito de hasta un 100% de los aportes efectuados, el que es pagadero a la fecha de liquidación del fondo y que tiene la particularidad de requerir un pago de intereses condicionado a los resultados del fondo. Este préstamo devenga una tasa de interés real anual mínima del 3%. Sin embargo, si queda dinero a repartir después de pagados dicho interés, el capital del crédito y los aportes iniciales de los inversionistas, le corresponderá a CORFO un tercio de dichas utilidades hasta representar un pago de intereses equivalentes a una tasa del 9% real anual.

Al año 2000, existían sólo 10 FIDE. Según se aprecia en el Cuadro 1, las 3 más importantes representan más del 50% del total. El FIDE Las Américas Emergentes es administrado por la Administradora de Fondos de Inversión (AFI) Las Américas; PROA es administrado por la AFI del mismo nombre, y Estrella Americana es administrado hoy por la AFI CMB-Prime, aunque en el año 2000 lo era por la AFI Estrella Americana^(**)

CUADRO 1

PARTICIPACION, RESPECTO DEL TOTAL DE ACTIVOS DE LA INDUSTRIA

(Cifras al 30 de septiembre de 2000)

FONDOS DE INVERSION	Las Américas Emergente	PROA	Estrella Americana	CMB	Monitor	Sabco	Columba	Chiletech	Toronto	Santander Crucero	Total
PARTICIPACION	19,25%	18,75%	12,37%	11,85%	11,22%	8,44%	5,93%	5,78%	4,72%	1,70%	100,00%

FUENTE: Elaborado por Las Américas, sobre la base de FECU's a JUNIO 2002.

En cuanto a las rentabilidades de los fondos de inversión, ésta ha sido históricamente muy pobre. Como se puede observar en el Cuadro 2, a modo de ejemplo, en el año 2000, la rentabilidad de la industria fue de sólo un 1,05%. Estas rentabilidades están muy lejos de ser lo que esperaban los aportantes o

^(**) Este traspaso de fondo entre administradoras es interesante, pues se produjo por una disputa entre las AFP, aportantes principales del fondo, y la AFI Estrella Americana. Las primeras criticaron fuertemente la gestión de la administradora y forzaron el cambio hacia CMB-Prime

inversionistas, y es una de las principales razones por la que las AFP han mostrado muchas reservas sobre su participación en esta industria.

CUADRO 2

RENTABILIDAD CONTABLE ACUMULADA DE LOS FIDES (ENERO 2000 - SEPTIEMBRE 2000)											
FONDOS DE INVERSION	PROA	Monitor	Toronto	Chiletech	CMB	Las Américas Emergente	Sabco	Columba	Estrella Americana	Santander Crucero	SISTEMA
RENTABILIDAD	7,54%	6,40%	5,91%	3,73%	3,60%	-0,33%	-1,18%	-5,00%	-7,75%	-21,25%	1,05%

FUENTE: Elaborado por Las Américas, sobre la base de FECU's a JUNIO 2002.

A pesar de los intentos por reactivar el sector, la excesiva regulación existente en la legislación tendiente a proteger los Fondos de Pensiones, hace que la situación no mejore. La "Ley de OPAS" del año 2000 vino a intentar remediar esto. En ella se introduce el concepto de "fondos de inversión privados" y se flexibiliza la norma para dejar a entera voluntad de los privados la creación de reglamentos internos que regulen el funcionamiento de los fondos.

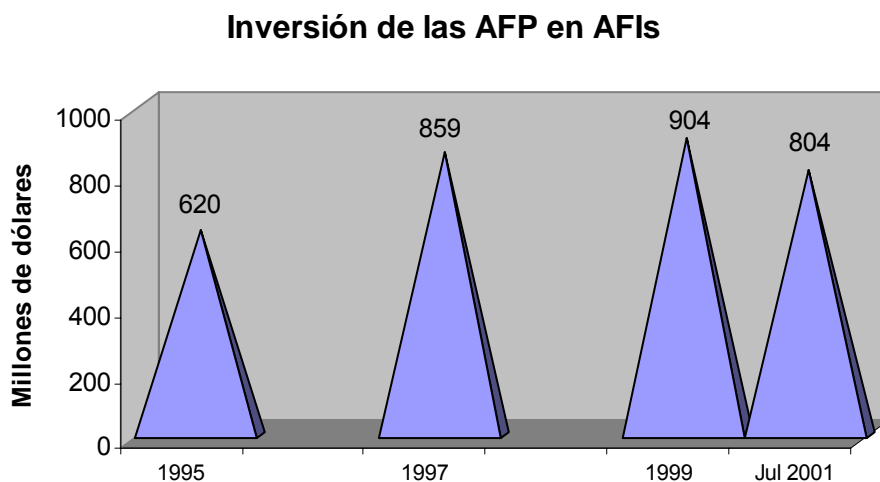
Adicionalmente, en el año 2001, se promulga la "Ley de Mercado de Capitales I", la que crea la Bolsa de Valores Emergente. Esto es un intento para facilitar la estrategia de "salida" de los FIDE de sus inversiones en empresas nuevas, permitiendo abrirse a la bolsa a empresas "emergentes". En esta ley se

establece una exención a los FIDE del pago de impuestos por la ganancia de capital generada durante los 3 años siguientes a la apertura a bolsa de alguna de sus empresas. Sin embargo, esta exención rige sólo hasta el año 2006.

A pesar que los cambios introducidos por la autoridad han ido en la dirección correcta para apoyar el desarrollo de la industria, hasta ahora, año 2002, el despegue no se produce. Aparentemente los malos resultados históricos hacen poco atractiva esta industria para los inversionistas institucionales. Aun hay aspectos estructurales que entran el desarrollo del sector, los que revisaremos más adelante en este trabajo. También hay que destacar que los FIDE han invertido principalmente en Capital de Desarrollo, olvidándose de los otros tipos de inversiones que sí se registran en los otros países analizados, como lo son el Capital Semilla y Start-ups.

4.1 Problemas de las AFP para invertir en Capital de Riesgo

La inversión de las AFP en Fondos de Capital de Riesgo, por ley sólo puede ser canalizado a través de Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas – FIDE – que son administrados por las Administradoras de Fondos de Inversión - AFI . <Asociación de AFP, 2001>. A Junio del 2001 el total los recursos colocados ascendían a US\$835 millones, lo que corresponde a un 10% de la inversión total en instrumentos de renta variable nacional y extranjera de las AFP. Esto se compara razonablemente con los estándares extranjeros en los que los Fondos de Pensiones invierten entre un 7% y 14% de la cartera de renta variable, según la Asociación de AFP.



Fuente: <Romo, 2002>

Sin embargo, este monto total invertido se han mantenido casi en el mismo nivel en los últimos años, e incluso disminuido. Esto demuestra la falta de interés de las AFPs en invertir en esta industria, por razones que analizaremos a continuación. En todo caso, queda de manifiesto que si dependiera solamente de las AFPs, esta industria tardaría mucho en desarrollarse.

La opinión de la Asociación de AFP es que el no invertir más en la industria de Capital de Riesgo se debe a causas reales que tienen que ver con <Asociación de AFP, 2001>:

- Mala experiencia histórica con los Fondos de Inversión. La lógica “mayor rentabilidad a mayor riesgo” no ha sido observada en esta industria.
- Baja liquidez de las inversiones. No existe un mercado secundario desarrollado para liquidar las inversiones y se observa un bajo interés de participar por parte de otras instituciones como compañías de seguro, fondos mutuos, bancos, etc.
- Restricciones legales en términos de montos que se pueden invertir. La ley establece límites de inversión por instrumento, por emisor, por serie, entre otros. Ante cualquier cambio de común ocurrencia en el mercado (nombramiento de director, una fusión entre AFP’s, etc.) puede provocar que la institución caiga en incumplimiento de los límites, causando multas.
- Poca participación de las AFP’s en las decisiones de las administradoras de Fondos de Inversión. Los reglamentos de las administradoras de fondos de inversión son muy amplias, los que les permiten incorporar fondos de duración muy larga, inversiones poco atractivas, etc., sin que las AFP’s puedan participar en estas decisiones.

No obstante lo anterior, la importancia de los fondos de pensiones en el desarrollo de la industria de capital de riesgo ha mostrado en el mundo no ser muy relevante. Lo observado es que las administradoras de fondos de pensión suelen volcar su interés hacia el capital de riesgo de desarrollo, el que está más bien enfocado hacia empresas con algo de historia, más que hacia start-ups. En Chile, casi la totalidad de los fondos de inversión en los que invierten las AFP's están orientados a empresas que ya tienen un mercado demostrado y que requieren dinero para financiar una estrategia de crecimiento. Según señalan algunos autores, se recomienda evitar a los fondos institucionales como principal financista de capital de riesgo clásico, puesto que consideran que el capital de riesgo y los fondos institucionales son un "matrimonio frustrado" <Bygrave & Timmons, 1992>.

4.2 Principales Problemas en Chile

Según las experiencias observadas tanto en Estados Unidos como España, para la existencia y desarrollo de una industria de capital de riesgo sólida, es necesario:

1.- Que exista una cultura emprendedora. Esto es esencial para que lograr un portafolio diversificado de inversiones por parte de los fondos. En Chile la capacidad emprendedora del sector privado ha sido el motor del crecimiento económico observado en las últimas décadas. Sin embargo, la falta de fuentes de financiamiento formales diferentes a las bancarias es un impedimento a que muchas iniciativas de emprendimiento se materialicen. La industria de capital de riesgo es incipiente y no apoya empresas en sus etapas iniciales de creación. Los caminos de financiamiento existentes son informales como el recurrir a los familiares, amigos y conocidos.

2.- Qué exista un mercado secundario bien desarrollado para liquidar las inversiones en empresas emergentes. Esta característica es esencial para que las administradoras puedan salir de sus posiciones en empresas en que han invertido y poder liquidar los fondos. En Chile se creó en Noviembre del 2001 una bolsa de valores para empresas emergentes, en la que rigen las mismas normativas de control que exige la Superintendencia de Valores a las grandes corporaciones. La evolución que ha tenido esta bolsa a la fecha es muy pobre. Junto con la creación de esta bolsa se permitió la exención de pago de impuestos a los inversionistas que obtengan ganancias de capital durante los 3 años siguientes a que se abren las acciones a esta bolsa y hasta el año 2006.

Sin embargo, esta exención sería útil para el fondo que haya invertido en estas empresas, pero no es traspasable a los inversionistas del fondo. Primero, el beneficio tributario debiera ser útil para los inversionistas en el fondo, y luego, el período de exención es muy limitado. Además, aun persiste la carga impositiva por la ganancia de capital desde que se forma una empresa hasta que se abre a esta bolsa.

3.- Que existan incentivos a las ganancias de capital en empresas nacientes. En Chile el incentivo es nulo, toda vez que los fondos de capital de riesgo deben tributar por las ganancias de capital que se obtengan y luego los accionistas individuales que han invertido en el fondo están sujetos a tributar en segunda categoría una vez liquidado el fondo con tasas marginales relevantes que van desde el 33% a un 43%. Estas tasas son ridículas comparadas con lo que ocurre en Estados Unidos y Europa. Por ejemplo, Bill Gates obtuvo una ganancia de capital personal de US\$204 millones al abrir Microsoft a la bolsa en 1986 (Nasdaq). Por esta ganancia de Capital en Chile habría tenido que pagar una tasa marginal del 43%, mientras que con la normativa imperante en Estados Unidos estaría exento <Arrau, 2002>.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La industria de Capital de Riesgo en Chile se encuentra estancada en un nivel muy incipiente de desarrollo. Entre muchas razones que se puedan argüir, algunas saltan a la vista al comparar la situación estructural en que se encuentra esta industria en relación a los países estudiados. Uno de los factores determinantes del desarrollo de esta industria es la estructura de incentivos tributarios existentes. Es necesario buscar una estructura impositiva que premie el invertir en esta industria y que permita canalizar recursos de la economía hacia el financiamiento de nuevos negocios y empresas.

Otro aspecto importante de mejorar tiene que ver con la fuente de los recursos. En Chile, casi el único sector que aporta recursos a esta industria son los Fondos de Pensiones a través de las AFP. Todo el sistema regulatorio se ha volcado a crear un ambiente favorable para que las AFP inviertan, olvidándose lo importante de otras fuentes de recursos. Si bien es cierto las AFP son un importante contribuyente de recursos, no puede ni debe ser el único.

Los incentivos tanto del gobierno como de las propias administradoras por proteger los fondos de pensiones hacen que estas privilegien invertir en el tipo de Capital de Riesgo menos riesgoso, el de Desarrollo. Esta situación hace que el financiamiento de nuevas empresas sea casi inexistente en Chile, lo que no se compadece con la necesidad del país de incentivar su creación. Deben, por tanto, buscarse los incentivos para que nuevos fondos distintos de los de las AFP fluyan a esta industria.

Por ultimo, es necesario incentivar la diversificación en el uso de los recursos de esta industria según las distintas etapas por las que pasan las empresas. Como se dijo, en Chile casi la totalidad de los fondos invertidos por la industria de Capital de Riesgo van a empresas que lo requieren en la etapa de desarrollo, es decir empresas que ya tienen historia y que desean financiar su estrategia de crecimiento.

Sin embargo, el motor de la cadena de valor de la industria parte por la capacidad de generar una significativa cantidad de nuevas empresas. Sin estas, toda la cadena se ve truncada y se produce una escasez de proyectos para invertir por la industria. Hay, por tanto que generar los incentivos necesarios para que en particular esta etapa de financiamiento sea especialmente atractiva para los fondos de Capital de riesgo. En Chile casi ninguno de los instrumentos utilizados por la autoridad ha sido destinado a lograr este objetivo.

A continuación se elaboran algunas recomendaciones que debieran ser tomadas en cuenta por la autoridad económica y política del país para producir un cambio cuántico en las actuales condiciones de desarrollo en que se encuentra la industria de Capital de Riesgo en Chile. Estas recomendaciones surgen de la comparación de la realidad chilena con las experiencias tanto en EE.UU. como España. No son por tanto ninguna creación que emane de las matemáticas financieras, sino del mero ejercicio de querer copiar los modelos exitosos de otros países con más experiencia en la industria de Capital de Riesgo.

Recomendación 1:

Modificar normativa de requerimientos de información periódica a empresas que deseen cotizar en la Bolsa Emergente.

Racional:

Las empresas pequeñas y medianas normalmente no están en condiciones de absorber los costos de montar el proceso logístico interno requerido para proveer a la Superintendencia de Valores y Seguros el cúmulo de informes que esta pide. Actualmente se le pide a una empresa pequeña o mediana que desee cotizar en la Bolsa Emergente los mismos flujos de información que a una gran empresa que cotiza en la Bolsa tradicional. Se sugiere modificar la normativa para las empresas que coticen en la Bolsa Emergente, estableciendo una versión light de requerimientos de información.

En la actualidad, el reglamento que rige está contenido en la Norma de Carácter General N° 118 del 15 de Mayo de 2001 de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. En ella se establecen las normas para la inscripción en el registro de valores, de sociedades anónimas y sus acciones, que serán transadas en los mercados para empresas emergentes que regulen las bolsas de valores, asimismo como las normas de difusión, colocación y obligaciones de información continua. Es este último punto el susceptible de mejorar, eliminando el requerimiento de entregar informes y estados financieros trimestrales, dejando sólo la necesidad de informar anualmente y a través de la Memoria Anual.

Recomendación 2:

Generar un catastro de entidades que participen en al Industria de Capital de Riesgo.

Racional:

En Chile existe una desinformación por parte de los emprendedores sobre las fuentes existentes de Capital de Riesgo. Un catastro oficial puede ayudar a imprimirle mayor transparencia a la Industria a través de mayor información. En este catastro debiera identificarse el nombre de la institución, personas de contacto, teléfonos, dirección, el tipo de proyectos en los que invierte, los montos que invierte, el tipo de apoyo que ofrecen a las empresas seleccionadas para invertir (logística, asesoría, etc.), la lista de empresas en que ha invertido. Este catastro lo puede generar y administrar en una primera instancia una entidad del estado como CORFO, para que una vez que exista una asociación de empresas de Capital de Riesgo como en otros países, sea esta la que tome la responsabilidad. Idealmente este catastro debe ser publico y estar disponible a través de Internet.

Recomendación 3:

Reducir a un 15% parejo, la tasa de impuestos a las ganancias de capital obtenidas de la Industria de Capital de Riesgo que afecta a las “personas” inversionistas.

Racional:

En los países señalados ha sido muy importante para el crecimiento de la industria el fijar los incentivos tributarios correctos. Se ha demostrado, en especial en EE.UU., que existe una correlación inversa entre el monto invertido por la industria y la tasa de impuestos a la ganancia de capital existente. En EE.UU. la tasa aplicable a las ganancias de capital son del 14% y en España del 20%. En Chile la tasa marginal que afecta a las personas puede llegar hasta un 43%, lo que resulta excesivo y desincentivador para la inversión en esta industria.

Recomendación 4:

Eximir de impuesto a las ganancias de capital generadas entre el valor de una empresa antes de abrirse a la Bolsa y el valor de la empresa una vez abierta a la Bolsa.

Racional:

En Chile, la actual legislación tributaria obliga a reconocer como ganancia de capital el mayor valor que se genera con el solo hecho de abrirse a la Bolsa (valor del día antes versus el valor del día posterior a la apertura). Esto es un desincentivo a la apertura a la Bolsa Emergente de empresas nuevas, lo que hace menos viable esta estrategia de salida para las empresas de Capital de Riesgo. En EE.UU. se exime del pago de impuestos por este tipo de ganancias de capital.

Recomendación 5:

Hacer permanente la eximición de pago de impuestos a la ganancia de capital a las empresas que se abren a la Bolsa Emergente por 3 años.

Racional:

En la actualidad existe una norma que exime de pagar impuestos a la ganancia de capital por el mayor valor que puedan obtener las acciones de una empresa emergente hasta en 3 años posteriores a su apertura. Sin embargo esta norma se termina el año 2006 y se propone que sea indefinida. Esta exención es una buena idea en el sentido que premia a los inversionistas que han puesto su dinero en empresas que decidieron abrirse a la Bolsa Emergente. Esta iniciativa incentiva el buscar este camino de salida, transparentando el mercado al momento en que una empresa de capital de riesgo decide liquidar un fondo, reduciendo los costos de transacción, y por ende haciendo más atractivo invertir en fondos de capital de riesgo.

Recomendación 6:

Requerir a los fondos una mantención mínima de 3 años de la inversión en empresas emergentes para acceder a los beneficios tributarios anteriores.

Racional:

Evidentemente, las inversiones hechas por empresas de Capital de Riesgo deben ser no especulativas, por lo que se sugiere establecer un periodo mínimo de 3 años de permanencia de las inversiones para que efectivamente esta industria se transforme en un apoyo real al desarrollo de nuevas empresas. En EE.UU. este periodo mínimo fue reducido en 1997 de 5 años a 18 meses.

Recomendación 7:

Permitir el diferir el pago de impuestos por la ganancia de capital si es que, los dineros obtenidos al liquidar una inversión en una empresa emergente mantenida por lo menos 3 años, se reinvierten en otro antes de 2 meses.

Racional:

En EE.UU. existe un claro incentivo para que los dineros invertidos en la industria de Capital de Riesgo permanezcan en ella. Este incentivo viene dado por el poder diferir el pago de los impuestos a la ganancia de capital si es que los dineros obtenidos de una liquidación se reinvierten en menos de 60 días. Lo que si, EE.UU. entrega este beneficio a empresas que hayan mantenido la inversión solo 2 años. Parece lógico alinear este periodo mínimo a los 3 años establecidos en la recomendación 6.

Recomendación 8:

Hacer extensible toda la legislación e incentivos a fondos privados, sin requerir que estos estén bajo el control de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Racional:

En Chile, todas las normas establecidas que tienden al desarrollo de la industria de Capital de Riesgo están dirigidas a las FIDE. Es decir, se requiere que los fondos y las administradoras estén bajo el amparo de la ley 18.815 y sus continuadoras para poder ser controladas por la Superintendencia de Valores y Seguros, dado que estos fondos son “AFPeables”, es decir pueden comprometer los recursos de los Fondos de Pensiones. Esta es, como se ha demostrado por la experiencia, una trampa sin salida:

Hay que establecer la normativa para poder regular la administración de los fondos, dado que provendrán de las AFP. Las AFP buscan invertir en etapas de menor riesgo relativo, por lo que los fondos van a parar a Capital de Desarrollo en forma casi exclusiva. La industria de Capital de Riesgo se queda coja al no tener proyectos nuevos, ya que no existe financiamiento para ellos. La industria se estanca y no crece.

Hay que romper con esta trampa. Por ejemplo, los recursos de cuasi-capital con que CORFO cuenta, deben hacerse también disponibles para Fondos de Capital de Riesgo privados sin que necesariamente tengan que ser constituidos al amparo de la ley 18.815. El desarrollo de la industria no puede hacerse depender exclusivamente de lo que las AFP decidan. Primero, es una responsabilidad muy grande para las AFP, la que no han buscado. Y segundo, en ninguna parte del mundo ha funcionado.

BIBLIOGRAFIA

- Arrau, P. (2002, 12/04). Agenda Pro Crecimiento, Propuestas de reformas al mercado de capitales II.
- Asociación de AFP. (2001). *Capital de Riesgo: Para aumentar la Inversión Se Requiere Perfeccionar la Normativa* (Asociación Gremial de AFP de Chile, Ed.).
- Bolsa de Comercio de Santiago. (2001, 19 Diciembre). Mercado Emergente Bolsa de Comercio de Santiago (Ed.).
- Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads. Harvard Business Review*. Harvard Business School Press (Ed.).
- Dornberger, U. (2001). La importancia del Capital de Riesgo para la Financiación de Empresas de Alta Tecnología en Alemania [Www.innoways.de] (Vol. Innoways) (14 Octubre 2002).
- EVCA Network News. (2002, Agosto). Wwww.evca.com (6, Vol. European Private Equity & Venture Capital Association) (9 Octubre 2002).
- Fundación Chile. (2001). [Http://www.capitalderiesgo.cl/Term%20sheet.doc](http://www.capitalderiesgo.cl/Term%20sheet.doc) (Vol. Fundación Chile). *Capital de Riesgo* (5/7/2002).
- Herlicq, B. (2001, Mayo). *Fractus: Negociando una nueva ronda de financiación. IESE* (Ed.), (2-601-056).
- Hoffman, H. M., & Blakey, J. (1987, March-April). *You can negotiate with venture capitalists. Harvard Business Review. Harvard Business School Press* (Ed.).
- Kawasaki, G. (2001, January). *The top ten lies of entrepreneurs. Harvard Business Review, F0101B, 1-3 Harvard Business School Press* (Ed.).
- Kuemmerle, W., & Williams, C. (2000, September 5). *JAFCA American Ventures, Inc.: Building a Venture Capital Firm. Harvard Business Review, pp. 1-22 Harvard Business School Press* (Ed.).
- Ley N° 18815. (1989 y 2001, 29 de Julio y 7 de Noviembre). In *Diario Oficial* (Ed.), *Diario Oficial*.
- Marco, J. A. (2002, Mayo). *Winning Strategies for Private Equities in Spain* [Wwww.webcapitalriesgo.com] (11 octubre 2002).
- Martinez, M. (2001, Diciembre). *El Negocio de la Inversión de Riesgo. In BYTE* (pp. 55-61).
- Martí Pellón, J., & Balboa Ramón, M. (2001). *Conceptual Model for Private Equity markets JEL* (Ed.), (G24-F00).
- Martí, J. (2002). *Oferta y demanda de capital de riesgo en España. 2001* [Wwww.webcapitalriesgo.com] (Vol. Universidad Complutense de Madrid) (3 Octubre 2002).
- Murray, G. C., & Burgel, O. (2000). *THE IMPACT OF FUND SIZE AND INVESTMENT PREFERENCES ON VENTURE*.

- Price, W. & C. (2002). *Latest Industry Statistics [Www.nvca.org]* (Vol. National Venture Capital Association) (7-Oct-2002).
- Romo, M. d. l. A. (2002, 15 Abril). *Desarrollo del Mercado de Capital de Riesgo en Chile [Www.ventureslatinas.com]* Ventures Latinas (Ed.), (Vol. Ventures Latinas) (9 de Octubre de 2002).
- Sahlman, W. A. (1990, October). *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.
- San José de la Riestra, A. (2001, Marzo). *Las redes de Business Angels en Europa. Iniciativa emprendedora y empresa familiar, Centre for European Policy Studies. Deusto (Ed.)*.
- Serrano, V. M. (1998). *La aventura de arriesgar capital en México. In Estili Empresarial (pp. 12-13). IPADE*.
- Soley, J. (1999, 01/04/1993). *Capital riesgo (p. 22)*.
- Soley, J. (2001, Julio). *Capital de Inversión (Capital Riesgo y Capital Desarrollo) IESE (Ed.)*.
- Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. (2001). *Norma de Caracter General N° 118*.
- Timmons, J. A., & Gumpert, D. E. (1982, January-February). *Discard many old rules about getting Venture Capital. Harvard Business Review*, pp. 2-6 Harvard Business School Press (Ed.).
- Timmons, J. A., & Sander, D. A. (1989, November-December). *Everything you (don't) want to know about raising capital. Harvard Business Review*, pp. 1-5 Harvard Business School Press (Ed.).
- Zider, B. (1998, November-December). *How Venture Capital Works. Harvard Business Review*, pp. 131-139.