

Maestría en Finanzas UTDT

Año Académico 2017

Alumno: Florencia Ruiz

*Entidades de Capital de Riesgo: Un modelo para el crecimiento
económico*

Índice

1. Abstract	3
2. Metodología	4
3. Operaciones de Capital de Riesgo.....	5
3.1. Tipos de operaciones de riesgo	5
3.1.1. Venture Capital	6
3.1.2. Buyouts	7
3.1.3. Leverage Buy-Outs	8
3.1.4. Mazzanine Financing	8
4. Ciclo de vida empresarial y tipo de financiación	9
5. Riesgos propios de la industria.....	14
6. El ciclo operativo de las inversiones de capital de riesgo	15
6.1. Pre-Inversión	15
6.2. Post-inversión.....	17
6.3. Estrategias de salida	18
7. Principales actores.....	19
7.1. Inversionistas informales (Ángeles Inversionistas).....	20
7.2. Instituciones públicas y privadas.....	20
7.3. Fondos de capital de riesgo (FCR).....	21
7.4. Inversores Corporativos	22
8. Dificultades que enfrenta el capital de riesgo en América Latina.....	22
9. El capital de riesgo como herramienta para promover el crecimiento económico.....	27
10. La experiencia de países desarrollados	32
10.1. El desarrollo en Estados Unidos.....	32
10.2. La evolución de Europa.....	35
10.3. Estrategias de estructuración y su impacto fiscal.....	36
10.4. Políticas para incentivar la industria	39
10.5. Marco Jurídico Español.....	41
10.5.1. Entrevista.....	47
11. La historia del capital de riesgo en la región.....	52
11.1. Regulación y políticas de fomento a la industria: La experiencia de los países de la región	53
11.1.1. Brasil	54
11.1.2. México.....	60
11.1.3. Chile	62

12.	Condiciones para el desarrollo de la industria del capital de riesgo en Argentina.....	69
12.1.	Sistema Emprendedor	73
12.2.	Políticas de fomento en Argentina	75
12.2.1.	Ley de promoción y fomento a la innovación tecnológica.....	76
12.2.2.	Ley de emprendedores	77
12.2.3.	Plan Estratégico de Seguros 2012/2020 (PlaNes)	82
12.2.4.	Régimen de fomento de inversión.....	85
13.	Conclusiones y Recomendaciones	86
14.	Anexos.....	100
15.	Bibliografía	116

1. Abstract

Una de las fuerzas motrices del crecimiento económico es la inversión real en bienes productivos. De este modo da inicio al conocido círculo virtuoso de la economía, en donde una mayor inversión genera empleo, aumenta la recaudación del Estado, incrementa el consumo y da lugar a que un mayor número de familias demanden bienes, lo que fomenta la inversión y da inicio al ciclo nuevamente.

Siendo las Pymes el sector empresarial más predominante de la Argentina, toda propuesta de incentivo a las inversiones debe necesariamente atacar la problemática de estas empresas para desarrollarse, y uno de los grandes inconvenientes que las afecta es justamente el difícil acceso a fuentes de financiación que cubran sus necesidades de fondos a tasas que no destruyan sus retornos.

La industria de capitales de riesgo, entendiendo por esta a aquellas estrategias de inversión en empresas nacientes como aquellas con mayor grado de desarrollo, es un tipo especial de financiación que viene a dar respuesta a los inconvenientes que enfrenta una empresa o emprendedor para acceder al capital necesario para poner en marcha sus proyectos de crecimiento.

Se caracteriza por la adquisición de participaciones de capital en compañías en distintas fases de desarrollo, aportando no solo fondos sino también habilidades de gestión, con el objeto de potenciar su crecimiento y maximizar su valor. La importancia de la industria radica en su capacidad para apoyar el desarrollo de empresas en distintas etapas de crecimiento, desde el inicio de una idea o proyecto hasta los momentos en que ya alcanzó determinado grado de madurez, donde la financiación puede ser necesaria para diversos motivos, como un proceso de reestructuración, salida a la bolsa, etc.

El creciente interés de los gobiernos por fomentar su desarrollo ha dado lugar en algunos países a la creación de entidades de capital de riesgo, entendidas como sociedades o fondos regulados por un órgano estatal y diseñados de modo que se adecúen a las necesidades de la industria, otorgando ciertos beneficios fiscales y otros incentivos para favorecer la captación de recursos.

Si bien en Argentina existen fondos de venture capital y private equity, no existe un marco normativo que regule la actividad en forma completa, de modo que abarque ambos tipos de proyectos y que diseñe normas que faciliten la estructuración de los negocios de los fondos y le den un marco legal y transparente. Por otro lado, no hay control por parte de la CNV u otro ente gubernamental, las transacciones son privadas y de acceso exclusivo a quienes conocen la industria y comprenden los riesgos que asume la inversión.

La creación de un vehículo financiero regulado podría dar lugar a que un mayor número de inversores acceda a este tipo de productos, configurándose como una alternativa de inversión para ciertos individuos como para la ANSES, compañías de seguros, entes gubernamentales y otras instituciones que administran grandes cantidades de dinero.

El objetivo del presente trabajo es proponer soluciones a los problemas que enfrenta el país para el desarrollo de la industria de capitales de riesgo y analizar si la creación de entidades de capital de riesgo pueden ser una solución para facilitar la financiación de empresas pymes y fomentar la inversión y el desarrollo económico. Con el desarrollo del mismo, pretendo dar respuestas a las siguientes preguntas: **¿las ECR pueden promover el crecimiento de las empresas argentinas? ¿Qué medidas deberían ser incluidas en el modelo para fomentar el crecimiento de las ECR en el país?**

2. Metodología

Para responder estas preguntas, se dará un marco teórico con el objeto de definir la industria, sus características y principales actores, así como las dificultades de la región y su potencial para contribuir con el desarrollo económico.

En la segunda parte de este trabajo, se revisará la experiencia en otros países, así como el marco jurídico utilizado, dando atención especial a la regulación española sobre Entidades de Capital de Riesgo, dado que fue diseñada con el objeto de fomentar el crecimiento de las pymes.

En la tercera parte, se revisará la evolución de la industria en el país, así como las condiciones en las que se encuentran las principales variables que contribuyen con su desarrollo, con el objeto de identificar las principales debilidades. Asimismo, se repasarán algunas de las propuestas locales para fomentar el crecimiento de las Pymes con el objeto de identificar fortalezas y debilidades de las medidas revisadas.

Por último, se dará respuesta a los interrogantes planteados, incluyendo una propuesta para fomentar el desarrollo de la industria en nuestro país y algunas sugerencias para su implementación de modo que puedan articularse con el marco normativo local.

3. Operaciones de Capital de Riesgo

Bajo el nombre de operaciones de capital de riesgo se incluyen aquellas transacciones por las que un grupo de inversores realiza aportes de capital a determinadas compañías para lograr su rápido crecimiento o expansión.

Se caracterizan por buscar empresas que no cotizan y que tienen un alto potencial de crecimiento, con el objetivo de participar activamente en sus negocios aportando no solo capital si no también capacidad de gestión para lograr su desarrollo e incrementar su valor, con la expectativa de obtener dentro de un horizonte de mediano/largo plazo, altos retornos sobre su inversión.

El capital de riesgo es usado tradicionalmente como una fuente de financiación de compañías en sus etapas tempranas de crecimiento, caracterizadas por tener escasos fondos propios y alto grado de incertidumbre con respecto a la evolución de sus proyectos, lo que dificulta el acceso a fuentes de financiamiento tradicionales. Sin embargo, el término incluye inversiones en compañías en distintas etapas de su vida, desde su crecimiento hasta su expansión y consolidación, pero que al momento de realizar la inversión cuentan con pequeñas estructuras de organización y cuya capacidad para generar recursos resultan insuficientes para dar curso a sus proyectos de desarrollo.

Generalmente, estas inversiones se materializan a través de fondos o sociedades, administradas por especialistas con adecuada formación académica para hacer una apropiada gestión de los fondos y las inversiones que realiza. Dado los elevados riesgos que asumen y el prolongado horizonte de inversión, están orientadas principalmente a inversores institucionales.

La manera que tienen los inversores de monetizar su inversión es mediante la venta de sus participaciones accionarias, por lo que adquiere importancia clave el análisis de los mecanismos de salida disponibles, las cuestiones relativas a valuación de activos no listados y el proceso de formación de precios, así como el impacto tributario sobre la rentabilidad y la forma de asegurar la liquidez dentro del mercado secundario. A modo ejemplificativo, algunas de las estrategias de salida más usuales son: la oferta inicial de acciones (IPO), venta a inversores estratégicos, venta al propio empresario, etc.

Bajo la teoría anglosajona, se distinguen dos tipos de inversiones: Venture Capital y Private Equity. Las primeras, se asocian generalmente a proyectos empresariales en etapas más temprana y las segundas, a inversiones en empresas ya consolidadas.

3.1. Tipos de operaciones de riesgo

Más allá de las distinciones de acuerdo a la etapa de vida en la que se encuentra la empresa, en general existe coincidencia en que al hablar de Private Equity se hace referencia a un concepto genérico que incluye operaciones de Venture Capital, Buy-outs y Mezzanine Financing.

3.1.1. Venture Capital

Venture Capital es definido por Mike Wright and Ken Robbie¹ como una inversión de largo plazo, de naturaleza privada, en acciones o participaciones de capital, realizada por inversores profesionales en nuevas empresas, donde la principal recompensa es la eventual ganancia de capital, acompañada eventualmente por el pago de dividendos.

La Invest Europe The Voice of Private Equity, en adelante Invest Europe, es la asociación europea de venture capital y private equity, antes conocida como European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). La referida organización, la define como un tipo de inversión en private equity focalizado en startups, dedicada a buscar emprendedores con ideas innovadoras sobre un nuevo producto o servicio y que necesitan capital y experiencia.

Los inversores de venture capital, invierten en negocios que implican proyectos de alto riesgo, poca o nula liquidez y que involucran ideas que aún no han sido probadas. Dada las características típicas de este tipo de inversiones, los retornos exigidos son elevados en relación al mercado de acciones públicas y generalmente están orientados hacia sectores económicos con base en la tecnología y los desarrollos innovadores. A diferencia de las inversiones en private equity, entendiéndola como la realizada sobre compañías con mayor nivel de desarrollo, los fondos de tipo venture capital suelen invertir tomando una participación minoritaria de la compañía, pero sin que ello implique resignar participación en la toma de decisiones trascendentales.

Las inversiones se realizan generalmente por etapas, que se conocen como rondas de financiación. En una primera instancia, se obtiene el compromiso de los inversores de aportar el capital necesario para constituir el fondo, y en una segunda etapa, luego de haber seleccionado las empresas target, se solicita la integración del capital para realizar las primeras inversiones. Es decir, en esta instancia los inversores no desembolsan el 100% del capital comprometido. A medida que avanzan las operaciones y luego de que los administradores del fondo puedan evaluar el comportamiento que ha evidenciado la compañía desde la última ronda de capital, se les solicita el importe restante.

El proceso de captación de recursos mediante rondas permite no solo al fondo evaluar el desempeño de la empresa con los capitales obtenidos y dar seguimiento al curso de las inversiones, sino que también, permite generar un historial de negocios en la empresa target que favorece la captación de recursos. En cada ronda de financiación, el inversor adquiere un mayor conocimiento sobre la evolución de los proyectos, reduciendo la asimetría de la información existente en el primer momento y permitiendo que las futuras rondas de financiación puedan ser ejecutadas con el mismo inversor con el cual el fondo tuvo una relación previa.

¹ (Venture Capital and Private Equity: A review and synthesis, Junio/ Julio 1998).

3.1.2. Buyouts

El otro gran segmento dentro de la industria del private equity son las estrategias de buyout. A diferencia de un fondo de venture capital, invierte en empresas ya consolidadas, con el objeto de mejorar sus negocios y vender su participación a un mayor valor.

Generalmente, las compañías target para este tipo de inversores, son aquellas que tienen experiencia y cierta trayectoria en la industria donde se desenvuelven pero que adolecen de algunas habilidades de gestión para expandir sus negocios, ya sea por la necesidad de atravesar fuertes procesos de reestructuración, la expansión hacia nuevos mercados o la necesidad de desprenderse de algunas líneas de productos o servicios que no están dentro de su objeto principal.

Asimismo, una estrategia de buyout puede estar orientada hacia empresas familiares que, a falta de un sucesor confiable en quien depositar la conducción de su negocio, eligen un fondo de buyout para cubrir este rol. También es muy frecuente que empresas que están listadas en mercados de valores, recurran a estos inversores como herramienta para dejar de cotizar, con el objeto de llevar adelante reorganizaciones estructurales lejos de la mirada del público inversor.

Estos negocios generalmente son más fáciles de estructurar que los proyectos de venture capital, principalmente porque muchos de los problemas que afrontan los segundos están vinculados con las dificultades de poner en marcha ideas no probadas. Asimismo, como producto del mayor conocimiento que tiene el emprendedor sobre el nuevo producto o servicio objeto del negocio, los proyectos de venture capital deben contemplar medidas que permitan regular los conocidos como “problemas de agencia”, en donde la asimetría en cuanto al nivel de entendimiento del negocio entre el emprendedor y los inversores puede dar lugar a que el primero dirija el proyecto en función de intereses personales.

Por otro lado, los fondos de buyout toman participaciones mayoritarias de capital, por lo que muchos de los recaudos necesarios en los proyectos de venture capital para asegurar una adecuada protección de los intereses de los accionistas minoritarios, pierden importancia.

El principal valor creado por estos fondos, está dado por su habilidad para gestionar planes en una industria específica o bajo un determinado modelo de negocio, donde ya sea por tamaño, inexperiencia o desinterés, la compañía no posee las herramientas necesarias para lograr un crecimiento rápido y sostenido.

Otro rasgo típico de estos negocios, es el papel que asumen los ejecutivos. Los fondos de buyout prestan especial atención a la política de incentivos destinada a gerentes y empleados de primera línea, los que frecuentemente tienen una gran parte de su remuneración atada al crecimiento de las acciones de una empresa, de manera de alinear objetivos e incentivar al equipo directivo. Esta medida también suele estar presente en los negocios de venture capital y puede ser utilizado como una forma de superar los problemas de agencia antes mencionados.

3.1.3. Leverage Buy-Outs

Los LBOs son un tipo de especial de buyout en donde la compra de participaciones accionarias se realiza con una gran proporción de deuda garantizada con las propias acciones de la empresa target.

A diferencia de las inversiones de Venture Capital, estas operaciones están dirigidas a negocios en marcha, con una importante generación de flujos y una alta capacidad de endeudamiento.

Bajo esta modalidad, los inversores son capaces de adquirir participaciones de capital de otras compañías comprometiendo una porción muy pequeña de su patrimonio. De esta manera, el alto nivel de leverage amplifica los retornos sobre la porción de capital invertida.

Usualmente, en algunos países, esta estrategia se utiliza para convertir una compañía con cotización pública en privada, con el objeto de reordenar la organización de la empresa y mejorar la eficiencia organizacional, sin el constante escrutinio de la opinión pública.

Cuando la compra es realizada por el equipo directivo de la compañía, esta operación es conocida como Management Buyouts. (MBOs)

3.1.4. Mezzanine Financing

Es un tipo de financiación híbrida entre equity y deuda. Es un vehículo intermedio, ya que provee de financiamiento a empresas que no son lo suficientemente grandes para tomar de un medio tradicional, ni tampoco tan chicas como para financiarse de un fondo de Venture Capital.

Más allá de las particularidades antes comentadas, es frecuente distinguir las operaciones de la industria bajo dos grandes grupos: venture capital y private equity, incluyendo dentro de este último concepto a las estrategias de buyouts, LBOs, MBOs y mezzanine financing.

El cuadro n°1 sintetiza las principales diferencias entre ambos conceptos, haciendo hincapié en algunas cuestiones que serán analizadas con mayor profundidad en las siguientes secciones del presente trabajo.

En general, se puede apreciar que el principal aspecto diferenciador está atado a la etapa de vida en la que se encuentra la compañía y a partir de este punto se desatan otras cuestiones. Las primeras etapas están caracterizadas por un alto nivel de incertidumbre con respecto a la evolución de sus proyectos, lo que representa un riesgo más elevado si se compara con una empresa que planea continuar con la marcha de un negocio ya probado. Por otro lado, la incertidumbre sobre el futuro de los negocios no permite asegurar una estrategia de salida apropiada lo que aleja a los inversores institucionales, más proclives a invertir sus fondos en proyectos con relativo conocimiento y que permitan diseñar estrategias de salida con cierto grado de certeza.

Cuadro N.º 1. Aspectos diferenciadores del Venture Capital vs. Private Equity

	Venture Capital	Private Equity
Etapas de vida de la empresa target	Gestación e inicio (Start Ups/ Early Stage)	Expansión y consolidación (Expansion Stage/ Later Stage)
Tipo de proyectos	Ideas innovadoras no probadas, generalmente relacionadas con la tecnología.	Negocios en marcha, ideas ya probadas y con relativa presencia en el mercado
Inversores	FFF/ Angel Investors / Fondos de VC	Fondos e inversores institucionales
Participación accionaria	Minoritaria	Mayoritaria
Nivel de riesgo	Alto	Moderado
Estrategia de salida	Incierta	Mayores elementos para analizar estrategias de salida con bastante grado de certeza.

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la bibliografía revisada.

Más allá de las distinciones entre cada tipo de estrategia, las inversiones de Private Equity comparten en general las siguientes características²:

- Las inversiones son realizadas en empresas que no cotizan, generalmente en proceso de crecimiento o expansión, o en compañías que estando listadas en mercados de capitales no consiguen alcanzar el capital necesario, ya sea por problemas de precio o liquidez.
- Las inversiones son realizadas por inversores profesionales o estratégicos o por fondos administrados por tales, que conocen los riesgos de la inversión y pueden aportar no solo capital si no también experiencia.
- Como consecuencia del punto anterior, los inversores generalmente exigen el control del directorio para contribuir con el crecimiento de la compañía y asegurarse el rendimiento de su inversión.
- Las inversiones son realizadas por un periodo de tiempo limitado, generalmente 3 a 6 años.
- Las compañías target son generalmente aquellas con alto potencial de crecimiento, ya sea porque están dentro de una industria en auge o porque se trata de un nuevo producto con grandes posibilidades de impactar en el mercado.

La estructura de las inversiones puede variar significativamente de región en región. Así, por ejemplo, las inversiones de este tipo en América Latina generalmente acceden a un menor porcentaje del patrimonio de las empresas que en Estados Unidos, ya que muchas de las compañías latinoamericanas son familiares y que no ceden fácilmente el control de la compañía a otros inversores.

4. Ciclo de vida empresarial y tipo de financiación

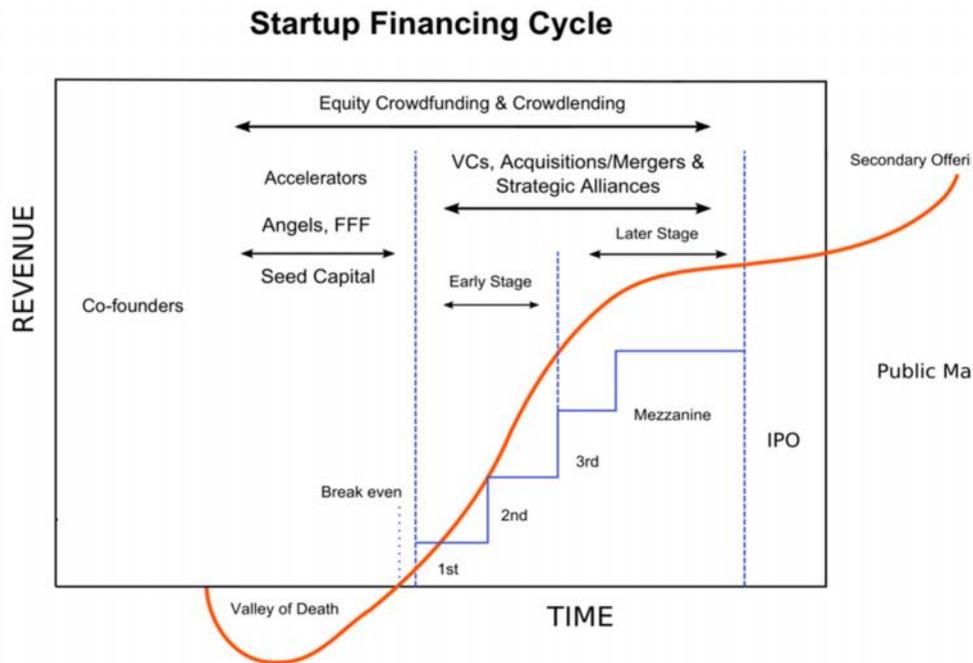
De acuerdo a los conceptos antes expuestos del término Venture Capital y Private Equity, surge una clara vinculación entre el tipo de financiación adecuada para cada ciclo de vida

² (Darrow, y otros, Noviembre 2007)

de una compañía y cómo los distintos tipos de operaciones de capital de riesgo son capaces de ofrecer fondos adecuados a las necesidades de cada etapa.

El Grafico n°1 permite distinguir claramente la vinculación entre las distintas etapas dentro del ciclo de vida de una compañía y el tipo de operación de capital de riesgo.

Figura n°1: Ciclo de vida empresarial y fuentes de financiación



Fuente: Cardullo, Mario (1999)

Seed Stage

Es la etapa prestart-up y se caracteriza por ser el periodo en que el emprendedor define la idea de negocio, valida la tecnología y el mercado, arma el plan de negocio y el equipo de trabajo y realiza todas las actividades necesarias para iniciar operaciones³.

Comprende la etapa de gestación, montaje e iniciación de actividades, lo que incluye la evaluación de ideas, definición del negocio, planificación y puesta en marcha de los primeros productos o prototipos.

Durante esta etapa las fuentes de financiación provienen de los propios ahorros del emprendedor, su familia y amigos (lo que se conoce como Family, Friends and Fools (FFF)), fondos de capital semilla y subvenciones del Estado. La inversión pretende financiar el desarrollo de productos aun no testeados, por lo que el riesgo en esta etapa es muy alto y el horizonte de inversión está vinculado con el proceso de maduración de cada idea.

³ (Echecopar, y otros, Agosto 2006)

Start-Up

Es el periodo comprendido entre la iniciación de operaciones y el momento en que la empresa logra superar el punto de equilibrio (break even). Se conoce también como el “Valle de la muerte” dado que muchas de las empresas no logran superar esta etapa.

Durante ésta instancia se suman los “angel investors” (ángeles inversionistas), que junto con los fondos de capital semilla son especialmente útiles durante ésta etapa, ya que no solo aportan recursos financieros sino también orientación y habilidades de gestión y organización.

Early Stage

Se corresponde con la etapa de crecimiento. Churchill y Lewis⁴, identifican a esta etapa del negocio como supervivencia. El emprendedor ha demostrado que el negocio es viable y que tiene buenas perspectivas de crecimiento. La principal preocupación pasa por si es capaz de generar la suficiente liquidez para solventar los planes de expansión y atender a las necesidades de mantenimiento de los equipos de trabajo.

Para muchos fondos de capital de riesgo, este es el momento para iniciar la primera ronda de financiación.

Expansion Stage

En el grafico está identificada como “2nd. Early Stage” y se corresponde con la etapa definida como éxito según Churchill y Lewin. Estos son aquellos negocios con un equipo de trabajo formado, con negocios viables, y algún tipo de estructura que les permite contratar asesoría especializada para dar los siguientes pasos.

Durante esta etapa, los negocios alcanzaron tal magnitud, que el incremento de las ventas y la necesidad de aumentar el personal hacen inviable el mantenimiento de las estructuras organizacionales de los periodos anteriores, por lo que se vuelve clave el gerenciamiento del negocio, la división de tareas y creación de una estructura divisional definida.

Las empresas que recibieron financiación en el pasado de fondos de capital de riesgo, generalmente acuden a una segunda ronda de financiación, que, además, permiten dar soporte a los nuevos desafíos que enfrentan estas compañías.

Aun para aquellas compañías que no fueron financiadas en etapas anteriores por capitales de riesgo, acceder a fondos de este tipo les permite profesionalizar el proceso de toma de decisiones, mejorar sus procesos, recibir soporte y orientación para poder responder a las nuevas necesidades del creciente negocio, de manera que sean capaces de alcanzar su potencial, generar empleo y crecimiento.

⁴ (Las cinco etapas para el crecimiento de una pequeña empresa, 1984)

Later Stage

Es la etapa de consolidación. Aquí, la empresa logra alcanzar una alta participación en el mercado, el negocio comienza a evidenciar tasas de crecimiento más estables, una gestión más sólida que en etapas anteriores y una buena generación de flujos de efectivo para solventar su capital de trabajo.

Es el momento en que la mayoría de los fondos de capital de riesgo deciden realizar su inversión y vender sus participaciones, ya sea al mercado público mediante un IPO o a través de la venta a otros inversores interesados en continuar con el negocio.

Esta etapa se caracteriza por la financiación del tipo Mezzazine, ya sea de la forma de capital o deuda, donde el principal objetivo del aprovisionamiento de fondos es el de evitar cualquier imprevisto previo a la estrategia de salida seleccionada.

Como se puede observar, las fuentes típicas de financiación encuentran dificultades para participar durante las etapas tempranas de desarrollo de las empresas. La falta de garantías y de generación suficiente de recursos para solventar la creciente necesidad de inversión en activos fijos y en capital de trabajo, las alejan del financiamiento bancario y de proveedores.

Si se trata de la elaboración de un nuevo producto o una idea innovadora, las fases iniciales están caracterizadas por un uso intensivo de inversión en “Investigación y desarrollo” (I+D) con alto grado de incertidumbre y probabilidades de fracaso, e incluso, aún en el caso de que los desarrollos sean fructíferos, la puesta en marcha de nuevos productos y procesos supone fuertes inversiones adicionales. El financista, durante esta etapa, no puede garantizar el repago con el flujo futuro de fondos, ya que incluso ante un escenario en el que las investigaciones dieran buenos resultados, continuar con el proceso implicaría efectuar aun nuevas inversiones sin posibilidades de generar, en esta instancia, ingresos de fondos.

Estas limitaciones no permiten que la compañía pueda responder por la amortización de créditos de corto plazo, dejando como única alternativa los recursos de capital, que generalmente no pueden ser aportados por el emprendedor.

Por otro lado, las sucesivas fases de producción y expansión suelen adolecer de asimetrías de la información entre emprendedores y proveedores de capital, así como conflictos de interés y riesgo moral, más aún si se trata de inversiones en industrias complejas donde el inversor desconoce la naturaleza del negocio.

Se entiende por asimetría de la información a aquellos casos en los que el emprendedor o dueño del negocio, cuenta con mayor conocimiento de la industria en la que desarrolla su actividad que el inversor y puede aprovecharse de esta situación para conducir el negocio sin el control y seguimiento de quien aporta los fondos.

Es así, que los emprendedores pueden destinar los fondos a trabajos de investigación o proyectos que responden más a intereses personales de lo que pueden retribuir en términos

monetarios a los accionistas. Este es el caso, por ejemplo, de un desarrollo tecnológico que destina fondos a la realización de determinada actividad de investigación que le da prestigio y reconocimiento en la comunidad científica, pero provee de escaso retorno al inversor⁵.

El riesgo moral se asocia a las dificultades de prever el comportamiento del emprendedor una vez que fueron otorgados los fondos. Considera el caso de que realice gastos superfluos que no colaboran con el crecimiento del negocio, e incluso si toma financiamiento de terceros puede incrementar fuertemente el riesgo del proyecto si desconoce cómo manejar adecuadamente los niveles de deuda.

Si bien estas dificultades están siendo planteadas desde el punto de vista de la relación del emprendedor y el inversionista en el proceso de crecimiento de un negocio o una idea, las mismas pueden presentarse en negocios con cierto grado de madurez, como pequeñas y medianas empresas, entre los dueños y el inversionista o financista. En este caso, si bien se trata de empresas que se encuentran en etapas más avanzadas de crecimiento cuyas ideas ya fueron probadas y tienen cierto mercado ganado, la magnitud de sus operaciones no les permite generar el flujo de fondos necesario para financiar las necesidades crecientes de capital de trabajo y las inversiones en activos fijos necesarias para lograr el desarrollo.

Al igual que para el emprendedor, estas compañías generalmente no pueden ofrecer fuertes garantías, sus operaciones no tienen la historia suficiente como para reflejar un perfil de comportamiento que pueda ser tenido en cuenta al momento de solicitar una línea bancaria y si acceden al financiamiento bancario, probablemente sea insuficiente para cubrir fuertes inversiones.

P. Gompers y J. Lerner⁵, exponen las ventajas de los fondos de venture capital y cómo logran superar los inconvenientes antes mencionados:

- **Evaluación profunda de cada proyecto antes del otorgamiento del capital:** Incluye el análisis de cada alternativa de inversión para poder identificar aquellos proyectos que prometen altos retornos y buenas probabilidades de éxito.
- **Rondas de financiación:** es la herramienta más eficiente para controlar los gastos e inversiones del negocio. La organización de entregas parciales de fondos distribuidas en etapas predeterminadas, permite monitorear el destino de los fondos del gerente/ socio fundador o emprendedor y reduce las pérdidas potenciales por malas decisiones. A medida que el negocio crece, mejora el proceso de toma de decisiones y disminuyen los conflictos con el socio fundador, se puede reducir la frecuencia de las rondas y por ende, de las reevaluaciones sobre la marcha del negocio.

⁵ (The Venture Capital Revolution, 2001)

- **La sindicalización de firmas:** Con éste término se hace referencia a la agrupación de fondos de distintas compañías para el desarrollo de un mismo proyecto, permitiendo a las firmas de venture capital incorporar fondos de otras firmas al proyecto que originaron. La ventaja de esta alternativa radica, por un lado, en que promueve la diversificación al no aloca todos los fondos en un mismo proyecto, y por otro, es una importante fuente de consulta que limita la toma de decisiones erradas.
- **Soporte a la dirección:** La forma que tienen los inversores de venture capital para brindar asesoramiento sobre la marcha de los negocios es a través de un lugar en el directorio de la empresa target. La participación activa de los inversionistas en la compañía es fundamental para el éxito de la compañía, ya que además de compartir su experiencia y capacidades de gestión, pueden controlar la ejecución de los planes e intervenir en la toma de decisiones, convirtiéndose en una herramienta especialmente útil para monitorear la evolución de su inversión.
- **Compensaciones en acciones u opciones:** Por último, otro mecanismo del que pueden valerse los inversores de venture capital para influir en las decisiones de gerentes y empleados es la determinación de una importante fracción de su remuneración en acciones u opciones sobre el capital. En la práctica, esta herramienta es muy utilizada ya que permite alinear los objetivos de gerentes e inversionistas.

5. Riesgos propios de la industria

Además de los riesgos a los que se enfrenta cualquier inversor, la industria del capital de riesgo tiene ciertas particularidades que es importante tener en consideración si se quiere incursionar en este tipo de inversión, tanto desde el punto de vista del emprendedor o socio fundador como desde la óptica del inversionista. P. Darrow y R. Gibeau⁶, indican que los factores que más dificultaron los proyectos de este tipo en América Latina incluyen, entre otros, discrepancias en la determinación del valor de la compañía; conflictos de intereses entre socios e inversores; resistencia de los socios fundadores de ceder parte del control de la compañía; falta de seguridad jurídica típica de las inversiones en América Latina.

Desde el punto de vista del inversionista, establecer correctamente el valor de la compañía resulta un aspecto determinante para calcular los retornos de su inversión, ya sea al momento de fijar el precio de venta como el valor de entrada (para el caso de compañías en marcha). Se deberán fijar métodos claros de valuación para determinar el valor de la empresa y la participación de cada accionista luego de cada ronda de financiación.

⁶ (Darrow, y otros, Noviembre 2007)

Por otro lado, para acompañar el desarrollo de los negocios, los inversores suelen poner en marcha fuertes estrategias de crecimiento que implican continuos aportes de capital, ya sea de los mismos inversores o de nuevos participantes, de manera que los socios fundadores pueden ver diluida su participación si no suscriben los nuevos incrementos de capital. Atendiendo a este problema, es importante incluir mecanismos de anti-dilución en los acuerdos entre partes.

Otro aspecto fundamental, es poder establecer pautas que regulen las relaciones entre los accionistas. Las inversiones de capital de riesgo asumen la participación de agentes con intereses que suelen estar contrapuestos. Si bien ambos trabajan para lograr el crecimiento del negocio, existe el riesgo de que cambios o discrepancias con respecto a las metas de la compañía y las expectativas de los socios fundadores generen discordias entre ambos.

Además, los socios fundadores suelen presentar resistencia a ceder parte de la dirección de la compañía. Acostumbrados a manejar el negocio de determinada manera, deben aprender a dirigir la compañía con ciertas limitaciones a la hora de tomar decisiones. Los inversores solicitan frecuentemente presentaciones al directorio para conocer la marcha de los negocios e incluso suelen estar involucrados en las decisiones diarias.

Por otro lado, la iliquidez de estas inversiones representa uno de los mayores riesgos a los que se enfrenta el inversor, ya que limita las posibilidades de realizar su inversión. Resulta clave definir posibles estrategias de salida, ya sea mediante la venta de participaciones al mercado público (IPO) o a terceros interesados.

6. El ciclo operativo de las inversiones de capital de riesgo

En toda inversión de capital de riesgo se puede distinguir un ciclo operativo común, que va desde la recaudación de capital⁷ y selección de los proyectos e inversión hasta la aplicación de estrategias de salida para materializar la inversión.

Se pueden diferenciar tres fases: Pre-inversión, Post-inversión y Salida⁸, las cuales serán analizadas a continuación desde la óptica del inversor formal (venture capitalists).

6.1. Pre-Inversión

El objetivo para el inversor durante esta etapa es encontrar el emprendedor que presente un proyecto con alto potencial de crecimiento, ubicado dentro de una industria que ofrezca la posibilidad de generar negocios de gran escala que permitan alcanzar altos retornos.

Sus tareas se van a enfocar en seleccionar no solo el proyecto más rentable sino también el emprendedor que mejor perfil tenga para llevarlo adelante. En este sentido, los

⁷ La etapa de recaudación de capital o “fundraising” aplica para el caso de fondos de capital de riesgo y es el momento en que conforman el capital inicial del fondo para aplicarlo a los proyectos seleccionados.

⁸ (An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy, Agosto 2006).

inversores buscan emprendedores que exhiban ciertas capacidades de gestión, entusiastas y comprometidos con el proyecto. Evalúan su experiencia en el segmento de negocio dentro del que se ubica su propuesta como en la industria del capital de riesgo, valorando el desempeño en previas rondas de financiación o con otras fuentes de financiamiento.

Fundamentalmente durante esta etapa se realizan tres actividades: recepción y evaluación de proyectos de inversión, selección del negocio o la propuesta, y estructuración. Una vez identificado el proyecto y luego de realizar un extensivo análisis del plan de negocio y del perfil de emprendedor, la estructuración del negocio suele ser una de las cuestiones más críticas para los inversores de capital de riesgo, dado que en él se definen aspectos determinantes del éxito de la inversión: valuación y determinación del precio de entrada, composición del Directorio, derechos de voto, definición del proceso de autorización para la realización de determinados gastos por parte de la empresa, así como la definición de mecanismos que aseguren la eventual salida del inversor.

Algunas de las cláusulas que suelen ser incorporadas en el acuerdo como herramientas de protección del inversor son los siguientes:

- Tag Along/ Drag Along: Están orientadas a regular la desinversión en la sociedad y la posible salida de los socios de la misma. En el primer caso, los socios que tengan el derecho podrán sumar sus tenencias a la venta convenida por otro socio con un tercero en las mismas condiciones que fuera pactado. En el segundo caso, el inversor que realice la venta de la totalidad de sus acciones, podrá exigir al resto de los socios que vendan sus participaciones.
- First Offer: Es el derecho de oferta previa, mediante el cual el socio que decide vender participaciones de capital deberá ofrecer sus tenencias al resto de los accionistas, y si ninguno está dispuesto a adquirirlas, podrá ofrecerlo a un tercero.
- First Refusal: Es el derecho de compra preferente, en virtud del cual un accionista interesado en vender participaciones de capital, debe realizar la oferta al tercero que posee el derecho en las condiciones que hayan sido previamente pactadas. En general esta cláusula se gatilla transcurrido determinado periodo de tiempo, actuando como una opción de compra que puede llegar a facilitar la estructuración de estrategias de salida.
- Registration Rights: Es el derecho en función del cual un accionista puede exigir a la sociedad que sea listada en el mercado público, de modo de poder vender sus participaciones, ya sea en una Oferta Pública Inicial o posteriormente en el mercado secundario. Presenta dos variantes: Piggyback Registration Rights y Demand Registration Rights. Mediante el primero, el accionista tiene el derecho de incorporar sus tenencias al proceso de colocación iniciado por la compañía, mientras que en el segundo caso el accionista puede exigir a la sociedad la colocación pública de sus tenencias, aunque la compañía no tenga intenciones de llevar adelante ninguna colocación. Por otro lado, la registración puede ser local o internacional, dependiendo si se exige el registro ante la CNV o la SEC respectivamente.

- Put contra la compañía: Es el derecho de un accionista de vender sus participaciones de capital a la propia empresa luego de un periodo determinado y a un precio determinado o determinable.

Estas cláusulas son las que típicamente forman parte de los acuerdos elaborados dentro de la industria de capital de riesgo, que si bien son muy comunes en Estado Unidos, en nuestra región no siempre son reconocidas por la legislación local y presentan algunas dificultades al momento de ser incluidas en un contrato. Al ser fundamentales para el inversor, ya que facilita el diseño de estrategias de salida, se convierte en uno de los grandes desafíos que debe superar la región para atraer capitales de riesgo.

6.2. Post-inversión

La etapa siguiente a la inversión se caracteriza por el control y monitoreo del proyecto por parte del inversor. No se trata de un control meramente contractual, sino que implica un seguimiento activo de la marcha del negocio acompañado de soporte en la toma de decisiones.

Es una de las formas que tiene el inversor para superar los problemas de agencia, ya que permite seguir de cerca las decisiones tomadas por el emprendedor e intervenir ante alguna situación que pueda ser perjudicial para el negocio.

Además, dado que los fondos suelen ser entregados a lo largo de sucesivas rondas de financiación, el monitoreo de las operaciones es imprescindible para tomar la decisión de acompañar o no la siguiente ronda de financiación.

Para el emprendedor, el valor agregado que ofrece el inversionista durante esta fase es justamente lo que compensa el alto costo de la financiación y es una de las mayores ventajas de este mecanismo frente a otras fuentes más tradicionales, como el crédito bancario. Numerosos trabajos han demostrado que empresas que han sido financiadas por capitales de riesgo exhiben un crecimiento más rápido que otras que recibieron otro tipo de financiación⁹.

El valor añadido se ve reflejado en aspectos como nuevas herramientas de gestión, acceso a fuentes de financiación de otros agentes a mejores tasas como producto de la confianza que genera su participación en el proyecto y una importante red de contactos con amplia trayectoria en start-ups, que conocen la industria, sus dificultades y pueden brindar soporte de acuerdo a su experiencia para solucionarlos. Por otro lado, si el inversor tiene prestigio y reconocimiento en el mercado, genera confianza en el potencial que tiene el negocio para crecer y atrae a otros inversores a que participen del proyecto.

⁹ En el título nº7: El capital de riesgo como herramienta para promover el crecimiento económico, amplío sobre algunos de estos estudios.

6.3. Estrategias de salida

Considerando que la rentabilidad sobre los fondos invertidos se materializa al momento de vender las participaciones en el capital de la empresa target, adquiere especial relevancia la determinación de mecanismos de salida, junto con la definición de métodos de valuación de activos poco líquidos y los efectos de la tributación sobre los retornos.

Las técnicas de valuación más utilizadas presentan ciertas dificultades a la hora de valorar una compañía en sus etapas iniciales. La técnica del DCF (Discount Cash Flow), se encuentra con grandes inconvenientes al proyectar el flujo futuro de fondos en empresas donde el grado de incertidumbre es tan grande que dificulta la elaboración de escenarios confiables. Por otro lado, el método de descuento de dividendos (DDY) trae aparejada la problemática de que este tipo de empresas, y más aún en sus etapas más tempranas, no suelen distribuir dividendos.

En la práctica, de acuerdo a M. Wright y K. Robbie¹⁰, se aplican una o más técnicas de valuación sobre los estados financieros de la compañía junto con el plan financiero elaborado por la gerencia. Estos planes suelen ser sometidos a análisis de sensibilidad para evaluar el impacto del comportamiento esperado de otras variables que pueden influir en la evolución de los proyectos.

Los problemas relacionados con la aplicación de estrategias de salida giran en torno al momento en que se ejerce la opción como en cuanto a la estrategia más adecuada.

En general, existe consenso en que el momento de realizar la inversión es cuando todas las partes pudieron lograr los objetivos propuestos, evitando que los problemas que pudieran surgir entre emprendedores e inversionistas no afecten la estrategia de salida. Por otro lado, es importante monitorear el comportamiento del mercado. Un mercado en alza el más proclive a aceptar precios más elevados para este tipo de empresas y viceversa.

Con respecto al método de salida, generalmente las empresas que salieron al mercado como resultado de un proceso de inversión de sociedades de capital de riesgo, han conseguido colocaciones más exitosas. Este fenómeno es explicado por algunos autores como el resultado de la confianza que genera el hecho de que las empresas hayan sido monitoreadas por inversores profesionales. Además, cuando las sociedades de capital de riesgo mantienen un buen *track record*, el prestigio facilita la colocación.

Si bien existe preferencia por salir al mercado público (IPO) la evidencia indica que son más los casos de venta directa a otros inversionistas, ya sea porque el negocio no alcanzó el tamaño suficiente como para hacer un IPO y que el mismo sea exitoso, o porque la propuesta de otro inversor resultó más conveniente.

¹⁰ (Venture Capital and Private Equity: A review and synthesis, Junio/ Julio 1998 pág. 540)

Un complemento institucional que facilita la estrategia de salida es la existencia de mercados especializados. Algunos ejemplos son el NASDAQ en Estados Unidos, el IAM en Reino Unido, el Neu Markt en Alemania y el Nouveau en Francia.

Los mercados tecnológicos, como los mencionados en el párrafo anterior, surgieron para dar respuesta a la necesidad de facilitar el acceso al mercado de valores de aquellas empresas de la industria que no pueden cumplir las exigencias reglamentarias que imponen los mercados formales. Estos nuevos mercados tienen requisitos de cotización diferentes y hacen mayor énfasis en la transparencia de la información, el tamaño de la compañía o la capitalización bursátil que en la obtención de beneficios como requisitos para poder estar listados y obtener fondos del público inversor.

Las principales características distintivas de estos mercados pasan fundamentalmente por dos aspectos:

- Los **requisitos de admisión** son diferentes a los de los mercados tradicionales. Debido a que la transparencia es fundamental para poder evaluar el riesgo de una inversión los requisitos de publicación de información relevante son más exigentes que los mercados tradicionales. Por otro lado, algunas bolsas de valores de los mercados tradicionales, como la de España, exigen que la empresa haya obtenido beneficios durante un determinado periodo de tiempo anterior a la fecha en que se pretende hacer oferta pública de sus acciones. Este requisito es reemplazado por exigencias de volumen propio de fondos, ventas o activos. Suelen presentar la obligación de publicar información en forma trimestral y la presentación de cuentas conforme a estándares internacionales (como US GAAP) de manera que las cifras sean fácilmente comparables.
- La existencia de **creadores de mercado**. En algunos mercados tecnológicos existe la obligatoriedad de nombrar creadores de mercado para fomentar la liquidez del mismo debido al pequeño tamaño de algunos valores.

En Brasil existen dos segmentos de mercado, el Novo Mercado, cuyos estándares de gobernabilidad, transparencia y protección del socio minorista son más exigentes que los establecidos en la legislación local, y el BOVESPA MAIS, que tiene la finalidad de crear condiciones para que las pequeñas y medianas empresas accedan crecientemente al Novo Mercado.

Estas iniciativas son ejemplos de medidas tendientes a facilitar el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas. Asimismo, no es necesario que estos mercados existan en el mismo país en el cual se ha efectuado la inversión, pero sí es imprescindible que exista un buen acceso a un mercado externo apropiado.

7. Principales actores

En la industria del capital de riesgo, los principales actores del modelo son: los emprendedores, el Estado y los inversionistas.

7.1. Inversionistas informales (Ángeles Inversionistas)

Los ángeles inversionistas se describen como individuos que desean invertir una parte de su riqueza personal en una porción, generalmente minoritaria, de empresas de alto riesgo en sus primeras etapas de crecimiento.

En general, el perfil de estos inversores los describe como empresarios, o ex-empresarios interesados en evaluar emprendimientos en donde puedan aportar además de fondos, experiencia y orientación. Es por este motivo que generalmente seleccionan proyectos dentro de áreas de su interés o que le resulten más familiares y están dispuestos a correr más riesgos y aceptar menores tasas cuando están más atraídos por el negocio que por su rendimiento financiero.

Su interés por el proyecto los hace imprescindibles para el financiamiento de la compañía durante las primeras etapas, ya que los inversores formales generalmente estructurados como fondos, tienden a seleccionar proyectos que tienen cierta trayectoria, poniendo foco en los rendimientos esperados y no en cuestiones vinculadas al encanto del negocio.

Algunos autores destacan la manera en que hacen frente a los problemas de agencia. Mientras los fondos o inversores institucionales incluyen estrictas cláusulas que los protegen y aseguren la salida del proyecto, los ángeles inversionistas perfeccionan acuerdos más informales, prefieren realizar pocas transacciones en el año, pero tomarse el tiempo necesario para evaluar cada propuesta y seleccionar el emprendedor adecuado. Mitigan los problemas de agencia mediante un mayor involucramiento en el negocio y el establecimiento de relaciones más cercanas con los emprendedores y encargados del negocio.

Al estar orientados hacia el financiamiento de start-ups, generalmente no compiten con los inversores formales más interesados en proyectos que ya superaron esta etapa. Sus estrategias de salida no suelen estar previamente planeadas y dado que rara vez continúan vinculados al proyecto hasta que el negocio genere el volumen suficiente como para ser ofrecido en el mercado bursátil, el método más frecuente es mediante la venta directa a otro inversionista.

7.2. Instituciones públicas y privadas

Siendo la innovación una de las fuerzas motrices que impulsa el crecimiento económico a través de la productividad, el Estado debe promover y dar soporte a este tipo de proyectos que fomentan el crecimiento económico. Es por eso que existen en muchos países del mundo, instituciones de carácter público y también otras de carácter privado que generalmente reciben soporte estatal, que tienen como objeto promover el desarrollo de proyectos innovadores, brindando soporte, asesoramiento y subvenciones para dar impulso a sus proyectos.

En **Brasil**, el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) y la Financiadora de Estudios y Proyectos (FINEP) llevan a cabo programas de apoyo a empresas innovadoras.

El BNDES ofrece varios mecanismos de apoyo financiero a las empresas brasileñas. En cualquiera de los negocios seleccionados, desde la fase de análisis inicial hasta el acompañamiento durante su ejecución, el BNDES hace hincapié en tres factores estratégicos: la innovación, el desarrollo local y el desarrollo del medio ambiente.

A través de distintos mecanismos, que van desde el otorgamiento de subvenciones y líneas de crédito preferencial, hasta participaciones en el capital de la empresa, estas instituciones buscan dar apoyo a distintos sectores de la economía para la realización de inversiones.

En **Chile**, la Corporación de Fomento de la Producción, es uno de los principales órganos públicos que ejecuta programas de apoyo a la innovación y creación de empresas.

En **Argentina**, el Programa de Fomento de la Inversión Emprendedora en Tecnología (PROFIET) promueve la inversión de capital de riesgo destinado a la creación de empresas de base tecnológica o a proyectos de investigación y desarrollo de empresas existentes, a través del otorgamiento de beneficios fiscales, financiación a través de la inversión directa de fondos públicos y orientación de las inversiones.

Otro antecedente en el país es la Aceleradora BA Emprende, un programa de capital semilla de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires que busca apoyar y potenciar el proceso de creación de empresas nuevas y de reciente desarrollo en la Ciudad de Buenos Aires.

7.3. Fondos de capital de riesgo (FCR)

Los fondos de capital de riesgo son patrimonios administrados por Sociedades Gestoras que toman participaciones temporales en el capital de pequeñas y medianas empresas cuyos fondos son aportados por terceros, desde inversores institucionales, como fondos de pensión, compañías de seguro, empresas de distinta índole, hasta individuos o inversores particulares.

Con el capital recaudado, conforman múltiples fondos de inversión dedicados a invertir en varios proyectos de riesgo. Esta estructura, responde a la estructura típica bajo la cual suelen estar organizadas estas compañías. En Estados Unidos se conoce como “Limited Partnership” (sociedad limitada) en donde cada fondo conforma un patrimonio separado del de sus aportantes. Son administrados por un socio gerente (General Partner) quien es el encargado de seleccionar las empresas target, brindar apoyo a los empresarios y realizar aportes de capital por cuenta y nombre de la sociedad de capital de riesgo.

A quienes realizan los aportes de capital, se los conoce como “Limited Partners”, que, si bien siguen de cerca la conducción de los negocios, no se involucran en la gestión directa de la actividad. Bajo la literatura estadounidense son denominados “venture capitalists”.

Como industria, pueden proveer financiamiento durante todas las etapas de vida de una compañía, aunque en general, son atraídos por proyectos que ya fueron probados, pero que necesitan soporte en temas gerenciales.

Con su intervención, el potencial de los emprendimientos se une con sus habilidades de gestión, colaborando con dirección y con la generación de una mayor red de contactos para expandir el negocio e incrementar su valor. El valor añadido que sean capaces de lograr está en línea con los rendimientos que puedan alcanzar una vez realizada su inversión.

Las estrategias de salida suelen estar planeadas desde el momento en que se realiza la inversión, a diferencia de los ángeles inversores cuya intervención suele ser más informal, y se orientan preferentemente hacia la oferta pública de acciones en el mercado bursátil o la venta directa a otro inversor interesado en continuar el negocio.

7.4. Inversores Corporativos

Se trata de empresas que proveen de financiamiento a emprendedores y compañías en distintas etapas de crecimiento, mediante aportes de capital para participar del crecimiento de proyectos que directa o indirectamente sean de valor para la compañía holding de la que forma parte.

Es decir, seleccionan proyectos que se ubiquen dentro del sector en el cual opera el grupo, con el objeto de ayudar con su crecimiento y aplicar estrategias alineadas con los objetivos del grupo.

Para los emprendedores, la ventaja de trabajar con estos inversores radica en los beneficios de estar vinculados con empresas que tienen amplia trayectoria en el mercado, desde el rápido acceso a canales de distribución, contactos y proveedores, hasta mayor soporte para desarrollar proyectos de investigación y desarrollo que estén en línea con su negocio. El principal riesgo es la apropiación por parte del holding de la tecnología aplicada y desarrollada por el emprendedor, así como la pérdida de control sobre el negocio, ya que generalmente el interés por el proyecto tiene aparejado un mayor control e injerencia en las operaciones.

Con respecto a las estrategias de salida, estas compañías están menos interesadas en definir estrategias claras, ya que apuntan a generar negocios que sean útiles para la empresa holding y adquiridos por esta.

8. Dificultades que enfrenta el capital de riesgo en América Latina

Varios países de la región han manifestado interés en promover la industria del capital de riesgo como medio para mejorar la productividad, generar empleo y crecimiento. Si bien algunos países muestran un mayor grado de avance que otros, en general la industria aún

no ha logrado tener el crecimiento suficiente como para generar un impacto sobre la economía real.

Algunas de las dificultades de la región radican en los siguientes aspectos¹¹:

Insuficiente desarrollo de los mecanismos de apoyo en la etapa precompetitiva:

La existencia de instituciones que permitan canalizar ideas o proyectos en nuevos productos o empresas es aun escasa. Se ha comprobado en países como Chile y México, la importancia de estas instituciones en desarrollo del capital de riesgo.

En Chile, por ejemplo, se realizaron una serie de proyectos a cargo de CORFO (Corporación de Fomento de la Producción) que van desde el otorgamiento de líneas de crédito hasta la participación directa en el capital de proyectos o compañías en desarrollo.

En la Ciudad de Buenos Aires, durante en octubre de 2016 fue lanzado el “El plan de ciudad emprendedora 2017”, el cual consiste en un conjunto de políticas públicas de apoyo a emprendedores para potenciar las instancias de desarrollo de proyectos mediante programas integrales, que busca propiciar acuerdos, convenios y mesas de intercambio con actores del ecosistema emprendedor.

El plan incluye, a través del programa IncuBAte, la disposición de oficinas, capacitaciones, y el aporte de \$150.000 en capital semilla a cada empresa que sea seleccionada.

A nivel nacional, la nueva ley de emprendedores, dio lugar a la creación de Fondo Fiduciario para el Desarrollo del Capital Emprendedor (FONDCE), con el cual el gobierno podrá financiar emprendimientos de forma conjunta con el sector privado.

Más allá de estos ejemplos, los programas públicos de apoyo al emprendimiento son relativamente nuevos y su existencia no es uniforme en toda la región.

Este tipo de iniciativas permite no solo brindar una fuente de financiación adicional, sino también promover el espíritu emprendedor y la demanda de capital de riesgo, así como destacar aquellos proyectos que tienen potencial y atraer inversores hacia los mismos.

Inadecuadas normas y prácticas de gobierno empresarial

Las normas sobre entrega de información, transacciones con partes relacionadas, uso de información privilegiada, entre otras, resultan insuficientes para regular las relaciones entre accionistas.

En particular, la ausencia de normas que regulen adecuadamente mecanismos de protección al accionista minoritario, como es el caso de los inversores de capital de riesgo, así como la dificultad de hacer ejercer esos derechos.

¹¹ (Capital de Riesgo e Innovación en América Latina , 2008)

Por otro lado, las normas que regulan la recompra de acciones por parte de la empresa muchas veces están restringidas al cumplimiento de ciertos requisitos. Esto limita la implementación de cláusulas típicas en los acuerdos de accionistas, como incorporación de opciones de venta, ya que de esta manera se puede definir una estrategia alternativa de salida para el inversor de riesgo.

En México, la ley prohíbe a las empresas privadas la recompra de sus propias acciones, excepto que esto sea producto de una demanda judicial con el objeto de satisfacer obligaciones crediticias.

En Argentina, las empresas solo pueden recomprar sus acciones ante dos circunstancias: (i) para cancelar acciones previo acuerdo de reducción de capital, o (ii) para evitar un daño grave e inminente a la sociedad.

En Chile, la recompra de acciones está limitada a casos en los que la minoría no aprueba determinada transacción para la cual su voto es necesario, como cambio de control o creación de una nueva clase accionaria con mayores derechos, en cuyo caso la compañía debe recomprar sus acciones.

Otra herramienta muy utilizada en los acuerdos de capital de riesgo, es la creación de *stock option plans* o *warrants* que otorgan el derecho a sus tenedores de adquirir determinada cantidad de acciones, en un momento determinado y a un valor especificado de antemano. También son utilizados como un método de compensación para los empleados claves del negocio, como una herramienta que permite cubrir dos objetivos: por un lado, alinea los objetivos de administradores y dueños del capital al atar parte de su remuneración a las eventuales ganancias de la compañía, y, por otro lado, asegura la permanencia del empleado durante determinado periodo. Esto último, sobre todo, es muy útil cuando se hace oferta pública de las acciones de la compañía, dado que una inmediata renuncia de los primeros niveles gerenciales luego del IPO, daría una mala imagen al mercado y podría afectar fuertemente la colocación.

Los países de la región, en general, limitan la estructuración de estas herramientas y el inversor debe buscar alternativas para superar estas dificultades, ya sea o buscando otras empresas ubicadas en otras regiones, o instrumentar las inversiones mediante la creación de empresas offshore. Estas funcionan básicamente, creando una empresa que este ubicada físicamente en América Latina y que desarrolle sus operaciones en la región, pero cuyas acciones sean de propiedad de una empresa organizada en el exterior, de manera que muchas de estas cuestiones se rigen por la regulación extranjera.

Además, la resolución de conflictos entre accionistas, o entre éstos y otras empresas, se llevan a cabo mediante mecanismos institucionales inadecuados para abordar temas de carácter altamente técnico.

Dificultades para evaluar la rentabilidad esperada de los proyectos

La falta de uniformidad en las prácticas de registro contable y la incompatibilidad con estándares internacionales, dificulta la realización de mediciones confiables para valuar

una empresa, lo que resulta de fundamental importancia al momento de estimar rentabilidades esperadas.

Doble tributación de los ingresos percibidos por los fondos

Dado que las entidades de capital de riesgo, sean estas estructuradas como sociedades o como fondos, se configuran como un vehículo intermedio entre el inversor y la empresa beneficiaria, es necesario un régimen impositivo que contemple la transparencia tributaria e incorpore mecanismos que eviten la doble tributación.

En países donde no se reconoce legalmente un instrumento financiero que regule las sociedades de capital de riesgo, como el caso de Argentina, toda empresa que se constituya con el objeto de tomar fondos de terceros para destinarlos a la inversión de otras empresas o proyectos, se debe regular por las normas generales de la Ley de Sociedades y queda sujeta a todos los impuestos contemplados por el régimen tributario para este tipo de sociedades. Como resultado, el impuesto cae en cabeza de la empresa target, de la sociedad gestora y de los inversores, afectando los retornos finales.

Cultura emprendedora incipiente y estructura tradicional de la propiedad de las empresas

En general, existe resistencia del empresario a compartir el capital con terceros. No valoran lo que pueden ofrecer en términos de oportunidades de crecimiento, acceso a nuevas tecnologías, mejores prácticas y contactos.

Muchas empresas son familiares, y prefieren retener el control de la compañía en manos familiares antes que compartir la administración con terceros.

Baja participación de inversionistas institucionales

El caudal de capitales administrados por los inversores institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguro, los convierte en un proveedor de fondos que ha sido utilizado en muchos países como motor de crecimiento de la industria.

En Latinoamérica, la presencia de fondos de pensiones es creciente, lo que indica que existe un importante potencial para canalizar mayores recursos hacia capitales de riesgo. Sin embargo, la mayoría de sus regulaciones limitan la participación de capitales de riesgo en sus carteras.

Brasil, permite a los fondos de pensiones privados invertir hasta un 25% del patrimonio neto de cada fondo administrado en FIPs (Fondos de Inversión en Participaciones), uno de los vehículos financieros utilizados en el país para la industria. Para el caso de fondos cerrados, este porcentaje se reduce a 20% del total de las reservas de cada fondo, sin poder superar el 25% de total de fondos administrados.

En Chile, los fondos de pensiones no podían invertir directamente en un fondo de private equity extranjero; para poder acceder a este tipo de instrumentos debían hacerlo mediante

fondos de fondos (*feeder funds*), caracterizados por ser fondos chilenos cuya cartera está compuesta en un 100% por otros fondos de private equity.

Si bien esta limitación fue recientemente eliminada, para que puedan incluir estos instrumentos en sus carteras, los mismos deben ser previamente aprobados por la Comisión Calificadora de Riesgo (CCR), las que tienen en consideración, entre otras cosas, el riesgo país del lugar donde está radicado el fondo, la liquidez de dichos instrumentos en el mercado secundario, la existencia de instituciones que regulen su actividad y cuestiones relativas al tamaño del fondo y la sociedad gestora.

Asimismo, para que fondos chilenos puedan recibir aportes de fondos de pensiones, deben pasar por un proceso de autorización similar al de los fondos extranjeros. Particularmente para los fondos chilenos el problema es aún mayor, dado que es difícil que cumplan con las exigencias relativas a tamaño del fondo y de la sociedad gestora.

En Argentina, actualmente no existe un sistema previsional de ahorro privado. Algunas empresas realizan acuerdos con sociedades gerentes de fondos comunes de inversión, con el objeto de crear fondos de pensiones estructurados como fondos mutuos cuyos reglamentos se elaboran de acuerdo a lo convenido entre las partes y cuyos inversores principales serán los empleados o cierta categoría de empleados que adhiera al régimen. Si bien, dada la naturaleza pública del fondo podría afectar los movimientos de la cartera, se fijan comisiones de entrada y de salida para desalentar el ingreso de personas ajenas a la organización, lo que permite controlar los flujos de suscripciones y rescates.

Otro potencial oferente de fondos de capital de riesgo en Argentina son las aseguradoras. En la actualidad, requisitos como determinado nivel de liquidez y calificación crediticia, limitan el uso de instrumentos de riesgo.

Por otro lado, no existe en el marco normativo actual, entidades reconocidas legalmente como vehículos financieros diseñados para captar ahorros y destinarlos a proyectos de private equity y venture capital. Consecuentemente, las reglamentaciones de los instrumentos mencionados anteriormente, no las incluyen dentro de en su abanico de posibilidades de inversión.

Estas restricciones limitan el crecimiento de la industria, dado que un hay un gran potencial de inversores que no pueden acceder al mercado.

Insuficiente desarrollo del mercado de capitales

En la gran mayoría de los países que forman parte de la región, el reducido desarrollo del mercado de capitales y la falta de liquidez, dificulta los mecanismos de salida a través del mercado bursátil.

9. El capital de riesgo como herramienta para promover el crecimiento económico

La importancia de la industria del capital de riesgo, radica en su posibilidad para hacer crecer ideas o proyectos innovadores que pueden ser aplicados a la producción de bienes o servicios, logrando el crecimiento de la compañía y contribuyendo a la generación de empleo y el desarrollo de las regiones donde se desenvuelven.

Es por esto que revisten especial atención del gobierno y muchos países han desarrollado un gran número de políticas públicas para fomentar su crecimiento.

Si bien, no hay dudas de su capacidad como herramienta para fomentar el crecimiento de startups, resulta difícil hacer una relación directa entre el crecimiento de los negocios relacionados con el capital de riesgo en un país determinado y su nivel de productividad y desarrollo económico, sobre todo dado que éste último se ve influenciado por diversas cuestiones que nada tienen que ver con la industria del capital de riesgo. Sin embargo, el número de patentes registradas en un país, el nivel de gasto destinado a investigación y desarrollo, el número de empresas creadas, y la vinculación de estos elementos con el PBI y el desarrollo del capital de riesgo en el país, son algunas de las variables que suelen ser utilizadas como proxy.

Existen varios estudios que analizan la relación entre la industria de capital de riesgo y el desarrollo de un país. De acuerdo a un análisis realizado por Tomas Mayer¹², un aumento en un 0,1% del PBI en las inversiones de capital de riesgo, contribuye con un crecimiento de la economía real del 1%.

En su informe, basa sus conclusiones en el análisis empírico de 20 países europeos entre 1994 y 2004. Los resultados de sus estudios, reflejan que hay una relación positiva entre el nivel de desarrollo de la industria de capital de riesgo y el crecimiento de la economía y que esa relación es estadísticamente significativa. Agrega, por otro lado, que el impacto sobre la economía es mayor si se considera únicamente los proyectos asociados a empresas en etapas tempranas de desarrollo.

Por otro lado, es importante preguntarse si el efecto no es el contrario, es decir, si un mayor desarrollo económico (por diversas cuestiones) genera las condiciones para que estos proyectos sean más atractivos. En el mencionado informe, el autor distingue entre operaciones de venture capital y private equity. La puesta en marcha de proyectos más riesgosos, probablemente sean llevados a cabo bajo entornos macroeconómicos que muestren ciertos signos de estabilidad, por lo tanto, es probable que el aumento de proyectos de venture capital sean producto de expectativas positivas de crecimiento económico.

¹² (Private Equity, a spice for European economies, Octubre 2006)

Sin embargo, no pasa lo mismo para ciertas operaciones de buyout cuyos motivos están vinculados a cuestiones familiares o procesos de reestructuración que nada tienen que ver con el desarrollo económico y que muchas veces tienen lugar en momentos de crisis.

Asimismo, el autor destaca que sus conclusiones deben ser vistas en perspectiva, sin perder de vista el componente cíclico de estas inversiones. El rendimiento pasado de los fondos generalmente atrae nuevos capitales y esto puede conducir a que las empresas target sean sobrevaluadas, como producto de la competencia entre fondos por el mejor proyecto. Consecuentemente, los rendimientos esperados son menores y los gestores atacan este problema tomando mayores riesgos, como, por ejemplo, conformando carteras fuertemente apalancadas. Esto tiene dos efectos, por un lado, un riesgo excesivo puede perjudicar a la economía, y por otro lado, un deterioro en el desempeño de los fondos puede perjudicar el flujo de capitales hacia la industria en el futuro, reiniciando el ciclo.

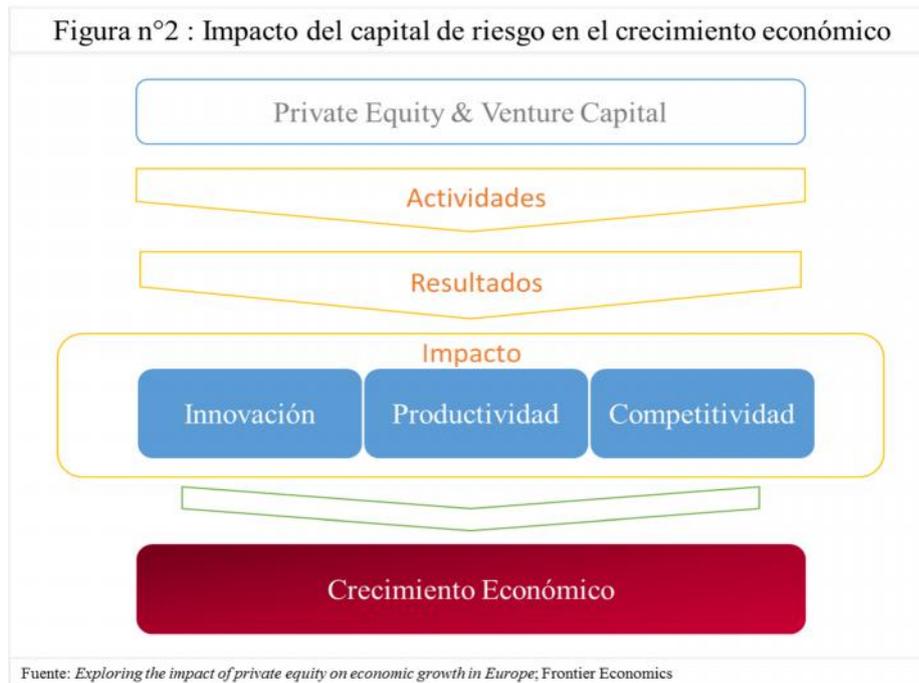
Otro informe realizado por EVCA¹³, analiza la capacidad que tiene la industria para crear nuevos puestos de trabajo mediante un estudio que considera las operaciones realizadas entre 1997 y 2004. Estas son sus principales conclusiones:

- 1 millón de puestos de trabajo fueron creados entre el 2000 y 2004 por empresas financiadas con capitales de riesgo, de los cuales 420 mil son producto de empresas que recibieron fondos de private equity y 630 mil proviene de empresas en etapas tempranas de desarrollo;
- Empresas financiadas por capitales de riesgo, emplearon a más de 6 millones de personas en Europa en el 2004, lo que representa un 3% de los 200 millones de personas económicamente activas en Europa.
- Dentro de las propias compañías financiadas, el crecimiento del empleo creció en promedio un 2,4% y 30,5% según sean empresas respaldadas por capitales de private equity o venture capital respectivamente.

Otro reporte¹⁴ analiza los canales a través de los cuales la industria del capital de riesgo promueve el desarrollo económico, resumido en la siguiente figura:

¹³ (Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, 2005)

¹⁴ (Frontier Economics Ltd., 2013)



Actividades:

Los fondos de capital de riesgo son vehículos financieros que brindan alternativas de inversión para aquellos inversores en busca de altos retornos y que pueden soportar elevados riesgos. Invierten en empresas de diferente tamaño de acuerdo al objetivo del fondo y brindando servicios de asesoramientos y herramientas de gestión para mejorar sus procesos, lograr un rápido crecimiento y retribuir a los inversores con el mayor valor creado.

Resultados

Los principales resultados de sus operaciones:

- Incremento de las inversiones de capital de una economía
- Proveen de un nuevo instrumento financiero de largo plazo para inversores institucionales como fondos de pensiones y aseguradoras.
- Crean nuevas empresas y nuevos puestos de trabajo
- Introducen herramientas de gestión en las empresas en donde están invertidos, permitiendo construir empresas sostenibles en el tiempo

Impacto

Fundamentalmente el impacto sobre el desarrollo económico se canaliza mediante tres pilares:

- **Innovación:** Las entidades de private equity y venture capital fomentan la innovación incrementando las inversiones en I+D y desarrollando empresas que

pueden transformar ideas aplicadas a productos o servicios que tienden a ser más innovadores que la media.

- Productividad: Mejores prácticas organizacionales, así como la inversión en nuevos bienes de capital o herramientas de producción, dan lugar a un uso más eficiente de los recursos. Las firmas de private equity y venture capital logran este objetivo mediante el aporte de herramientas de gestión como de los fondos necesarios para hacer las inversiones requeridas.
- Mayor competitividad: la mejora de los procesos y el crecimiento de las empresas generalmente son hechas teniendo en cuenta las mejores prácticas del mercado mundial, de modo que las compañías son más competitivas no solo local si no también internacionalmente.

Las conclusiones comentadas se basan en estudios empíricos realizados por diferentes autores (Anexo n°1), cuyos resultados más importantes se incluyen a continuación:

- Un incremento del 1% en las inversiones de private equity, está asociado con un incremento entre el 0,04% - 0,05% de las patentes registradas en EEUU.
- El 8% del gasto industrial agregado provino de empresas financiadas con fondos de private equity, así como el 12% del gasto en innovación
- Las patentes registradas por empresas respaldadas por capitales privados son más útiles para mejorar la productividad de las compañías
- Las empresas que utilizaron capitales privados reflejan menores tasas de incumplimiento de pagos;
- Existe una relación positiva entre la cantidad de firmas de private equity y el número de empresas creadas por año

Con respecto a su potencial para promover el desarrollo de empresas pymes, algunos autores¹⁵ consideran que no es una herramienta que reemplace otras políticas de fomento más específicas. Se basa en que las empresas pymes que están dentro de rubros tradicionales no tienen el perfil de las compañías que buscan los inversores de capitales de riesgo.

En este sentido, sostiene que el capital de riesgo es empleado como instrumento para fomentar la creación de empresas innovadoras, generalmente vinculadas a la ciencia y la tecnología, con un elevado riesgo pero que prometen altos retornos. Además, como el riesgo está asociado a la falta de conocimiento de los productos que ofrece, el inversor de capitales de riesgo se convierte en la figura más apropiada para superar las dificultades de poner en marcha proyectos o ideas no probadas en el mercado, ya que no solo aporta capitales monetarios si no herramientas de gestión y está dispuesto a asumir los riesgos asociados.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que los procesos innovadores se fueron transformando a lo largo del tiempo, de modo que no solo aplican para proyectos vinculados con internet, hardware y software. De acuerdo a una entrevista realizada por

¹⁵ (Capital de Riesgo para la innovación: Lecciones aprendidas de países desarrollados, Diciembre 2006)

el diario La Nación, “se puede aplicar mucha tecnología en sectores tradicionales como salud, educación, finanzas, vivienda, agronegocios y energías renovables. Todas son necesidades y dan para innovar”¹⁶

Si se observan las inversiones de venture capital por región en Estados Unidos y Europa, podemos notar que esta herramienta también es utilizada para otros sectores ajenos a la ciencia y la tecnología. (ver Anexo n°2).

Mientras en Estados Unidos el 44% de las inversiones durante el año 2015 estuvieron concentradas en proyectos vinculados con internet, en Europa no hay un sector con una concentración tan marcada. El sector que más recibió inversiones de este tipo es el “life sciences”, que incluye todo desarrollo científico que pueda ser traducido en bienes o servicios para el mejorar el bienestar general, con un 33,87%, seguido por computadoras y consumos electrónicos con un 19,93% de las inversiones de venture capital.

Sin embargo, si se tiene en cuenta la inversión en total en la industria de capitales de riesgo (incluyendo proyectos de private equity), en Europa el sector más predominante es el de productos y servicios industriales con un 23,11%.

Más aún, de acuerdo a la información provista por EVCA, solo el 11,14% de dichas inversiones fueron destinadas a proyectos vinculados con desarrollos tecnológicos de alto contenido innovador.

Los fondos de private equity tienen otras fuentes de crecimiento que no siempre están vinculados con procesos de innovación. La creación de valor, en este caso, se produce mediante procesos de restructuración o consolidación que pueden ser utilizadas por las pymes.

Asimismo, si observamos el tamaño de las empresas que recibieron capitales de riesgo en Europa medido por la cantidad de empleados que manejan, podemos notar en promedio en el periodo obtenido de 2007 a 2015, 2.132 compañías de menos de 20 empleados recibieron financiación de este tipo por año.

¹⁶ María Susana García Robles, Principal oficina de inversiones en etapa temprana del FOMIN (BID); “Inversores de riesgo: 5 miradas sobre la Argentina”; La Nación; 13/07/2015.

**Cuadro n°2: Inversiones de acuerdo al número de empleados de la empresa target
(2007 - 2015)**

Cantidad de empleados	Promedio de compañías beneficiadas	Promedio del tamaño de las inversiones
0 - 19	2.132	784
20 - 99	1.575	3.008
100 - 199	482	7.974
200 - 249	127	11.019
250 - 499	300	15.337
500 - 999	199	30.967
1,000 - 4,999	244	57.470
5,000 +	64	112.440

Fuente: Invest Europe

Si consideramos el total de empresas con menos de 100 empleados, el número asciende a 2.706 empresas que pueden ser consideradas pymes y que obtuvieron este tipo de financiación.

Sin embargo, también es cierto que aquellas ubicadas en rubros muy tradicionales, tales como lavanderías, peluquerías y pequeños comercios, no sean el destino buscado por los inversores, principalmente por los bajos márgenes que ofrecen.

Teniendo en cuenta lo analizado hasta el momento, se puede inducir que es una herramienta, no excluyente de otros mecanismos, que puede servir para que las pymes accedan a fuentes de financiación alternativas, en particular aquellas que pongan en marcha proyectos que tengan el potencial de generar impacto y un rápido crecimiento (más allá del rubro en donde se ubique) y aquellas empresas, de mayor tamaño, que estén atravesando procesos de reestructuración o busquen desprenderse de una línea de productos, las que podrían ser objeto de fondos buyout.

10. La experiencia de países desarrollados

En esta sección revisaré la evolución de la industria en las principales economías desarrolladas con el objeto de conocer el marco en el que se desarrollan estas operaciones y sus principales características.

10.1. El desarrollo en Estados Unidos

La industria del venture capital y private equity tienen sus orígenes en el mercado norteamericano. La primera empresa de capital de riesgo, American Research and Development, fue creada en 1946 con el propósito de comercializar las tecnologías desarrolladas durante la segunda guerra mundial. Fue la primera empresa en proponer un modelo de negocio basado en proveer de financiamiento a nuevas y pequeñas compañías con el propósito de elevar su valor y compartir el up-side con las compañías invertidas.

A raíz del éxito de ARD, fue creado en EEUU una figura que iba a permitir imitar el modelo de negocio propuesto por ARD. Se trataba pequeñas compañías inversoras denominadas “Small Business Investment Companies”, que permitió dar el primer despegue a la actividad.

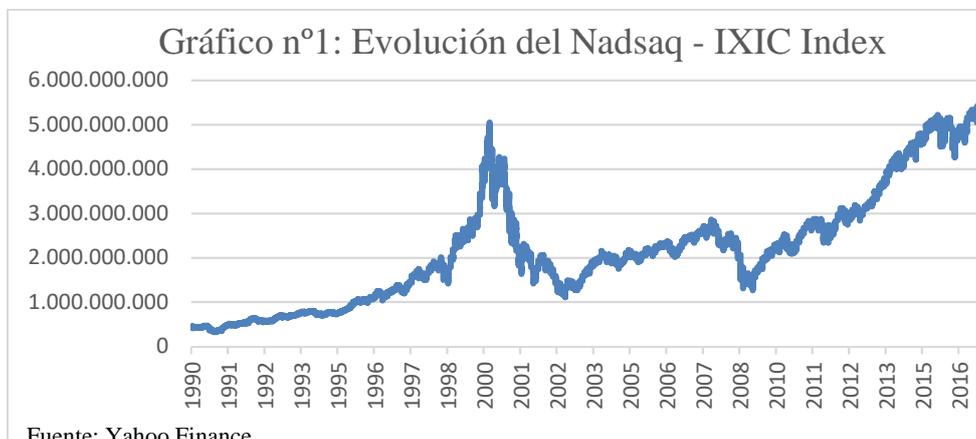
En el año 1960, se diseñó el modelo bajo el cual se estructuran estas inversiones en la actualidad denominada “Limited Partnership”. Bajo la nueva figura comenzaron a aparecer más sociedades, pero fue recién en durante la última etapa de los '70 y principios de los '80 que esta actividad comienza a mostrar sus primeros flujos importantes de capital, alcanzando su auge durante la década de los '90, en particular durante el último periodo como producto del auge de la industria tecnológica.

La gran vinculación de la industria de venture capital con la tecnología e innovación y su capacidad para hacer crecer proyectos de este tipo junto con el nacimiento de internet, desencadenó en la creación de muchos fondos e infinidad de empresas respaldadas por éstos. Muchas compañías surgieron en esta época acompañadas por capitales de riesgo, como Apple Computer, Compac, Federal Express, Intel, son algunos ejemplos.

Otro importante hito en el desarrollo de la industria en Estados Unidos, fue la incorporación de inversores institucionales mediante la revisión de la “Regla del Hombre Prudente” contenida en el Employment Retirement Income Security Act. De este modo, en 1979 se permitió que los fondos de pensiones pudieran destinar parte de sus recursos en fondos de venture capital y private equity lo que significó una fuerte entrada de capitales hacia dichos fondos.

El gráfico n°1, muestra la evolución del Nasdaq (mercado de valores norteamericano especializado en empresas tecnológicas) medido de acuerdo al valor del índice IXIC el cual replica sus movimientos. Como se puede apreciar, tuvo un crecimiento exponencial durante fines de 1999 hasta mediados del 2000 donde se comienzan a evidenciar algunos signos de desaceleramiento hasta alcanzar una fuerte caída durante el año 2001, como consecuencia de la crisis.

El contar con un mercado especializado fue otro de los factores que facilitó el desarrollo de la industria, ya que dotaba de mucha liquidez a los instrumentos allí negociados.



A comienzos del nuevo siglo, la industria tuvo su primera crisis luego de que la burbuja financiera de las empresas *punto com* comenzara a desinflarse, dejando sin salida a miles de fondos que tuvieron que liquidarse y perder gran parte de lo invertido. Los niveles de inversión se redujeron a más de la mitad, volviendo a los niveles anteriores al boom.

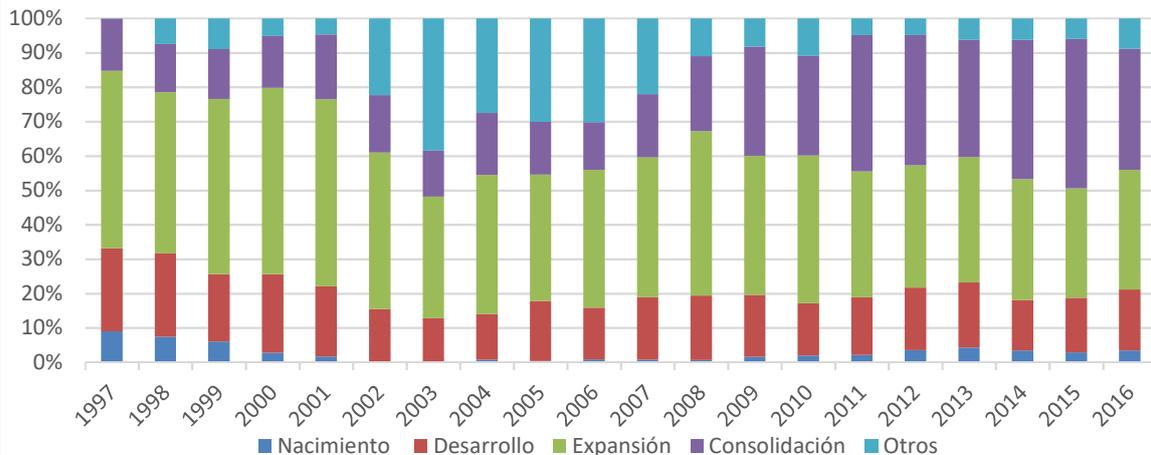
En el siguiente grafico podemos apreciar esta evolución, y como la industria se comienza a recomponer recién a partir del 2014.



Después de la crisis, muchas fueron las lecciones aprendidas por los inversores. La industria ha podido tomar conciencia de los riesgos de estas inversiones, de la necesidad de buscar oportunidades que sobrepasen las fronteras y de los ciclos propios de la industria. Esto ha permitido a los gestores y las sociedades de capital de riesgo adquirir experiencia, contribuyendo con la consolidación de Estados Unidos como líder de la industria.

Otra característica del mercado norteamericano es que, como producto de que su evolución estuvo fuertemente atada al auge de las empresas tecnológicas, sobre todo aquellas vinculadas al desarrollo de plataformas de internet, los proyectos se concentraban en etapas más tempranas de crecimiento de las empresas. El gráfico n°3 muestra esta tendencia y cómo ha evolucionado la industria, ya que en los últimos años ha ganado participación la inversión en empresas con mayor grado de desarrollo, dando cuenta de que no sólo es un instrumento útil para el nacimiento de nuevas compañías, sino también para el desarrollo y consolidación de empresas ya existentes.

Gráfico nº 3: Inversiones en capital de riesgo por etapa de desarrollo de las empresa



Fuente: PwC/CB Insights MoneyTree™ Report

10.2. La evolución de Europa

La historia en Europa no es tan uniforme como en Estado Unidos, pero en la mayoría de los países el factor común para el crecimiento de la industria fue la iniciativa pública.

En Francia, el despegue de la actividad se la puede ubicar a principios de la década del '70, con la creación del Instituto de Desarrollo Industrial y las sociedades financieras de innovación. Hacia fines de la década, la actividad se expandió a todo el territorio francés con la creación de institutos regionales de participación y tuvo su expansión durante los primeros años de los '80, marcado por la creación de la Asociación Francesa de Inversores en Capital de Riesgo y los primeros Fondos Comunes de Colocación Riesgo.

En 1985, fueron reconocidas legalmente las sociedades de capital de riesgo, marcando una notable diferencia con respecto al tratamiento de estas sociedades en Estados Unidos, ya que, al igual que otros países de la región, definen un vehículo legal específico para estructurar este tipo de inversiones, con apoyo tributario y regulaciones en cuanto a la gestión de los fondos (límites por empresas, requisitos de desconcentración, controles por parte de una autoridad de control, etc.).

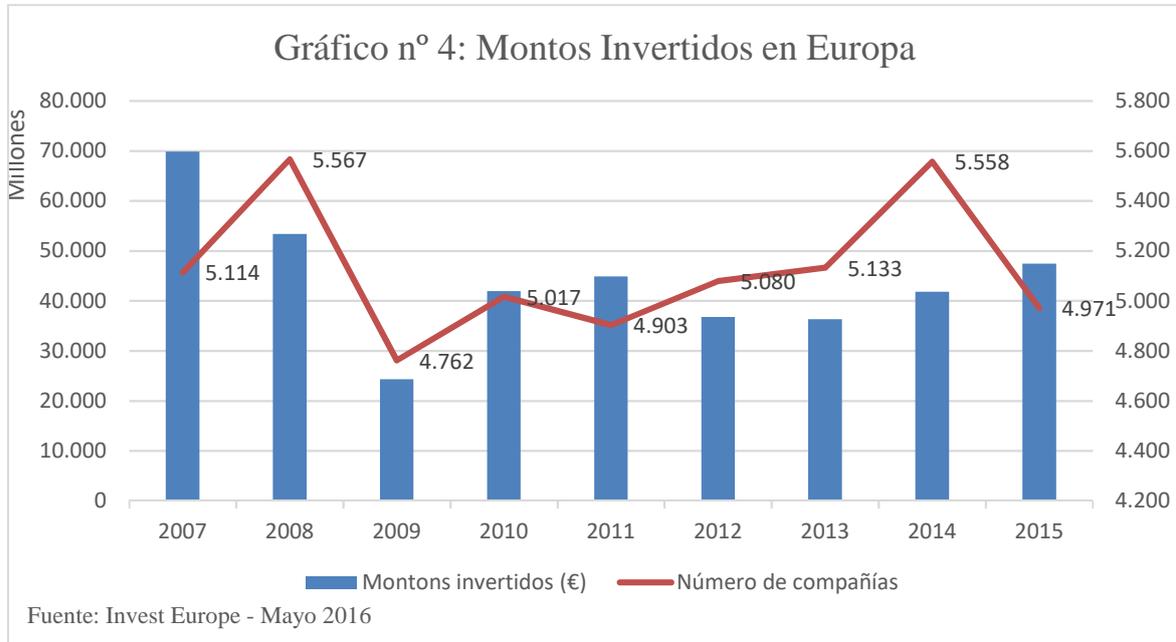
En España, por otro lado, la actividad fue impulsada por la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, creada en 1972. Esta etapa se caracteriza por la gran participación del Estado en promover la constitución de empresas y revitalizar el tejido empresarial.

En una segunda etapa, luego de la creación de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), el papel público fue desplazado por el privado y se crearon numerosas sociedades que administraban un número creciente de capital.

En la actualidad la industria se encuentra aún en proceso de consolidación. Dos factores contribuyeron su fortalecimiento: Su cercanía con otros países desarrollados y el reconocimiento de un marco legal a las entidades de capital de riesgo, que tuvo su primera

reglamentación con el Real Decreto-Ley 5/1992, posteriormente modificado por la ley 25/2005 y recientemente actualizada por la ley 22/2014.

El siguiente cuadro muestra los montos invertidos en Europa desde el año 2007 hasta 2015 y su relación con la cantidad de empresas que accedieron a esta fuente de financiación.



Como se puede apreciar, los montos invertidos aún son escasos al lado del mercado norteamericano. Si se evalúa el desarrollo por país, los países que más concentran las inversiones de este tipo son Francia, Alemania y Reino Unido, que para el 2015 tenían un 17,3%, 13,9% y 25,9% respectivamente del total de las inversiones en Europa, concentrando más del 50% de las inversiones de venture capital y private equity de la región. (Anexo nº3)

10.3. Estrategias de estructuración y su impacto fiscal

La típica estrategia de estructuración de estas inversiones es la utilizada en Estados Unidos, a través de una sociedad denominada “limited partnership”, que, *“sobre la base de establecer compromisos de aportes de capital por parte de terceros, conforma múltiples fondos de inversión de patrimonio separado, cada uno de los cuales invierte en varios proyectos de riesgo. Cada fondo es administrado por un “general partner” que realiza aportes de capital por cuenta de la SCR, y, en conjunto con los empresarios innovadores, participa activamente en la gestión de cada proyecto, para lo cual posee derechos de decisión sobre su condición”*¹⁷

El socio general o general partner, es aquel que tiene conocimiento sobre administración de empresas de manera que se encarga de la selección de las compañías que conformaran

¹⁷ (Capital de Riesgo para la innovación: Lecciones aprendidas de países desarrollados, Diciembre 2006)

la cartera y de brindar asesoramiento a las mismas mediante su participación en el directorio.

Esta estructura es la más flexible de todas, dado que se rigen por el acuerdo firmado entre accionistas, donde definen la política de inversión, el plazo de duración de las inversiones, las relaciones entre accionistas y las relaciones entre accionistas y gestores, entre otros.

Cuando se estructuran inversiones bajo este esquema donde los participantes provienen de diferentes países, se crea la necesidad de definir un vehículo de inversión que evite la doble imposición.

Generalmente la sociedad (o partnership) se crea en las jurisdicciones que reconocen esta figura y que contemplan mecanismos de transparencia tributaria, de modo que los beneficios o pérdidas son atribuidos a los socios y no a la sociedad.

Por otro lado, la inversión en las empresas target habitualmente no se efectúa directamente por la partnership, sino que se utilizan sociedades holding ubicadas en jurisdicciones que reconocen un régimen tributario favorable.

En este sentido, la búsqueda de dicha jurisdicción responde a la evaluación de los siguientes factores¹⁸:

- La existencia de convenios entre el estado donde está ubicada la empresa target y el país donde se constituye el holding, de manera que eviten la doble imposición. De este modo, lo que se busca es que las ganancias queden exentas en el lugar donde está ubicada la empresa holding, por las plusvalías generadas en el estado donde se invierte.
- El tratamiento de los dividendos, con el objeto de buscar aquellas jurisdicciones que permitan la salida de dividendos bajo la menor tributación posible.

Por último, habitualmente la sociedad gestora se ubica en el país de residencia de la empresa target, de manera que se somete al régimen tributario correspondiente a cualquier sociedad anónima o limitada, según la forma societaria elegida. Para evitar que la sociedad gestora sea considerada como el vehículo de inversión y por lo tanto el impuesto alcance a todas las rentas obtenidas por la misma, deberá actuar como un prestador de servicios de asesoramiento.

La segunda alternativa de estructuración utilizada en países como España y Francia, es la creación de un instrumento jurídico específico, que regule la actividad y su operatoria y que sea objeto de los beneficios impositivos necesarios para estimular la actividad y no afectar tan fuertemente los retornos.

Siguiendo con esta última estrategia, muchos países han optado por definir un vehículo financiero legalmente reconocido, regulando ciertos aspectos de su actividad. Más allá de las normas particulares de cada país se identifican rasgos en común:

¹⁸ (El ciclo del capital de riesgo en Europa: Su gestión y aportación de valor, Marzo 2005)

1. El objeto de inversión: Participación temporal en el capital de otras empresas y servicios de asesoramiento para lograr el crecimiento de la compañía y obtener los beneficios derivados de las plusvalías sobre el capital.
2. Características de las empresas target: Medianas y pequeñas empresas, o inclusive un proyecto o ideas con potencial de convertirse en una empresa, cuyos valores no coticen en el mercado de valores (bajo ciertas excepciones). Si bien no es excluyente, suelen estar orientados a negocios vinculados a la tecnología o de contenido innovador.
3. Plazo de la inversión: Se fija un tiempo durante el cual se deben mantener las inversiones en cartera, con el objeto de evitar inversiones especulativas y atendiendo a que, por la naturaleza de los proyectos, los resultados de la gestión suelen extenderse en el tiempo.
4. Políticas de desconcentración de cartera: Se suelen establecer límites sobre la participación que se puede asignar a cada empresa o industria, con el objeto de mantener inversiones minoritarias y no tomar el control de la compañía.
5. Regulación y autorización para funcionar por parte de una autoridad de control estatal.

Como factor de estímulo a la industria y considerando el impacto que tiene sobre los retornos, se suelen fijar beneficios impositivos a todas las inversiones que se ajusten a las condiciones mencionadas o se inscriban dentro del régimen legal constituido.

En algunos casos, las entidades reguladas se estructuran como fondos cerrados pero con cotización. A diferencia del modelo de las *limited partnership*, estos fondos no devuelven el capital invertido y la eventual ganancia generada únicamente al momento de la realización de la inversión, ya sea mediante oferta pública de las acciones de la compañía o venta particular. A cambio, la retribución a los inversores se realiza mediante el pago de dividendos, como cualquier otra sociedad que cotiza en bolsa.

Por otro lado, en países como Alemania, Italia y Estados Unidos que no definen un vehículo jurídico específico que sea destinatario de ciertos beneficios impositivos, fijan pautas para que la aplicación de dichos beneficios se adapte mejor a las inversiones de riesgo.

De esta manera, se determinan exenciones impositivas o límites sobre el monto imponible incluidos en forma general en la ley de impuesto a las ganancias pero que están dirigidas a los inversores de capital de riesgo. En general, se establecen ciertos requisitos que responden a las características propias de estas inversiones: (i) límites en la participación, (ii) periodos mínimos de tenencia de las inversiones y (iii) naturaleza del beneficiario (generalmente se privilegia a inversores residentes)¹⁹.

De este modo, intenta asegurarse que el beneficio sea obtenido por inversores minoritarios (típicos de la industria de venture capital) y que el objeto de inversión sea mantener las

¹⁹ (Capital de Riesgo para la innovación: Lecciones aprendidas de países desarrollados, Diciembre 2006)

inversiones hasta lograr cierta maduración de la compañía y no con carácter meramente especulativo.

10.4. Políticas para incentivar la industria

Además de las políticas tendientes a diseñar estructuras capaces de atraer inversores, el paquete de incentivos para lograr el desarrollo de la industria ha incluido políticas tendientes a facilitar la creación de empresas y apoyar el desarrollo de negocios innovadores.

En este sentido, se repasan a continuación algunas de las medidas implementadas por países desarrollados:

- Incentivos fiscales para pequeñas y medianas empresas. Con el objeto de reducir la carga tributaria durante los primeros años de una empresa, algunos países como Inglaterra y Estados Unidos, han diseñado escalas crecientes en la tasa a aplicar de impuesto a las ganancias de acuerdo a los ingresos generados en el año. Esto permite aliviar la carga fiscal no solo de empresas en etapas de constitución, sino también para aquellas compañías en desarrollo, estableciendo tasas acordes a su tamaño y la etapa de crecimiento en la que se encuentran.
- Posibilidad de deducir los gastos e inversiones de puesta en marcha. Esta medida está especialmente dirigida a la creación de empresas nuevas, donde durante los primeros años se suelen realizar fuertes inversiones cuyos resultados tienen lugar en períodos posteriores.
- Incentivos para contratar personal calificado. Algunos países han diseñado sistemas de reducción del impuesto a las ganancias de capital obtenidas sobre ciertos valores emitidos por la empresa para destinarlos al pago de remuneraciones a ejecutivos y empleados.
- Aportes no reembolsables para el desarrollo de investigaciones. Se trata de subsidios otorgados por el gobierno o agencias especializadas, destinadas a el desarrollo de un proyecto de investigación, un nuevo producto o tecnología.
- Prestamos subordinados otorgados principalmente por agencias especializadas en la promoción industrial o de carácter tecnológico.
- Sistemas de garantías, para facilitar el acceso al crédito bancario.
- Créditos otorgados por los bancos a largo plazo y a bajas tasas pero que son intermediados por la banca privada.
- Programas de promoción que consisten en la realización de aportes de capital por organismos del estado o instituciones especializadas, ya sea en forma directa, adquiriendo participaciones de las empresas target, o en forma indirecta, mediante la compra de cuotas de fondos cuyo objeto es la financiación de compañías nuevas o innovadoras.

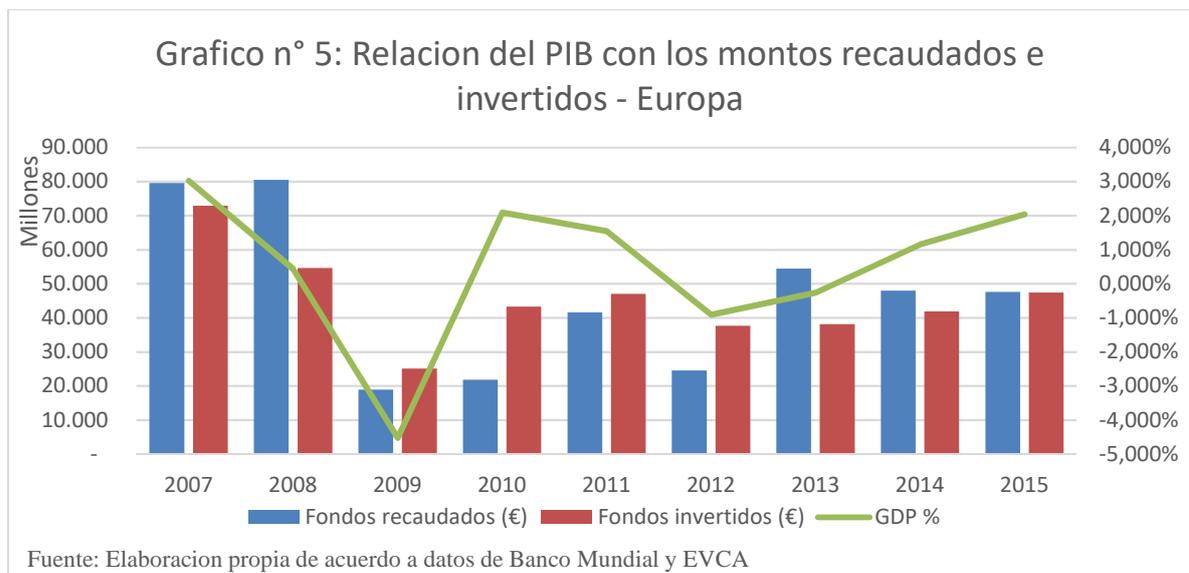
Todos estos mecanismos tienen como principal objetivo promover la creación de empresas, y con ello, permiten aumentar la demanda de fondos de capital de riesgo.

Si bien es importante crear las medidas necesarias para fomentar la industria, tanto del lado de la oferta como de la demanda, no hay que perder de vista el papel que juega el adecuado entorno macroeconómico y el crecimiento de la economía.

Considerando como termómetro de la economía el PIB de Europa durante el periodo 2007-2015 y relacionándolo con el total de capital recaudado e invertido, podemos notar la fuerte relación que hay entre los ciclos económicos y el movimiento de la industria.

El gráfico n°5 refleja la vinculación de estas variables. En épocas de bonanzas, cuando la economía está en auge, los inversores tienden a aumentar su apetito por el riesgo bajo el sentimiento de que el mercado seguirá su sendero alcista y el entusiasmo generado por las ganancias que probablemente ya fueron acumulando. Por otro lado, un emprendedor o empresario se verá más estimulado a iniciar un nuevo proyecto o incursionar en un nuevo mercado ante un contexto macroeconómico más propicio para nuevas oportunidades de negocios.

De la observación del gráfico n°5 podemos notar que el total de dinero recaudado alcanzó su pico máximo dentro del periodo considerado, en el año 2008, año en que explotó la burbuja financiera creada por los créditos hipotecarios. Esto se puede explicar si atendemos al ciclo de la industria de capital de riesgo, ya que los montos recaudados probablemente respondan a compromisos de aportes previamente pactados. Además, si observamos el total invertido, se verifica una disminución notable con respecto al año anterior como reflejo del desaceleramiento de la economía, hasta alcanzar su punto más bajo en el año 2009.



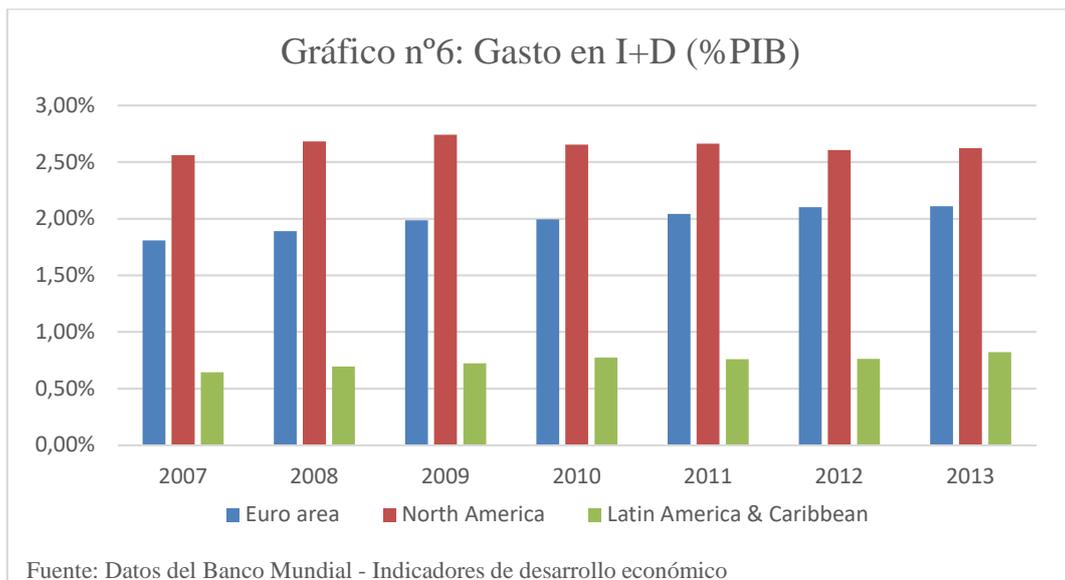
El ciclo continúa con un mayor número de inversiones a medida que se recupera la economía, momento en el que probablemente se hayan utilizado muchos de los fondos recaudados con anterioridad que no pudieron ser colocados.

Por otro lado, las economías desarrolladas tienen mercados de valores más desarrollados, lo que facilita la elaboración de estrategias de salida. La falta de liquidez es un problema que afecta directamente a la industria del capital de riesgo, ya que es una de las modalidades preferidas por los inversores para materializar sus ganancias.

En este sentido, muchos países han optado por la creación de bolsas especializadas, con ciertas políticas de acceso más flexibles y generalmente orientadas a un tipo de industria en particular. Así nació el Nasdaq en Estados Unidos, para proyectos de carácter tecnológico, donde realizaron sus ofertas empresas de renombre como: Yahoo!, Amazon, e-Bay, Google y Mercado Libre.

Otro aspecto que tiene un efecto positivo tanto sobre la demanda como la oferta de capitales de riesgo es el nivel de gasto en I+D (investigación y desarrollo). El descubrimiento de nuevos procesos o tecnologías que puedan ser aplicadas a la elaboración de bienes y servicios, estimula la demanda de estos fondos para llevarlos adelante, además de que crea un ambiente más propicio al nacimiento de nuevas oportunidades de negocios, despertando el interés de inversores.

El siguiente gráfico refleja este componente, ya que tanto la región europea como Estados Unidos mantienen un nivel gasto en I+D como proporción sobre el PIB ampliamente mayor a Latinoamérica, donde la industria del capital de riesgo aún tiene un gran camino por delante.



10.5. Marco Jurídico Español

La regulación española tiene sus orígenes en el año 1976, bajo el Real Decreto Ley 18/1976, el cual que fue el promotor de las sociedades de desarrollo industrial. Estas instituciones se ubican como los precedentes de las sociedades de capital de riesgo, las cuales recién fueron reconocidas como tal en el año 1986 como parte de una serie de medidas urgentes administrativas, fiscales, financieras y laborales.

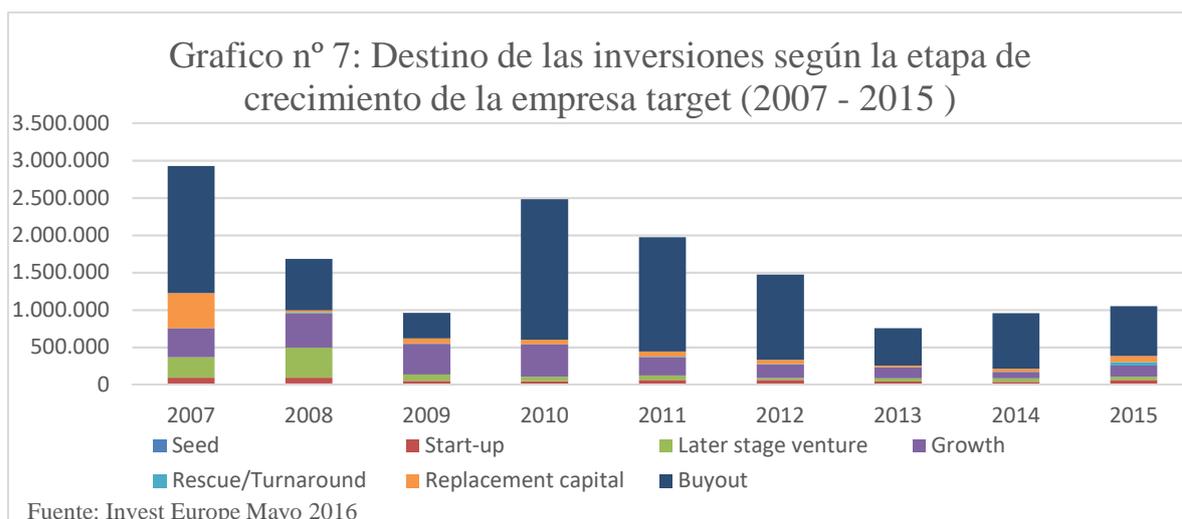
El régimen mencionado, fue profundamente modificado por la Ley 1/1999, en donde se reconocen dos entidades jurídicas: las sociedades de capital de riesgo y los fondos de capital de riesgo. Si bien el régimen era suficiente considerando el momento en el que fue sancionado, el crecimiento en la utilización de este instrumento de inversión, hizo

necesaria la incorporación de cambios que se acompañen dicha expansión y se adaptan a las necesidades crecientes de la industria.

La Ley 25/2005, derogo la regulación anterior e introdujo una serie de modificaciones que apuntaban a la agilización del régimen administrativo, la flexibilización del régimen de inversiones, la creación de la figura de fondos de fondos, régimen fiscal favorable, así como la atribución del grueso de las competencias a la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Este nuevo marco legal supuso un verdadero impulso al capital de riesgo en España, pero su crecimiento fue desigual, ya que la mayoría de las empresas que fueron financiadas por este tipo de instrumentos, son compañías en etapas maduras que se han beneficiado de los fondos de private equity y las operaciones apalancadas.

El grafico nº7, evidencia claramente que el destino de las inversiones en España fue principalmente para operaciones de buyouts, las que típicamente buscan empresas ya consolidadas, reflejando, en promedio para todo el periodo considerado, un 64% del total invertido.



Con el objeto de fomentar un crecimiento equilibrado del sector y de incorporar al marco normativo a las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), se sanciona la Ley 22/2014, del 22 de noviembre de 2014, la que regula las ECR, EICC y sus sociedades gestoras.

El capital de riesgo, según la mencionada Ley 22/2014, es definido como:

“... entidades de inversión colectiva del tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal... consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de los países miembros de la OCDE.

Las entidades de capital de riesgo serán gestionadas por sociedades gestoras autorizadas conforme lo dispuesto por esta ley

Las ECR pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital de riesgo (SCR) o de fondos de capital de riesgo (FCR)...”

La ley agrupa bajo las operaciones de capital de riesgo, tanto a las actividades de venture capital, destinadas a financiar proyectos en etapas tempranas, como de private equity, orientado a empresas ya constituidas. Particularmente, bajo el nuevo marco normativo, se incluye a las ECR-Pymes, con el objeto de orientar las inversiones hacia empresas de pequeño y mediano tamaño.

Por otro lado, define un objeto social principal, el cual consiste en la toma de participaciones temporales en empresas que no cotizan, lo que delimita el ámbito de aplicación de la normativa, de modo que solo puedan ingresar al régimen aquellas que cumplen con dicho objeto.

Desde el punto de vista jurídico, las ECR pueden tomar tres formas:

- Sociedades de Capital de Riesgo: Son sociedades anónimas con un capital mínimo de €1.200.000, cuya gestión de activos puede ser llevado a cabo por la propia sociedad o por una sociedad gestora.
- Fondos de Capital de Riesgo: Son definidos como patrimonios separados sin personalidad jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores y administrados por una sociedad gestora.
- Entidades de Capital de Riesgo Pyme, ya sea constituido como fondo o como sociedad, en cuyo caso el patrimonio mínimo asciende a €100.000

Para que una entidad pueda constituirse bajo el tipo especial de ECR-Pyme, debe invertir en empresas que cumplan con los siguientes criterios:

- No coticen sus acciones en el mercado de valores;
- Tengan menos de 250 empleados al momento de realizar la inversión;
- Su activo anual no supere los 43 millones de euros, o bien su volumen de negocios anual no supere los 50 millones de euros, al momento de realizar la inversión;
- Que no se trate de una institución de inversión colectiva;
- Que no se trate de empresas financieras o de naturaleza inmobiliaria.

Por otro lado, la ley española distingue entre actividades principales y complementarias. La primera incluye:

- La toma de participación en el capital accionario de empresas que no cotizan, con la excepción de poder adquirir acciones de empresas listadas bajo la condición de que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los 12 meses siguientes a la toma de participaciones.
- Inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo este constituido en más de un 50% en inmuebles, siempre que estén afectados al desarrollo de una actividad económica.

- Inversión en otras ECR

Como actividad complementaria, incluye la concesión de préstamos participativos, así como otras formas de financiación bajo ciertas limitaciones, y la realización de actividades de asesoramiento dirigida a las empresas que constituyen el objeto principal.

En definitiva, se trata de entidades, constituidas como sociedades o como fondos, que tienen como objetivo principal la toma temporal de participación en empresas que no coticen (bajo ciertas excepciones) con el objeto de contribuir con su crecimiento y expansión, y brindando en forma complementaria servicios de asesoramiento.

Inversiones

Con respecto a la política de inversiones, la ley define el tipo de instrumento que puede formar parte de la cartera y ciertos porcentajes mínimos de participación, dejando en manos de cada entidad la regulación específica de las inversiones en sus respectivos reglamentos de gestión o acuerdos de accionistas.

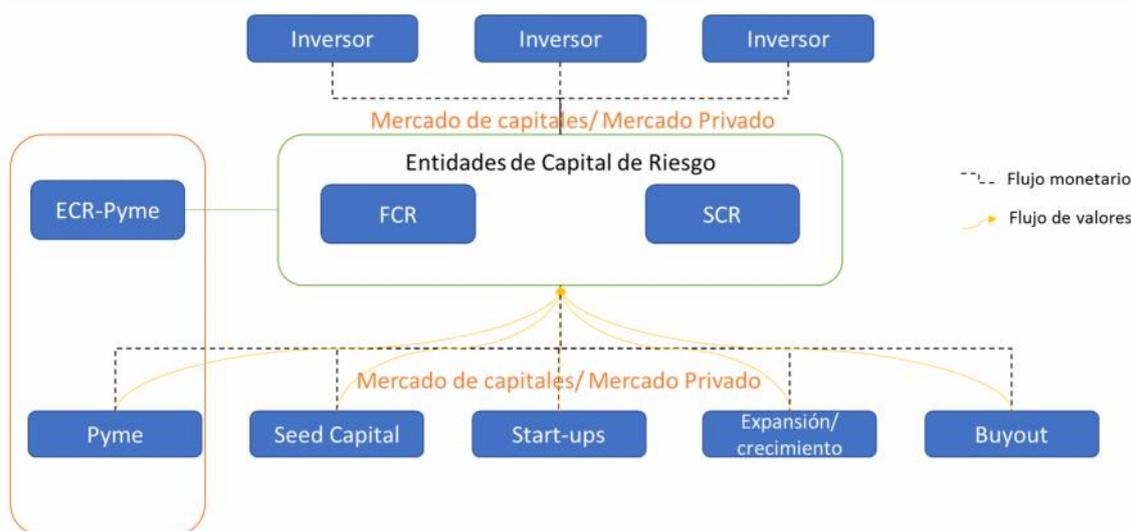
De ese modo, establece un coeficiente de inversión obligatoria que asciende al 60% del activo computable, orientado a cubrir las necesidades de financiamiento de las empresas target de acuerdo a lo definido en su actividad principal. El 40% restante, puede ser alocado en otros instrumentos, con el objeto de diversificar los riesgos de la cartera y permitir una mayor flexibilización al administrador.

Para el caso de las ECR-Pyme, el coeficiente obligatorio es del 75% del activo computable. El Anexo n°4 se deja constancia de las diferencias con respecto a los instrumentos que pueden formar parte del coeficiente obligatorio según se trate de una ECR regular y una ECR-Pyme. En definitiva, estas últimas tienen un régimen financiero más flexible, de manera que puedan hacer más uso de préstamos participativos y de deuda.

Por otro lado, existen limitaciones por grupo de empresas, de modo que las ECR ordinarias no podrán invertir más de un 25% en una misma empresa, ni más del 35% en empresas del mismo grupo. Para el caso de las ECR-Pymes, estos porcentajes ascienden al 40% de su activo computable.

El siguiente esquema permite visualizar el modelo descripto:

Figura nº2: Entidades de capital de riesgo españolas – Esquema de funcionamiento



Fuente: Elaboración propia de acuerdo a la información analizada

Tanto las cuotas de los fondos de capital de riesgo como el capital de las sociedades de capital de riesgo, puede tener oferta pública, de manera que sus inversores pueden acceder a ellas a través del mercado público o privado.

Por otro lado, los instrumentos en los que pueden invertir las ECR, si bien en su mayoría serán comercializados en el mercado privado, la regulación permite la adquisición de valores con oferta pública dentro del coeficiente de libre disponibilidad.

Los beneficiarios de estas inversiones pueden ser tanto pymes sujetas al régimen especial o empresas en distintas fases de maduración, siendo comprensivo de operaciones de venture capital como de private equity.

Condiciones de comercialización

Otro aspecto importante también regulado en la ley española, se refiere a las condiciones de comercialización. Si bien estos fondos están mayormente dirigidos a inversores profesionales, la ley permite que inversores no profesionales accedan a este tipo de inversiones bajo ciertas condiciones:

- Que se comprometan a invertir al menos 100.000 euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos que asume la inversión;
- Que justifiquen tener la experiencia en la gestión, administración o asesoramiento de ECR similares a aquella en la que se pretende invertir;
- Que inviertan en ECR cotizadas en bolsas de valores

Estas medidas, abre las puertas a un mayor número de inversores, ya que permite el acceso a profesionales o individuos con cierto conocimiento del negocio y un mínimo de capital disponible, o para aquellos que no cumplen con esos requisitos, pero quieren invertir en la industria mediante el mercado de valores.

Régimen tributario

Resulta de especial importancia el régimen tributario aplicable a estas entidades, dado el impacto que tiene sobre los rendimientos esperados por el inversor.

En la medida que las entidades estén encuadradas dentro de las definiciones de la ley, gozan de un régimen fiscal especial en el impuesto a las sociedades, tanto para las ECR como para los inversores.

Entidades de capital de riesgo

Tanto las sociedades como los fondos son sujetos pasivos del impuesto sobre sociedades español. Sin embargo, se configuro un régimen especial que apunta a acercar la base imponible al resultado operativo, evitando la doble imposición y facilitando la estructuración de estas operaciones.

En concreto, el régimen abarca las siguientes medidas:

- Los dividendos y participaciones que reciban las ECR estarán exentas, cualquiera sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones;
- Exención del 99% de las rentas positivas que se obtengan de la transmisión de valores representativos de capital de las empresas que forman parte de su actividad principal, siempre y cuando se realicen en entre el segundo y decimoquinto año de tenencia.
- Los intereses obtenidos por las financiaciones que conceden estarán incluidos dentro de la base imponible;
- Las pérdidas que obtengan de las entidades que forman parte de su cartera, serán deducibles del impuesto a la renta.

En resumen, los dividendos y las ganancias de capital disfrutan, en la mayoría de los casos, de la exención para evitar la doble imposición (carga impositiva en cabeza de la empresa target y en cabeza de la ECR), por lo que no supone costos adicionales para los inversores.

Inversores

En lo que respecta a los aportantes del capital, la ley distingue entre residentes y no residentes, facilitando el acceso de inversores extranjeros. De este modo, el régimen tributario se resume en los siguientes puntos:

- Inversores Extranjeros: Los dividendos o participaciones de beneficios como las ganancias por transmisión de sus tenencias, no se entenderán por obtenidas en España, por lo que no estarán sometidas a tributación alguna en el país.
- Personas jurídicas residentes en España: Los dividendos o participaciones de beneficios como las ganancias por transmisión de sus tenencias, están exentos y por lo tanto no tributan.
- Personas físicas residentes en España: Los dividendos o participaciones de beneficios como las ganancias por transmisión de sus tenencias tributan de acuerdo al régimen general.

10.5.1. Entrevista

Con el objeto de conocer cuáles fueron las principales ventajas de la regulación española y las dificultades identificadas desde el punto de vista de alguien que participo activamente en la industria, incluyo en esta sección la entrevista realizada a Carlos Doussinague, Director de Inversiones de Santander Private Equity S.A., SGEIC, ubicada en Madrid España y que forma parte del Grupo Santander.

Desde el punto de vista de la experiencia en las inversiones de venture capital y private equity ¿Cuál es tu visión sobre el marco normativo español y las dificultades que tuvieron para la implementación de operaciones de venture capital y private equity?

La regulación española, en línea con la europea, ha sido muy exitosa, ya que lo que fundamentalmente tiene ventajas fiscales para los partícipes muy importantes, con lo cual hay que cumplir determinados requisitos, pero en el fondo han logrado que toda la industria del capital de riesgo y en particular la española se haya desarrollado bastante bien.

Más allá de la regulación, que me parece un requisito mínimo para que la industria funcione, me gustaría comentar el alcance de mi experiencia en la industria y las dificultades que tuvimos.

Nosotros comenzamos hace 10 años desde la gestora de Santander a evaluar el negocio y vimos que el banco tenía una cuota de participación muy grande en productos cotizados y regulares y era difícil crecer, entonces se buscaban cosas más atípicas donde la gestora no participara y por lo tanto hubiera un mayor potencial de crecimiento. Se identificó la industria de private equity y de fondos de infraestructura como un segmento de mercado en el que en su momento el banco no tenía participación.

El objetivo era buscar áreas de crecimiento y ofrecer nuevos productos a nuestros clientes. Creamos un fondo de capital de riesgo de infraestructura y para lo que es puramente private equity, pensamos que el riesgo reputacional que tenía el banco era muy grande. Las inversiones algunas salen bien otras mal, y al final lo que se trata es que las que salen bien compensen a las que salieron mal pero en definitiva siempre habrán algunas que no funcionaran. Cuando algo va mal, eso se traduce en despidos, problemas con las administraciones, etc. y se consideró que eso generaría conflictos con la actividad tradicional del banco.

Se decidió entonces, que para la actividad de private equity pura las inversiones se realicen mediante fondos de fondos. Es decir, levantar el dinero e invertir en otros fondos de private equity de modo que ahí el conflicto potencial quedaba muy diluido.

Las inversiones en infraestructura no son intensivas en mano de obra y son mucho más resistentes, el riesgo de que estas empresas cayeran en insolvencia o que eso generar un

riesgo reputacional para el banco era menor, por eso para este tipo de negocio se decidió realizar directamente las inversiones.

Los conflictos que se pueden derivar de realizar inversiones directas de private equity en empresas, cuyo negocio puede no funcionar, caer en insolvencia y dar lugar a despidos tienen un costo reputacional para el banco mucho más grande de las ganancias adicionales a las que puede acceder con esta nueva línea de negocios y no compensa el riesgo.

La regulación es como un requerimiento mínimo para que la industria funcione bien, si la regulación es mala ya no seguimos hablando, por lo que, al evaluar el negocio y las dificultades de la industria, hay que pensar en otras cosas adicionales a la regulación.

Una de estas cuestiones son los clientes, a quienes vais a ir a buscar para obtener el dinero para levantar fondos de private equity o de infraestructura.

A grandes rasgos, hay dos grandes tipos: Institucionales y retail o banca privada. Ambos tienen pros y contras.

Un cliente institucional tiene muchos fondos para elegir con track records internacionales, fondos de 15, 20 25 años, especializadas en determinado sector y con grandes patrimonios administrados. Además, estos clientes institucionales tienen cada vez mayor reticencia a iniciar negocios que puedan generar conflictos de interés con el banco. Prefieren gestoras independientes. Nuestra ventaja competitiva frente a otras compañías es pequeña, por lo que el cliente institucional es más difícil de captar.

Entonces lo que hicimos fue buscar clientes de banca privada, con determinado patrimonio de suficiente tamaño y que quieren probar otros productos de más riesgo y bastante más de rentabilidad, sobre todo ahora en un entorno de bajas tasas. Este es el cliente que hemos tratado estos años.

Después de ya 10 años de esto, mis conclusiones son algo pesimistas. En España hemos llegado a la conclusión de que para el Banco y para la gestora el riesgo que se plantea ahí es muy asimétrico. Asimétrico me refiero a que, si tu levantas dinero de clientes de banca privada del banco y lo aplicas a un fondo de private equity, haces tus inversiones y puedes alcanzar dos resultados: que el negocio funcione y alcances los retornos pretendidos, o que no funcione y pierdas lo invertido. Si te va bien, inclusive, el banco va a ganar muy poco con esto. El cliente va a estar contento, va a lograr una tir de dos dígitos probablemente y el banco ganará la comisión de gestión de un producto que en cualquier caso nunca va a ser una gran cifra si se compara con otros productos.

Si va mal, tienes unos riesgos extraordinariamente altos. Los clientes le van a reprochar muchas cosas al banco, hemos vivido mucho de esto. Pasa porque los clientes de banca privada, en mi experiencia en estos años, no son inversores demasiado sofisticados ni demasiado acostumbrados a un producto así. No solo porque el producto tiene un gran riesgo, sino porque es un producto complejo. En primer lugar, se tarda mucho en poner a trabajar el dinero: los clientes hacen el compromiso el día uno, pero los desembolsos se realizan a medida que se van haciendo las inversiones en los activos subyacentes y eso

típicamente puede tardar 5 años. Es decir, durante 5 años se les está pidiendo el dinero a los inversores y durante 5 años es posible que aún no se haya invertido todo lo comprometido.

Incluso una vez que han llamado todo el dinero y se han realizado las inversiones, el periodo de recupero es también largo, a medida que uno va consiguiendo realizar las desinversiones de las empresas subyacentes. Estamos hablando de fondos de 10, 12 e incluso 15 años. Por más de que el cliente sea advertido, que se firmen *disclaimers* y se proteja a la sociedad gestora, ellos no siempre tienen la paciencia de esperar todo ese tiempo, incluso cuando las inversiones están prosperando.

Esto abre la puerta a un montón de temas, por ejemplo, el riesgo crediticio. Cuando un inversor hace un compromiso de 1 millón de euros ¿qué pasa si luego llamas el dinero y no acude? Se abren una serie de problemas que tienen solución, pero pasan por penalizaciones y conllevan una necesidad de gestión y de costos que es lo que hace que para mí estos productos para el cliente de banca privada son de riesgo asimétrico.

Las conclusiones que hemos sacado es que para este tipo de productos hay que poner una barrera alta de entrada, no sé si 1 millón, 2 millones o 5 millones. Entonces tienes el dilema de que si elevas mucho la barrera de banca privada que quieres captar, tendrás menos clientes disponibles. Eso sí, los que captas van a ser buenos, pero van a ser pocos y el tamaño de tus fondos por lo tanto también pequeño. Y, por otro lado, si bajas mucho la barrera y dispones tickets de 100mil dólares o 500 mil dólares, es probable que puedas tener un fondo más grande porque vas a acceder a mayor cantidad de clientes, pero te garantizo que vas a tener muchos problemas durante la vida del fondo.

Cuando un cliente puede entrar con un ticket de medio millón de dólares, habrá de todo, pero seguramente habrá muchos que no serán sofisticados entendiéndolo por sofisticados que tengan la capacidad de entender el producto y de poder aguardar esos plazos, de poder entender cuando las inversiones van mal y que no pretendan que el banco los rescate.

Tengo entendido que a nivel regulatorio hay un mínimo para que los individuos accedan a este tipo de productos, ¿Esto los protege de este tipo de conflictos?

En España ahora se ha regulado en ese aspecto, fija un mínimo y después cada institución puede regularlo de la manera que lo crea más conveniente. Se fijan mínimos por patrimonio y se firman distintos tipos de acuerdos en donde el cliente se hace responsable de los riesgos de la inversión. Todo eso está muy bien normativamente, pero si las inversiones no prosperan vas a tener problemas y desde nuestro punto de vista, como gestores de productos de inversión, hay que evaluar si la ganancia lo compensa. Mi experiencia no es muy positiva.

Desde mi punto de vista no pasa tanto por un tema de regulación, eso es un mínimo, pero el problema está en que tan educada es tu gente, si comprende que en este tipo de negocios se puede ganar como se puede perder, lo que parece algo muy sencillo pero que a veces resulta difícil de entender.

Por otro lado, la justicia ha sido siempre muy proclive al cliente. A pesar de que se firmen *disclaimers*, se hagan presentaciones y se intente transmitir al cliente los riesgos del producto, puedes perder la disputa.

¿Cómo juegan los beneficios fiscales en los retornos?

El participe no tiene fiscalidad por las distribuciones que recibe. Las empresas que resultan beneficiadas por estos fondos sí tributan de acuerdo al régimen legal aplicable y los fondos están exentos en un 100% sobre los dividendos que reciben y en 99% sobre las plusvalías de su participación. Que existan beneficios fiscales es una condición sine qua non para poder montar este producto.

¿En tu opinión cuál consideras que ha sido el driver principal para el desarrollo de la industria?

La regulación adecuada, que yo creo que la hay en España, es un mínimo. Si no la hay creo que nadie se metería en este tipo de inversiones porque irían a vehículos de otros países. Es decir, si yo soy un inversor argentino o español y quiero invertir en private equity tengo muchísimas oportunidades de hacerlo, puedo hacerlo en un vehículo español o en un vehículo francés o en una limited partnership inglesa o en un fondo en Delaware de Estados Unidos. Si la regulación en España es mala o la fiscalidad es mala, yo voy a invertir en private equity, pero no lo voy a hacer a través de un vehículo español, lo hare a través de un vehículo en UK o en Estados Unidos.

¿Te parece que las exenciones impositivas actúan como un incentivo para el inversor?

Dejando a un lado el tema fiscal, el atractivo de estos fondos pasa por ofrecer un producto con mayor rentabilidad. Es decir, son instrumentos más ilíquidos, de muy largo plazo y con mayores limitaciones de transparencia por la falta de información pública, por lo que se les exige mayores retornos. La media de la industria de private equity es alrededor del 20% y después viene el régimen fiscal, es decir, si luego tienes un régimen fiscal que no penaliza los impuestos entonces tu retorno estará dentro de la media y sino por supuesto será menor al resto de la industria, pero partiendo de un retorno medio que es en general superior al de cualquier producto cotizado.

Como bien mencionaste, un inversor que quiera invertir en private equity podría ir a buscar un instrumento en otro país. Dicho esto, ¿en que favoreció la normativa? ¿Qué ventajas trajo el nuevo régimen jurídico de la legislación española?

Permitió que los inversores locales, dispuestos a invertir en private equity, utilicen un vehículo español, más allá de que puedan seguir haciéndolo a través de un instrumento extranjero. Es decir, el hecho de tener una buena regulación en España hace que tu base de inversores españoles interesados en la industria, invierta en vehículos locales. La pregunta es qué base hay que le gusta invertir en private equity, en España ese es uno de los problemas que tenemos, porque la base local es poca.

Pero un régimen bueno que contemple exenciones impositivas, te garantiza que esas personas que hoy invierten en otros productos destinen sus ahorros a invertir en vehículos locales de private equity. Por otro lado, las gestoras que quieran lanzar fondos domiciliados en España tienen un marco regulatorio bajo el cual estructurar estas operaciones. Si el régimen fuera malo, todas esas personas invertirían afuera o directamente invertirían localmente, pero en otros productos, ya que quizás les resulta muy costoso ir a otro instrumento en Inglaterra o en Luxemburgo.

El hecho de que exista una reglamentación permite que gestoras locales lancen productos estructurados dentro del país ¿esto sirve para que los proyectos que financien tiendan a ser locales?

Si, lo que ocurre es que tienes fondos radicados en el país que están buscando empresas o proyectos con potencial de crecimiento en España y eso es bueno para la economía. De hecho, hay una iniciativa del gobierno español, que es un fondo de fondos del gobierno. Es un importe bastante elevado que el gobierno destina a la inversión en fondos de venture capital y private equity que financien proyectos y empresas españolas, fondos tanto locales como extranjeros, pero que cuyo foco sean las empresas locales. Es la forma que tiene el gobierno de financiar proyectos, manteniendo siempre una participación minoritaria.

Genera un fondo y dos veces al año hace una especie de subasta entre los fondos de capital de riesgo que se estén levantando y que estén por invertir en España. De todas esas gestoras el gobierno selecciona y participa como cualquier otro participe, de modo que no interviene en las decisiones de las empresas que forman parte de la cartera. Además, las gestoras deben cumplir con ciertos requisitos, como la necesidad de contar con determinada cantidad de capital ya levantado, de modo de asegurar que la participación del gobierno será minoritaria.

Más allá de las dificultades comentadas, tener un régimen legal para este tipo de inversiones creo que es una muy buena iniciativa, sobre todo para el país porque dinamiza la inversión en empresas locales y moviliza dinero de inversores locales y extranjeros en empresas locales. Para el país siempre es bueno que exista una buena regulación del capital de riesgo.

La normativa española diseñó un tipo especial de entidad de capital de riesgo dirigida a invertir en empresas pymes. Dado que en Argentina muchas de las empresas pymes tienen resistencia a compartir el capital con terceros, me gustaría saber si en España tienen el mismo problema y cómo lo solucionaron.

En nuestras inversiones no nos ha afectado dado que no participamos en fondos de ECR-Pymes, pero yo creo que en la industria la salida para una pyme es la venta del 100% de su capital al fondo de private equity. Una situación donde el accionariado de la empresa pyme está conformado en parte, por los socios fundadores (muchas veces familiares) y, por otro lado, el fondo de capital de riesgo con una participación minoritaria, creo que en general no funciona. Y no pasa por un problema de regulación sino por la mentalidad de

las empresas pymes. Son empresas de estructuras pequeñas que vienen haciendo las cosas de determinada manera y que no están acostumbrados a compartir el proceso de toma de decisiones. Esa situación suele terminar en que el fondo adquiere el resto de las acciones para conformar el capital mayoritario o que la propia empresa pyme recompre sus acciones.

Por otro lado están los startups, para quienes ha funcionado muy bien porque no solo aportan capital sino disciplina financiera y capacidad para relacionarse con los bancos y otros agentes. Esas cuestiones el fundador probablemente las necesite y no las tenga.

11. La historia del capital de riesgo en la región

La historia del capital de riesgo en la región tiene muchas características en común. Sus inicios tuvieron lugar en la década del '90, coincidiendo con un proceso de liberalización económica, caracterizado por menores regulaciones a los mercados y menor intervención estatal. El desarrollo de la industria se dio atendiendo al siguiente proceso:

- Privatizaciones
- Ingreso de flujos de capital extranjero
- Efectos de la crisis de Asia y Rusia
- Auge de las empresas tecnológicas: impulsa la actividad
- Explosión de la burbuja financiera de las empresas “punto com”
- Recomposición de la actividad: nuevas oportunidades

La primera etapa coincide con el periodo durante el cual se produce el mayor número de privatizaciones de empresas estatales. Esto sirvió como herramienta para atraer las miradas de inversores extranjeros hacia la región, principalmente hacia la explotación de recursos naturales.

En el año 1992 aparece el primer private equity en Argentina, Exxel Group y en 1993 GP Inversiones en Brasil. A partir del año 1994, comienzan a instalarse en la región un número creciente de empresas de private equity, como consecuencia del aumento de la competencia y la necesidad de fuentes de financiamiento que faciliten las inversiones necesarias para competir con los nuevos actores.

Durante esta etapa, se produce la profesionalización de los fondos de private equity en la región. Los inversores se encontraron con diversos problemas, fundamentalmente vinculados a las empresas familiares, las cuales no tenían información sobre la participación en el capital de la empresa. Asimismo, los equipos de gerenciamiento no resultaban ser los más aptos dado que se encontraban ocupados por miembros de la familia²⁰.

En 1997, la crisis financiera en Asia y la de Rusia en 1998 afectó la economía de la región, especialmente en Chile y Brasil como principales socios comerciales. Esto generó un

²⁰Fundación Empresa Global, *Informe de capital de riesgo* (Parte II)

freno sobre el crecimiento de la industria, provocado principalmente por la disminución en el flujo de capitales extranjeros.

Al igual que en el resto del mundo, el auge de las empresas tecnológicas permitió fomentar la industria del venture capital y esto se extendió a la región. Las empresas comienzan a cambiar de estrategia poniendo más foco en la financiación temprana de compañías vinculadas con el desarrollo de innovaciones tecnológicas.

Coincidiendo con el resto de la región, el desarrollo de la industria en Argentina tuvo sus inicios en la década del 90. Los principales factores que permitieron el impulso de la actividad se resumen en los siguientes: gran número de empresas privatizadas, aumento de la competencia, necesidad de inversiones, aparición de nuevos fondos y el auge de las empresas de internet, cuyos altos retornos hace que el flujo de capitales se oriente a financiar proyectos en etapas más tempranas.

La crisis de las empresas punto com hacia fines de la década del 90 provocó que las inversiones vuelvan a dirigirse a empresas más maduras. En Argentina, particularmente exacerbado por la crisis nacional del 2001/2002, muchos fondos se retiraron del país y muchos inversores extranjeros decidieron no destinar capitales al país por un largo periodo.

La dinámica de la industria comenzó a recomponerse en la región en el 2004. La recomposición económica hizo que varios emprendedores se animen a comenzar nuevos proyectos y las perspectivas de crecimiento comenzaron a atraer nuevamente a inversores extranjeros.

11.1. Regulación y políticas de fomento a la industria: La experiencia de los países de la región

No hay un único modelo en la región para el tratamiento de la industria. Algunos países, como Brasil y Chile, optaron por la definición de un instrumento específico, reconocido jurídicamente como vehículo financiero utilizado para canalizar el ahorro hacia proyectos de venture capital y private equity, mientras que otros, como México y Perú, tienen regulaciones que aplican a todos los fondos de inversión, entre ellos, los fondos de capital de riesgo.

De acuerdo a un informe realizado por la Latin American Venture Capital Association (LAVCA), donde revisa la tendencia de las inversiones desde 2011 al 2015, el país que refleja un mayor desarrollo de la industria es Brasil, seguido por México, quien ha evidenciado un fuerte crecimiento durante el periodo analizado consolidando su posición en la industria. Junto con Chile, estos tres países mostraron un notable crecimiento de la actividad y se destaca el papel que jugó el estado a través del lanzamiento de distintos tipos de programas de fomento para financiar las primeras etapas de los proyectos y fomentar el desarrollo de la industria del capital de riesgo.

A continuación, repasaremos algunos de las políticas aplicadas y la regulación aplicable a fondos de capital de riesgo en Brasil, México y Chile.

11.1.1. Brasil

Brasil es el país líder de Latinoamérica en la industria de capital de riesgo. Si bien, su participación en la economía sigue siendo débil si se compara con otras regiones del mundo, ha experimentado un importante crecimiento en los últimos años como producto de una serie de medidas entre las que se destacan: La ley de innovación, los programas de apoyo a cargo del Banco de Desarrollo Económico y Social (BNDES) y la Financiadora de Estudios y Proyectos (FINEP), así como ciertos cambios en el mercado de valores.

Ley de innovación:

Esta ley ha permitido dinamizar las políticas de financiamiento orientando el ahorro hacia proyectos innovadores vinculados con el desarrollo tecnológico.

Se orienta fundamentalmente a promover la etapa inicial de los proyectos, facilitando el acceso a herramientas que permitan el desarrollo de cada iniciativa y promoviendo la participación del estado como coinversor, junto con instituciones de carácter privado.

De esta manera, faculta al estado a celebrar contratos con empresas privadas y organizaciones sin fines de lucro que tengan como objeto fomentar el capital innovador, principalmente de dos maneras:

- Permitiendo la utilización de las instalaciones de las Instituciones de Ciencia y Tecnología (ICT) a cambio de una remuneración
- Facultando al estado a participar en el capital de empresas privadas cuyo fin sea el desarrollo de proyectos científicos y tecnológicos

Por otro lado, se introducen incentivos para fomentar la participación de las ICT en el proceso innovador, permitiendo a sus funcionarios que presten servicios de investigación y desarrollo a entidades privadas a cambio de una remuneración y facultando a las ICT a que celebren contratos de transferencia de tecnologías y licencias de derechos de las creaciones allí desarrolladas.

Uno de los principales aportes de esta ley, es la creación de un marco normativo que vincula al estado y al sector privado en proyectos que tengan como fin proveer de financiamiento a emprendedores, micro y pequeñas empresas, sobre todo aquellas cuyo objeto social esté vinculado a la tecnológica y la ciencia, ya que promueve la participación activa del estado, fundamental para el crecimiento de la industria.

Programas de apoyo a cargo de BNDES y FINEP:

Ambas instituciones desarrollaron a lo largo de los últimos años varios programas para fomentar proyectos vinculados con la ciencia y tecnología, ya sea facilitando líneas de

créditos para el desarrollo tecnológico aplicado a actividades productivas, como participando activamente en el desarrollo de las empresas a través de aportes de capital.

La FIDEP tiene a su cargo varios programas cuyo objetivo es proveer de financiamiento a proyectos innovadores vinculadas con el desarrollo tecnológico, ya sea en forma de deuda, subsidio o capital.

El Consejo Director del Fondo Nacional de Desarrollo Científico y Tecnológico presidido por el Ministerio de Ciencia y Tecnología, tiene la potestad de definir las directrices y normas referidas a la utilización de los recursos de los fondos de capital de riesgo de la FIDEP.

El capital proviene de fondos sectoriales que se financian de impuestos sectoriales. Cada fondo tiene un gestor asignado que es el encargo de adoptar las directrices para la asignación de recursos del respectivo fondo entre los distintos programas.

El programa INOVAR permite la participación del estado en el fomento del desarrollo innovador mediante aportes de capital a través de fondos de capital de riesgo.

Mediante este programa, los fondos sectoriales son entregados a fondos de capital semilla o de venture capital, mediante un proceso de selección público y de acuerdo a ciertos requisitos:

- Los fondos seleccionados deben estar orientados a proyectos vinculados con el desarrollo tecnológico aplicado a productos o servicios.
- El 1% del fondo debe ser aportado por el gestor con el objeto de alinear intereses y hacerlo participar de los resultados. Para el caso de fondos de capital semilla, este requisito no es mandatorio.
- Los fondos deben ser sujetos a control de la CVM (Comisión de Valores Mobiliarios)
- 20% del fondo debe ser aportado por capitales privados
- La FINEP debe mantenerse como socio minoritario

Para los fondos de capital semilla, además, se establecieron ciertos incentivos para promover la participación de inversores. Considerando que el riesgo que implican estas inversiones es más elevado y que muchos inversores pueden ser más renuentes a tomar participaciones en el capital de este segmento de empresas, se creó un sistema de garantías, en función del cual la FINEP garantiza el retorno sobre el capital nominal invertido con ciertas restricciones:

- Se deben destinar los fondos a proyectos vinculados con la ciencia y tecnología
- El límite está dado por el 20% del patrimonio del fondo
- Los retornos se garantizan sobre aquel obtenido al término de la vigencia del fondo (máximo 7 años)

Cambios en el mercado de valores

Como se comentó en apartados anteriores, la disponibilidad de alternativas para diseñar una estrategia de salida resulta fundamental para que los inversionistas puedan

materializar su inversión y una de las alternativas por excelencia es mediante la oferta pública de acciones en el mercado bursátil.

Una de las grandes dificultades de la región es el insuficiente desarrollo del mercado de capitales. A partir del año 2000 se realizaron cambios en el mercado bursátil brasilero, que, si bien no fueron incorporados para fortalecer la industria de capital de riesgo, ha introducido estímulos para el inversionista al atacar algunas cuestiones que disuaden su participación en la industria: la gran cantidad de requisitos para que una empresa pueda acceder al mercado público, la falta de liquidez de los instrumentos y la escasa protección al inversor minoritario.

Puntualmente, se introdujeron tres nuevos segmentos de mercado, Novo Mercado, Bovespa Mais y Bovespa Mais Nivel 2 y otros dos que apuntan a una transición paulatina hacia los segmentos principales (Nivel 1 y Nivel 2). El mercado tradicional, se mantiene como alternativa para las empresas que ya están listadas, pudiendo acogerse voluntariamente a alguno de los nuevos segmentos. Sin embargo, a partir del 2002 toda empresa que quiera hacer oferta pública de sus acciones debe seleccionar alguno de estos segmentos y someterse a sus reglas.

El Novo Mercado, se convirtió en el estándar de transparencia y gobernabilidad recomendada para empresas que quieren hacer grandes colocaciones de capital. Desde su introducción, se ha consolidado como el segmento dedicado a la negociación de empresas que adoptan reglas corporativas que amplían los derechos de los accionistas y adoptan una política de divulgación de la información más transparente y completa.

Algunas de las políticas vinculadas con la estructura de gobierno y los derechos de los accionistas con las que deben cumplir las empresas que quieran listarse en el Novo Mercado son las siguientes²¹:

- Capital compuesto exclusivamente por acciones ordinarias;
- En el caso de venta del accionista mayoritario, todos los accionistas tienen derecho a incluir sus tenencias en la oferta recibida por este (*tag along*);
- En el caso de exclusión o anulación del contrato con BM & FBOVESPA, la empresa debe realizar una oferta pública de recompra de las acciones de todos los accionistas que ascienda a, como mínimo, el valor económico de las mismas;
- El directorio debe estar conformado por al menos 5 miembros, con un 20% de miembros independientes y un periodo máximo de 2 años de mandato;
- La Compañía se compromete a mantener al menos el 25% de sus acciones en circulación (*free float*);
- Publicación de datos financieros, incluyendo el informe anual, los informes trimestrales e informes consolidados revisados por un auditor independiente;
- Publicación mensual de las negociaciones con valores negociables de la empresa de directores, ejecutivos y accionistas.

²¹ www.bmfbovespa.com.br

Por otro lado, el Bovespa Mais y Bovespa Mais Nivel 2, mantiene muchas de las buenas prácticas de gobierno corporativo del Novo Mercado, pero los requisitos para acceder al mercado están diseñados para adecuarse a las necesidades de pequeñas y medianas empresas, mediante un sistema de incorporación paulatina al mercado bursátil. Las empresas que deciden adherirse a este segmento, podrán listarse sin hacer oferta de sus valores, debiendo completar el IPO dentro de los próximos 7 años. De esta manera, las compañías logran tener visibilidad, facilitando la futura emisión de acciones ya que los potenciales inversores conocen la empresa y la reciente evolución de sus negocios.

Asimismo, flexibiliza la necesidad de realizar esfuerzos de distribución de acciones, pudiendo concentrar su capital accionario en aquellos inversores que estén más vinculados con su negocio y un mayor entendimiento de sus necesidades y estrategias de expansión.

Otra novedad de este segmento, es la posibilidad de brindar apoyo durante los primeros dos años de realizado el IPO. Este apoyo se traduce en la elaboración de informes anuales a cargo de instituciones especializadas sobre la evolución de sus acciones sin costo alguno.

De todos los segmentos introducidos, y atendiendo a la mayor flexibilidad ofrecida para pequeñas y medianas empresas, es el único que cuenta requisitos especiales de solvencia. De esta manera, para permanecer en el mercado las empresas deberán:

- No presentar pérdidas consecutivas en los últimos 5 años y simultáneamente un patrimonio líquido negativo en los últimos 3 años, o
- No presentar un patrimonio líquido negativo en los últimos 5 años y simultáneamente pérdidas consecutivas en los últimos 3 años.

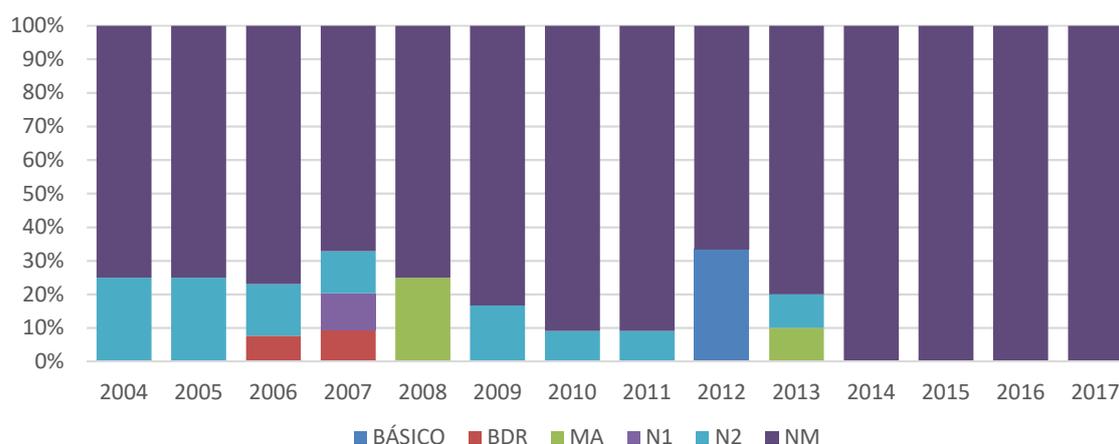
En el anexo n°5 se incluye un cuadro con las características distintivas de cada uno los nuevos segmentos. En general, apuntan a una mayor protección del inversor minoritario, mejores prácticas de gobierno corporativo y transparencia en cuanto al uso de información privilegiada, así como algunos requisitos para mantener la liquidez de los valores ofertados.

El efecto sobre los cambios introducidos en el mercado no tuvo un impacto inmediato pero si creciente, es especial a partir del 2006 donde ya representaba más del 50% de la capitalización de mercado²².

Otro indicador de la buena repercusión que tuvieron los cambios introducidos queda reflejado en el gráfico n°8, donde se puede observar que la mayor parte de las emisiones es realizada en el Novo Mercado. Probablemente, esto indica una participación aun pequeña de las empresas de menor tamaño, las que probablemente hubiesen optado por el segmento Bovespa Mais (MA) (en el gráfico aún refleja una escasa participación), pero demuestra una buena receptibilidad de la adopción de las nuevas prácticas de mercado.

²² (Capital de riesgo y mecanismos financieros de apoyo a la innovación en Brasil y Chile, 2007)

Gráfico n°8: Número de IPOs por segmento - Brasil



Fuente: Elaboración propia de acuerdo a datos del BOVESPA (www.bmfbovespa.com.br)

Por otro lado, si se compara con el resto de los países de la región, Brasil refleja el mayor número de IPOs entre sus países vecinos para el periodo considerado entre 2000 y abril de 2017. El hecho de que un número más grande de empresas acceda al mercado de capitales como fuente de financiación, es el reflejo del mayor desarrollo del mercado bursátil en la región y deja en evidencia la importancia que tiene en la industria de capital de riesgo, ya que el 87% de los IPOs de la región que fueron respaldados por capitales de riesgo provienen de empresas brasileñas.

Cuadro n°3 - Emisiones primarias 2000-2017*

	Latam	Brasil	Mexico	Chile	Argentina
Oferta de acciones primaria	761	341	159	53	26
Respaldado por capital privado	95	83	5	3	2
Salida de capital privado	83	72	5	3	2
Avalado por capital de riesgo	7	6	1	0	0
Salida de capital de riesgo	6	5	1	0	0

*Hasta el mes de abril inclusive

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg

Modalidades de inversión

Existen principalmente dos modalidades bajo las cuales se puede realizar inversiones en capital de riesgo en Brasil.

- Mediante la creación de una empresa Holding, ya sea en la forma de Sociedad por Acciones o Sociedad de Responsabilidad Limitada. Bajo esta modalidad, los fondos recaudados conforman una empresa bajo alguna de las formas societarias mencionadas cuyo objeto social es la compra de participaciones accionarias en el capital de empresas que no cotizan.
- Mediante la inversión en FIP (fundo de investimento em participações). Es una figura relativamente nueva, creada en el año 2014 por la regulación 4.373 del

Banco Central de Brasil, y es uno de los vehículos financieros preferidos para este tipo de inversiones, ya que es el único que permite invertir hasta el 100% de su cartera en el capital de empresas no listadas.

Con respecto a la primera alternativa, la regulación brasilera no contempla la figura del “Limited Partnership” muy utilizado en otros países para este tipo de inversiones, por lo que la instrumentación mediante la creación de una empresa Holding se rige por las disposiciones generales de la ley de sociedades (ley n°6.404) y la ley n°4.131 que regula la inversión extranjera directa.

Algunas disposiciones que afectan el rendimiento de la inversión instrumentada de esta manera es la carga impositiva. En términos generales, estas entidades están sujetas al impuesto sobre operaciones financieras (IOF) e impuesto a las ganancias, el cual recae en cabeza de la sociedad como el cabeza del inversor, es decir, no contempla la posibilidad de transparencia tributaria.

Los fondos FIP, en cambio, son vehículos financieros exentos del impuesto a las operaciones financieras y del impuesto a las ganancias, que permitieron cubrir la necesidad de inversores tanto locales como internacionales, de un instrumento que sea lo suficientemente flexible para realizar inversiones de capital de riesgo.

Se definen como instrumentos de inversión colectiva bajo la forma de fondo cerrado, dedicado a la inversión de acciones o participaciones de capital u otros instrumentos convertibles en acciones, bonos y pasivos de otro tipo, derivados (solo como instrumento de cobertura) de cualquier empresa brasilera, tanto pública como privada. Además, están facultados para invertir en otros FIPs, así como instrumentos emitidos por otras sociedades de capital de riesgo.

Tienen la particularidad de que el fondo debe participar en el proceso de toma de decisiones de las empresas participadas, asegurándose un lugar en el directorio y la posibilidad de influir en las estrategias corporativas.

Las ganancias generadas por los FIPs están alcanzadas únicamente a nivel del inversor, evitando así la doble imposición. En caso de inversores extranjeros, el impuesto a las ganancias se encuentra exento siempre y cuando se cumplan con ciertos requisitos. De otra manera, son sujetos obligados al pago del impuesto a las ganancias de acuerdo a las disposiciones generales que regulan inversión extranjera directa.

Los FIPs están regulados por la Comisión de Valores Mobiliarios y solo pueden ser ofrecidos a inversores calificados, como fondos de pensiones, compañías aseguradoras, instituciones financieras e inversores particulares que mantengan inversiones por un monto superior a los R\$300.000 en otros instrumentos.

Asimismo, los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras están limitadas por sus respectivas normativas con respecto al porcentaje de su patrimonio que puede ser alocado en este tipo de fondos.

La administración del fondo debe ser realizada por una entidad autorizada por la CVM y el Banco Central de Brasil y las cuotas en las que se divide su capital están sujetas a oferta pública de valores.

Si bien los fondos están bajo la órbita de control de la CVM, no pasa lo mismo con las empresas de carácter privado sobre las que realizan las inversiones, por lo que, con el objeto de proteger al inversor, estas compañías deben adoptar ciertas prácticas de gobierno corporativo, como:

- Presentación anual de estados financieros auditados por una entidad independiente
- Establecer reuniones de Directorio con una periodicidad mínima anual
- Proveer a todos los socios de copias de los acuerdos firmados con proveedores y otras entidades relacionadas, así como acuerdos entre accionistas.
- El establecimiento de un sistema de resolución de disputas mediante un tribunal arbitral

11.1.2. México

La industria del capital de riesgo en México se ha ido adecuando a lo largo del tiempo, con el objeto de poder flexibilizar la legislación y adaptarla a las necesidades de la industria.

Las políticas públicas tuvieron un gran protagonismo en el desarrollo de la industria mediante la creación de una serie de iniciativas que incluyen la creación de fondos y programas de asistencia al emprendedor. A continuación, repasare algunas de las más destacadas:

Las Sincas: Uno de los primeros pasos fue la creación de las Sincas (Sociedades de Inversión de Capitales) por parte del Nafin, un banco de desarrollo de México encargado de promover el desarrollo y la inversión a través de la gestión de proyectos y programas de financiamiento.

CEMIC: Otro importante actor en la evolución de la industria en México fue la creación de un vehículo de inversión centralizado para que el gobierno invierta en fondos de capital privado y emprendedor. El objetivo de este proyecto era unificar esfuerzos de inversión en un único instrumento, de manera que los diferentes bancos de desarrollo realizaran aportes a un sólo vehículo financiero encargado de invertir en otros fondos de venture capital y private equity.

El fondo de fondos era administrado por la CEMIC (Corporación Mexicana de Inversores de Capital) con la que el fondo firmaría contratos de prestación de servicios. De esta manera, el fondo de fondos se caracterizaba por ser la única herramienta de política pública para impulsar la industria del capital de riesgo, además de servir para obtener información estadística sobre la evolución de los proyectos y los retornos al estar concentrados en un mismo administrador.

Mercado OTC: Para promover una mayor flexibilidad al momento de diseñar estrategias de salida, en el año 2007 se creó el mercado OTC (over the counter) con el objeto de crear una plataforma de encuentro entre empresas e inversores para cerrar negocios.

La creación del INADEM: creado en el 2014, se trata de “un órgano administrativo desconcentrado de la secretaria de Economía cuyo objeto consiste en instrumentar, ejecutar y coordinar la política nacional de apoyo incluyente a emprendedores y a las micro, pequeñas y medianas empresas, impulsando su innovación, competitividad y proyección en los mercados nacionales e internacionales para aumentar su contribución al desarrollo económico y bienestar social, así como coadyuvar al desarrollo de políticas públicas que fomenten la cultura y productividad empresarial”²³.

Bajo su responsabilidad, fue lanzado en el 2013 el Programa de Desarrollo del Ecosistema Emprendedor” cuyo foco este puesto en promover el crecimiento de proyectos innovadores de alto impacto. A través del mismo, se diseñaron tres canales para promover las inversiones:

- Coinversión con otros fondos tanto locales como extranjeros que tengan participaciones de capital en empresas o proyectos mexicanos
- Gastos de creación de vehículos de inversión
- Gastos de auditoría y de due diligence en las empresas a invertir

Todas estas iniciativas hicieron que México se pueda posicionar en Latinoamérica como el segundo país, después de Brasil, en la industria (LAVCA).

Modalidades de inversión

A continuación, se detallan algunos de los vehículos financieros utilizados para recaudar fondos de capital de riesgo en México:

Limited Partnership en Canadá: Se trata de una sociedad extranjera ubicada en Canadá, particularmente en Ontario y Quebec. Son sociedades dedicadas a la inversión de participaciones de capital de empresas mexicanas y mantienen la estructura típica de la industria: un socio gerente (General Partner) encarado de la administración y gestión de los fondos recaudados, y varios socios que aportan el capital (Limited Partner).

En México, desde hace 15 años, las autoridades fiscales han reconocido la carencia de personalidad jurídica de las Limited Partnership y, por tanto, han emitido oficios a través de los cuales se otorga la transparencia fiscal a este tipo de vehículos.

FICAPs (Fideicomiso de Inversión en Capital Privado): Se trata de una figura jurídica por medio de la cual un fideicomitente aporta a un fiduciario diversos activos para que este lo administre conforme lo establecido en el contrato de fideicomiso y en beneficio de un tercero o el mismo fideicomitente. La particularidad es que tienen el propósito de invertir en empresas mexicanas no listadas durante un periodo máximo de 10 años.

²³ (Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México, 2014)

El principal beneficio de los FICAP es la transparencia fiscal. Este instrumento permite distinguir claramente la fuente de ingresos del fideicomiso, ya sea por el pago de dividendos, ganancias de capital o intereses como si estos fueran obtenidos de invertir directamente en la compañía y difiere el pago del impuesto a los inversionistas al momento en que los beneficios son distribuidos.

A pesar de ser muy utilizados por los fondos locales, presentan como principal limitante la imposibilidad de distribuir beneficios durante dos años.

Fideicomiso No Empresarial: Se trata de fideicomisos cuyos ingresos pasivos representan el 90% de la totalidad de los ingresos percibidos, entendiéndose bajo este concepto a los derivados de intereses, ganancias cambiarias, operaciones financieras, venta de acciones, dividendos, ajuste por inflación y arrendamiento de inmuebles. No se encuentra sujeto a las restricciones de los FICAP y mantienen las mismas ventajas de transparencia impositiva. Sin embargo, los inversores deben reconocer los ingresos en el momento en que son generados por el fideicomiso, independientemente de su distribución a los beneficiarios.

Certificado de Proyectos de Inversión: Se trata de un instrumento bastante reciente. Son certificados que representan la participación en un proyecto de inversión específico, a diferencia de los fideicomisos que invierten en varias empresas. Esta particularidad los convierte en instrumentos más riesgosos y por lo tanto solo pueden ser ofrecidos a inversores institucionales.

Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI): Son sociedades creadas en el 2005 no particularmente para la industria del capital de riesgo pero que, dado que provee de un marco regulatorio que protege al inversor minoritario, se convierten en vehículos muy flexibles y de gran utilidad para este tipo de proyectos.

Entre las cuestiones que más se destacan de las sociedades que se acogen a este régimen esta la posibilidad de²⁴:

- emitir acciones con distintos derechos (derechos económicos, exclusivamente derecho de voto, limitación o ampliación de reparto de utilidades, derecho de veto)
- la implementación de mecanismos especiales de resolución de conflictos
- la limitación, ampliación o incluso la negación del derecho de suscripción preferente
- realizar acuerdos que regulen derecho y obligaciones para efectuar opciones de compra y de venta de acciones a un precio determinado o determinable, lo que flexibiliza los mecanismos de salida de los inversores de capital de riesgo.

11.1.3. Chile

La industria del capital de riesgo en Chile se ha beneficiado de un fuerte apoyo del estado al ecosistema emprendedor. El gran impulsor de la industria fue la Corporación de

²⁴ Ley del Mercado de Valores; art. 12 a 18.

Fomento de la Producción (CORFO), uno de los principales órganos públicos que ejecutan políticas de apoyo al emprendimiento, la innovación y la competitividad del país.

En primer lugar, mediante Innova Chile (parte de la gerencia de CORFO), se administran programas de apoyo no reembolsables. En general, incluyen subsidios a empresas en etapas tempranas de desarrollo y a redes de inversionistas, para fomentar la organización, formalización y funcionamiento de los inversores “ángeles” y reducir los costos de estructuración y evaluación de proyectos.

En segundo lugar, a lo largo de su historia desarrollaron varios programas de apoyo al inversor. En 1997, se llevó a cabo el “Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión” que tenía como principal objeto fomentar los fondos FIDES (Fondo de Inversión de Desarrollo de Empresas) creado por el gobierno para estimular la industria. El programa consistía en el otorgamiento de créditos a largo plazo para los fondos, con cláusulas especiales de subordinación y formas de determinación de su costo.

Recién en el 2006 se aprobó una ley que permitía la inversión directa de la CORFO en el capital de empresas mediante fondos de capital de riesgo. En el anexo n°6 se incluyen los resultados de algunos de sus programas.

Por otro lado, el siguiente cuadro extraído del informe elaborado por la ACAFI sobre la industria de venture capital y private equity en Chile, muestra el peso que tuvieron los programas lanzados por la CORFO en el desarrollo de la industria. El 78% del total de fondos recibieron aportes de dicha entidad y el 50% del total de inversiones fueron producto de la ejecución de alguno de sus programas.

Cuadro n° 4: Caracterización de la industria de VC&PE en Chile

Clasificación	Subcategoría	Número de fondos	Proporción en número	Monto total de inversiones	Proporción en montos
Etapas de inversión	Venture Capital	20	54%	256,8	43%
	Private Equity	17	46%	342,6	57%
	Total	37	100%	599,4	100%
Aportes de CORFO	Con financiamiento CORFO	29	78%	300,1	50%
	Sin financiamiento CORFO	8	22%	299,3	50%
	Total	37	100%	599,4	100%

Fuente: Reporte de Venture Capital y Private Equity en Chile- Informe 2012, ACAFI

De acuerdo a una entrevista con un referente local²⁵, dos agentes ocuparon un rol fundamental en el desarrollo de la industria: el gobierno y las universidades.

El rol del gobierno fue desarrollado mediante la CORFO a través de sucesivos programas de promoción, desde el financiamiento a incubadoras y fondos de capital de riesgo, programas universitarios de fomento al emprendimiento, hasta su participación como socios de un proyecto, ya sea en forma directa o mediante otro fondo. Es decir, el emprendedor podía acercar su idea para que sea evaluada por CORFO y financiada por

²⁵ Max Pinto, Country Head de Allfunds Bank. (Anexo n°7)

el mismo o podía presentar su proyecto a un fondo en el que generalmente CORFO estaba invertido.

Las universidades, por otro lado, al igual que CORFO y algunas empresas, financiaban incubadoras, desarrollaban una red de contactos para canalizar los proyectos hacia inversores (ya sea la propia CORFO, fondos o incubadoras) y organizaban rondas de financiamiento para los proyectos seleccionados. Fomentaban el emprendimiento en los alumnos, de manera que al salir de la universidad apunten a diseñar proyectos innovadores, que fomenten la industria y generen empleo.

En un tercer lugar lo ocupan las empresas, las cuales fomentaban el desarrollo de proyectos vinculados a sus negocios.

Al consultarle por las dificultades detectadas en la aplicación de esta estrategia de fomento, Max Pinto hizo hincapié en la escasez de proyectos de escala.

Los inversores buscan emprendedores con ideas innovadoras que trasciendan las fronteras, y se encontraron con decenas de proyectos de poco impacto presentados mediante planes de negocios mal diseñados. El problema, al menos en parte, radicaba en que la mayoría de esos proyectos eran presentados por *“niños jóvenes muy ilusos que no habían vivido el mundo real”*.

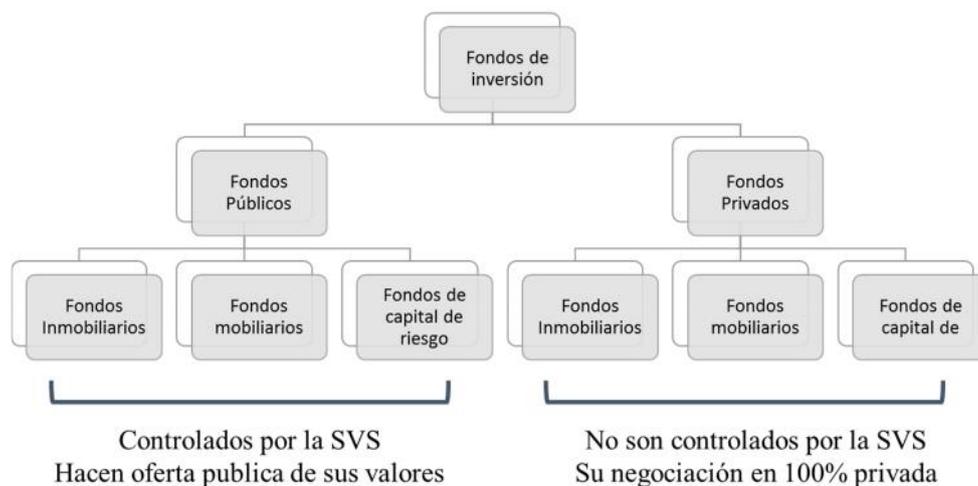
Como medida para mejorar la calidad de los proyectos recibidos, se planteó como alternativa la creación de un programa para fomentar a empresas a que sus empleados tengan la oportunidad de diseñar proyectos, crear una nueva tecnología o innovación vinculada con la industria dentro de la que opera la compañía. De esta manera, la CORFO destinaría fondos para financiar estos proyectos junto con la empresa que participa del programa. A los empleados se les aseguraba su puesto laboral, seguían percibiendo su salario, pero se dedicaban exclusivamente al desarrollo del proyecto en cuestión. Al finalizar el proceso, si el emprendimiento fue exitoso, el empleado podría seguir como accionista.

El objetivo era dar la oportunidad a personas de 40, 50 o 60 años y aprovechar el talento aun no capturado. Un joven tiene menos que perder, puede apostar todo a una idea que si después no funciona le sirvió como experiencia y podrá reinsertarse en el mundo laboral. Sin embargo, para personas adultas, el costo de oportunidad es mayor ya que en general se trata de personas con niños y familia a cargo. Ese potencial, que viene de personas con trayectoria en el mundo laboral (a diferencia de los jóvenes recién recibidos) no era aprovechado mediante los programas universitarios.

Creación de Fondos de capital de riesgo

Los fondos de capital de riesgo fueron introducidos por primera vez a la regulación chilena en 1989 bajo el nombre de fondos de inversión. Su funcionamiento responde al siguiente esquema:

Figura n°3: Estructura de los fondos de inversión chilenos



Fuente: Elaboración propia

Incluía tres tipos de fondos de acuerdo a su objetivo de inversión: fondos inmobiliarios, fondos mobiliarios (100% instrumentos financieros) y fondos de capital de riesgo, cuyo objetivo es la toma de participaciones temporales en el capital de empresas con alto potencial de crecimiento, con el propósito de venderlas cuando incrementen de valor.

Cualquiera sea su objeto de inversión, los fondos podían ser públicos o privados, lo cual sigue vigente bajo la nueva Ley Única de Fondos. Si bien ambos son supervisados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), los primeros deben cumplir con una serie de requisitos relacionadas con la composición de su patrimonio, publicación de información, prácticas de gobierno corporativo, entre otras. Las mayores exigencias responden a la posibilidad de los primeros de hacer oferta pública de sus valores, constituyéndose como fondos cerrados pero públicos. Es decir, una vez recaudado el capital no permiten el ingreso de nuevos inversores, pero las cuotas representativas del total ingresado pueden ser negociadas.

De acuerdo a lo conversado en una entrevista con Max Pinto, los fondos privados como instrumentos para fomentar la productividad ha caído en desuso, dado que en la práctica fue utilizado como medio para evadir impuestos desvirtuándola como herramienta para fomentar la industria.

Para entender como ocurría este fenómeno, es importante entender algunas particularidades:

- El fondo como vehículo financiero no tributa
- Los socios pagan ganancias de acuerdo a su categoría una vez que el fondo es liquidado y sobre las ganancias obtenidas de acuerdo a su participación
- Los dividendos estaban exentos del pago de impuestos como medida para fomentar la participación
- Se podía constituir un fondo privado con un mínimo de dos socios

En la práctica se constituían fondos de padres e hijos y con los fondos recaudados se adquirirían inmuebles cuyas rentas eran declaradas como dividendos (exentos de impuestos). Como resultado, había muchos departamentos, menos recaudación y poco crecimiento de la actividad económica.

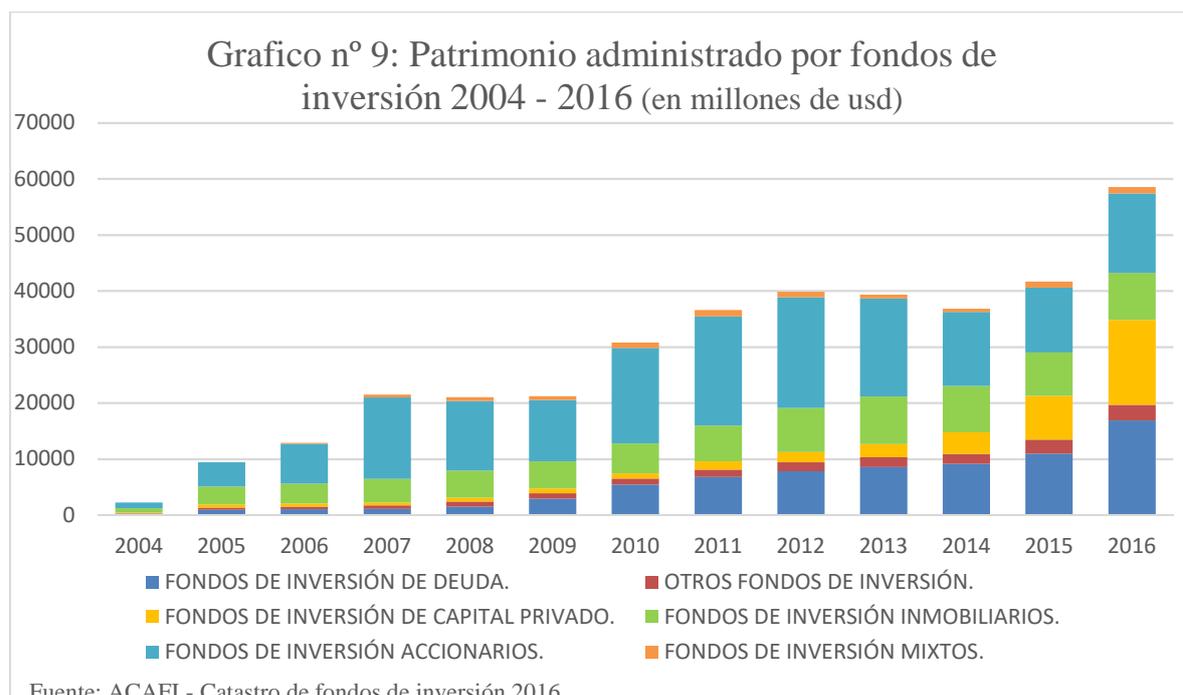
En la actualidad, la industria de fondos se rige por la Ley Única de Fondos, promulgada en enero del 2014. El objetivo del Congreso era disponer de un único marco normativo que fusiona, simplifica y mejorara la legislación actual. Hasta el momento, había varios cuerpos legales que complejizaban la administración de fondos de tercero, por lo que, por un lado, simplifica el tratamiento jurídico, y, por otro lado, moderniza la legislación aplicable.

Algunas de las principales modificaciones se enumeran a continuación:

1. Mayor grado de flexibilidad en materia de inversiones, ya que no incluye una referencia taxativa de inversiones permitidas, sino que dispone que se podrá invertir en todo tipo de instrumento siempre que (i) sea acorde al reglamento y la naturaleza de cada fondo (ii) no esté específicamente prohibido, además de disponer a la SVS la facultad de establecer requisitos de información y regulación.
2. Incorpora un nivel mínimo de idoneidad técnica y conocimientos para quienes participen de las actividades de funciones de asesoría financiera, y gestión de fondos.
3. Incorpora beneficios en materia de aportantes extranjeros. Antes, la legislación para Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) y Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo (FICER) establecía requisitos para la inversión extranjera a través de fondos locales (se exige la conformación de un fondo especial para dichos efectos). Con los cambios introducidos los aportantes extranjeros podrán invertir en los mismos fondos que los locales (tanto mutuos como fondos de inversión) y deberán pagar un impuesto único del 10% sobre las ganancias obtenidas en la enajenación o rescate. De esta manera, se da mayor liquidez a la cuota de los fondos locales.
4. Siguiendo con los beneficios a inversores extranjeros, estos podrán quedar exentos del pago del impuesto a las ganancias cuando se cumplan que un 80% o más del activo del fondo deberá estar conformado por determinados activos extranjeros por al menos 330 días continuos o discontinuos en un año comercial, estableciéndose que las ganancias de capital quedarán exentas si ambos requisitos se hayan verificado en los últimos dos años que precedan la enajenación.
5. Los inversionistas nacionales tendrán el mismo tratamiento tributario aplicable a las acciones de sociedades anónimas. Asimismo, la regulación contempla un crédito en proporción a su participación en el capital de la empresa y de acuerdo a lo que la compañía ya pago en concepto de impuesto a las ganancias.
6. Las administradoras de fondos quedaran exentas de IVA sobre las comisiones cobradas

De acuerdo a información obtenida de ACAFI²⁶, el número de fondos disponibles creció de forma significativa, particularmente a partir del segundo trimestre de 2015 y los fondos de capital privado acompañan esta tendencia. A diciembre de 2016 muestran un total de 72 fondos representando un 25% del total y un crecimiento de 157% con respecto a diciembre del 2013.

El grafico n°9, muestra la evolución del patrimonio administrado por tipo de fondo de inversión. Acompañando la tendencia del grafico anterior, se puede notar un aumento significativo en el total administrado entre 2014 y 2016.



Por otro lado, si observamos el comportamiento del total de activos administrados por tipo de fondos de capital de riesgo podemos llegar a dos conclusiones: por un lado, un crecimiento notable entre 2015 y 2016, y por otro lado, una mayor concentración de las inversiones en fondos de *buyout* y fondos de fondos, lo que se corresponde con lo esperado de una industria en desarrollo que seguramente se comporta con mayor cautela con respecto a los riesgos que asume.

Cuadro n°5 - Total de activos por tipo de fondo de capital de riesgo (en millones de USD)- Chile

FONDOS DE INVERSIÓN DE CAPITAL PRIVADO	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Fondos de Inversión de Capital Privado-Riesgo	37	33	29	31	33	97	53
Fondos de Inversión de Capital Privado-Desarrollo	83	86	94	95	87	172	484
Fondos de Inversión de Capital Privado-Buyout	830	1.233	1.330	1.380	2.098	3.364	5.108
Fondos de Inversión de Capital Privado-Mixto	0	0	0	0	0	20	55
Fondos de Inversión de Capital Privado-Fondo de Fondos	0	189	411	896	1.593	3.291	6.832
Fondos de Inversión de Capital Privado-Otros	0	0	0	32	131	960	2.709
Total	950	1.540	1.865	2.434	3.942	7.903	15.241
Variación anual	1%	62%	21%	31%	62%	101%	93%

Fuente: Elaboración propia de acuerdo a datos del ACAFI

²⁶ Anexo n°8

Asimismo, no se puede adjudicar que los cambios en el nivel de actividad han sido producto exclusivo de la nueva ley de única de fondos. El crecimiento de la industria de capital de riesgo es el resultado de muchos factores, que van desde las políticas públicas, principalmente canalizadas mediante la CORFO para promover la industria, cambios en la regulación y un crecimiento económico estable, que crea las condiciones para fomentar la aparición de nuevos negocios.

Cambios introducidos en el mercado de valores

Otro aspecto que contribuyó al desarrollo de la industria, está dado por una serie de cambios en el desarrollo del mercado de capitales. En el 2001 se creó la Bolsa de Emergentes, orientado principalmente a pequeñas y medianas empresas que quieran hacer oferta pública de sus acciones. Fundamentalmente, flexibiliza los requisitos de información para fomentar la financiación por este medio e introduce la figura del patrocinador, encargado de preparar la información necesaria para establecer de manera fidedigna la situación económica de una compañía y la calidez de sus proyectos.

Otro cambio importante al mercado de valores es que las empresas que emitan sus acciones a través de la bolsa emergente, deberán contratar un agente que cree mercado, encargo de otorgar liquidez a los instrumentos emitidos. A cambio, las acciones que se emitan estarán exentas del impuesto a las ganancias por un tiempo determinado.

Sin embargo, muchos de los actores del mercado chileno coinciden que la bolsa emergente no ha tenido el resultado esperado. En 5 años, solo 8 empresas habían utilizado este mercado para obtener capitales públicos y muchas de ellas difícilmente puedan ser consideradas emergentes, como el caso de Cencosud, Ripley y Corpbanca.

Modalidades de inversión

En la actualidad, la mayoría de las inversiones de la industria son realizadas mediante fondos. La Ley Única de Fondos, sancionada en el 2014 con el objetivo de agrupar en un único marco normativo tanto fondos públicos como privados, es la que rige la instrumentación de estos vehículos.

Lo que se destaca de la normativa, es la diferencia en cuanto a requisitos y régimen de control entre la recaudación de capital mediante fondos públicos y fondos privados. Los primeros deben estar registrados en el Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) y son controlados por ésta, y tanto el fondo como su administrador caen bajo su órbita de vigilancia.

Por el otro lado, los fondos privados no requieren autorización para operar, solo deben contar con el acta de directorio del administrador del fondo, dejando constancia de la creación del mismo, y un reglamento de gestión que regule su actividad. Si bien es un régimen más flexible, no pueden acceder al mercado público en busca de inversores.

Con respecto al tratamiento impositivo, los fondos no pagan impuestos por las ganancias obtenidas, pero sí las empresas y los individuos que invierten en la misma. Asimismo, el

marco regulatorio contempla créditos y beneficios impositivos para inversores locales y extranjeros respectivamente de acuerdo a lo explicado en párrafos anteriores.

De acuerdo a una entrevista realizada entre enero y marzo de 2016²⁷ a 20 ejecutivos de administradoras de fondos de capital de riesgo en Chile, existe coincidencia en que los factores que limitan el crecimiento de la industria tienen que ver con la falta de alternativas de salida, reflejo de la falta de profundidad del mercado de valores, y la falta de participación de los inversores institucionales.

Por otro lado, reconocen que el marco regulatorio y el sistema tributario es complejo, lo que desalienta la entrada de inversores. Destacaron la falta de comprensión de la industria en cuanto a que los inversores no son solo aportantes de capital si no que se presentan como socios activos y relevantes para el crecimiento de la compañía, y al empresario chileno le cuesta ceder una parte del control. Además, por el lado de los inversionistas locales, en general tienen un perfil mayormente adverso al riesgo lo que no se convalida con este tipo de negocios.

Muchas de estas limitaciones son compartidas por varios países de Latinoamérica, incluso Argentina, por lo que resulta interesante conocer la experiencia de países vecinos en etapas de desarrollo de la industria más avanzadas.

12. Condiciones para el desarrollo de la industria del capital de riesgo en Argentina

El desarrollo de la industria tuvo sus inicios durante la década del 90, junto con el resto de los países de la región. El crecimiento fue, en un primer momento, el producto de las políticas de desregulación del país y la necesidad de capital para no perder competitividad frente a la gran cantidad de empresas extranjeras que vinieron a instalarse en el país, y en una segunda etapa, por el auge de los proyectos de internet. Es decir, durante esta etapa la participación estatal fue escasa.

El principal desafío para el país y la región, a partir del 2004 cuando sus economías comenzaron a recomponerse, fue lograr que los fondos que antes invertían en proyectos vinculados con internet, ahora financien proyectos en otros sectores de innovación. En este sentido, las políticas públicas han demostrado ser un importante motor de la actividad, sobre todo durante las etapas iniciales de una idea o proyecto.

No existe un único factor que permita el desarrollo de la industria; lo que fomenta su crecimiento es más bien, el producto de un conjunto de factores que permiten la creación de demanda y oferta de capitales de riesgo.

²⁷ (EY & ACAFI, 2016)

LAVCA creó un indicador a partir de diferentes variables que afectan a la industria, con el objeto de clasificar a los países estudiados en lo que respecta a la actividad de venture capital y private equity.

En el anexo n°9 se incluye el resultado de la última evaluación disponible y se refiere al periodo 2015/2016. De acuerdo al mismo, Argentina ocupa el último lugar en el ranking de calificaciones. Las principales debilidades, de acuerdo al informe de LAVCA, están en la falta de un marco regulatorio para fondos de venture capital y private equity, la complejidad del régimen fiscal, la inexistencia de inversores institucionales locales y la gran percepción de corrupción.

La falta de normas específicas que regulen la actividad de los fondos de private equity y venture capital complejiza la estructuración de los fondos. Las leyes solo prevén reglas generales para fondos o sociedades de varios tipos, que no son suficientes dadas las particularidades de estas inversiones. Al no existir una entidad jurídica reconocida como vehículo financiero, el impuesto a las ganancias, por ejemplo, recae en cabeza de la empresa target, de la sociedad de private equity o venture capital y del inversor final de acuerdo a su categoría, afectando fuertemente los retornos. Por esta razón, los vehículos offshore han sido los más comunes.

Con respecto al sistema impositivo, resulta complejo y significa un porcentaje muy alto de los costos, más aún si se considera la carga social. Alguno de los impuestos que afectan a las entidades de capital de riesgo son:

- El impuesto a las ganancias (35%) y se aplican sobre la ganancia total, es decir, deben pagar por los ingresos que se paguen al exterior recibiendo un crédito en compensación
- Impuesto sobre las tracciones financieras (4%)
- IVA (21%)
- Ingresos Brutos (5%)
- Las plusvalías están exentas para los residentes no argentinos, pero sujetas a la alícuota normal para los inversores locales

Por otro lado, no existen incentivos fiscales para los fondos de capital de riesgo ni para las empresas durante sus primeros años de vida. Sí se encuentran, en cambio, políticas de incentivo para pymes.

En relación a los inversores institucionales, la nacionalización de los fondos de la seguridad social (AFJP) cerró las puertas a la participación de los fondos de pensiones como inversionistas institucionales, habiendo sido éstos una importante fuente recursos en otros lugares del mundo.

Asimismo, las reglas de inversión de las empresas aseguradoras limitan el acceso a este tipo de instrumentos, ya que por requisitos de liquidez y la necesidad de contar con una calificación de riesgo emitida por una calificadora independiente, no los hace elegibles. Con respecto a la ANSES, si bien tienen expresamente permitido alocar un 50% de su

cartera a bonos estatales y acciones de empresas locales, no dice nada con respecto a fondos de capital de riesgo.

Otro aspecto que tiene una baja calificación es la falta de desarrollo del mercado de capitales. Los volúmenes operados están muy por debajo de los valores de otros países de la región, como Brasil y Chile, más aún luego de la nacionalización del sistema de fondos privados.

El mercado de capitales en Argentina es débil, adolece de falta de transparencia, de prácticas claras, exactas, formales, fácilmente discernibles y aceptadas en los negocios y el mundo de las finanzas.

A pesar de los intentos por flexibilizar los requisitos para incorporar a las pymes al mercado de capitales, su participación es muy baja. Por un lado, la gran cantidad de requisitos que deben cumplimentar, complejiza el proceso y desalienta la elección de la bolsa como fuente de financiación, y, por otro lado, los dueños de las pymes tienen miedo de perder el control de su negocio si ofrecen sus valores al mercado público y evitan la divulgación de su información financiera. Todas estas cuestiones dificultan el acceso de las pymes al mercado de valores.

Con respecto a la facilidad para realizar negociaciones en Argentina, el Banco Mundial realiza un informe anual donde mide las regulaciones que favorecen o restringen la actividad empresarial. Este reporte, conocido como *Doing Business*, en su última versión, analiza las regulaciones de 190 países que afectan a 11 áreas del ciclo de vida de una empresa: apertura de un negocio, manejo de permisos de construcción, obtención de electricidad, registro de propiedades, obtención de crédito, protección de los inversores minoritarios, pago de impuestos, comercio transfronterizo, cumplimiento de contratos y resolución de insolvencias.

El cuadro n.º 6 muestra el resultado de cada uno de estos indicadores para Argentina, algunos países de la región y referentes de economías desarrolladas (Reino Unido y Estados Unidos)

Cuadro n.º 6: Ranking de facilidad para hacer negocios - Doing Business 2017

País	United Kingdom	United States	Chile	Argentina	Brazil
Ranking Global	7	8	57	116	123
Apertura de un negocio	16	51	59	157	175
Manejo de permisos de construcción	17	39	26	173	172
Obtención de electricidad	17	36	64	91	47
Registro de la propiedad	47	36	58	114	128
Acceso al crédito	20	2	82	82	101
Protección del accionista minoritario	6	41	32	51	32
Pago de impuestos	10	36	120	178	181
Comercio transfronterizo	28	35	65	111	149
Cumplimiento de contratos	31	20	56	50	37
Resolución de insolvencias	13	5	55	98	67

Fuente: Doing Business 2017 - Datos del Banco Mundial

Las mayores debilidades del país se encuentran dentro de los requisitos necesarios para abrir un negocio, el manejo de permisos de contratación y el pago de impuestos.

El cuadro n.º7, analiza con mayor detalle algunos de los aspectos que más impactan en la industria del capital de riesgo:

Cuadro n° 7: Facilidad para hacer negocios

País	Argentina	Brasil	Chile	UK	US
Ranking Global	116	123	57	7	8
Apertura de un negocio	157	175	59	16	51
Nº de procedimientos	14	11	7	4	6
Tiempo (días)	25	79,5	5,5	4,5	5,6
Costo	9,30%	5,20%	0,70%	0,10%	1,10%
Registro de propiedad intelectual	114	128	58	47	36
Nº de procedimientos	7	13,6	6	6	4,4
Tiempo (días)	51,5	31,4	28,5	21,5	15,2
Costo	6,60%	3,10%	1,20%	4,80%	2,40%
Calidad de la protección (0-30)	13	13,8	14	24	17,6
Protección al inversor minoritario	51	32	32	6	41
Alcance de la protección (0-10)	6,2	6,5	6,5	7,8	6,5
Alcance de la regulación sobre conflicto de intereses (0-10)	5	5,7	7	8,3	8,3
Alcance de la responsabilidad de los directores (0-10)	2	8	6	7	8,6
Índice de facilidad de iniciar juicios de accionistas (0-10)	6	4	7	8	9

Fuente: Doing Business 2017 - Datos del Banco Mundial

La apertura de un negocio comprende todos los procedimientos requeridos para abrir un negocio, medidos en número de procedimientos necesarios, cantidad de días para completar los procesos de inscripción y otras formalidades, así como el costo medido en porcentaje del ingreso per cápita de país.

Las mismas medidas son tenidas en cuenta para el registro de propiedad intelectual, así como la calidad de la protección otorgada, la surge del resultado del análisis de 5 dimensiones: índice de fiabilidad de las estructuras (Arg. 5/8), transparencia de la información (Arg. 2/6), cobertura geográfica (Arg. 2/8), resolución de conflictos (Arg. 4/8) y acceso igualitario a los derechos de propiedad²⁸ (Argentina no exhibe conflictos de este tipo).

Con respecto al nivel de protección de los intereses del accionista minoritario, mientras las leyes son relativamente buenas, su aplicabilidad es débil. La mayoría de las reglamentaciones relevantes como la reforma del mercado de capitales de 2001, se aplican únicamente a las empresas que cotizan en bolsa y el código de gobierno corporativo de 2008 emitido por la Comisión de Valores es completamente voluntario.

²⁸ La última versión del informe de Doing Business incluye el género dentro de algunos de los parámetros analizados, es decir, evalúa si existen diferencias entre el tratamiento que reciben hombre y mujeres.

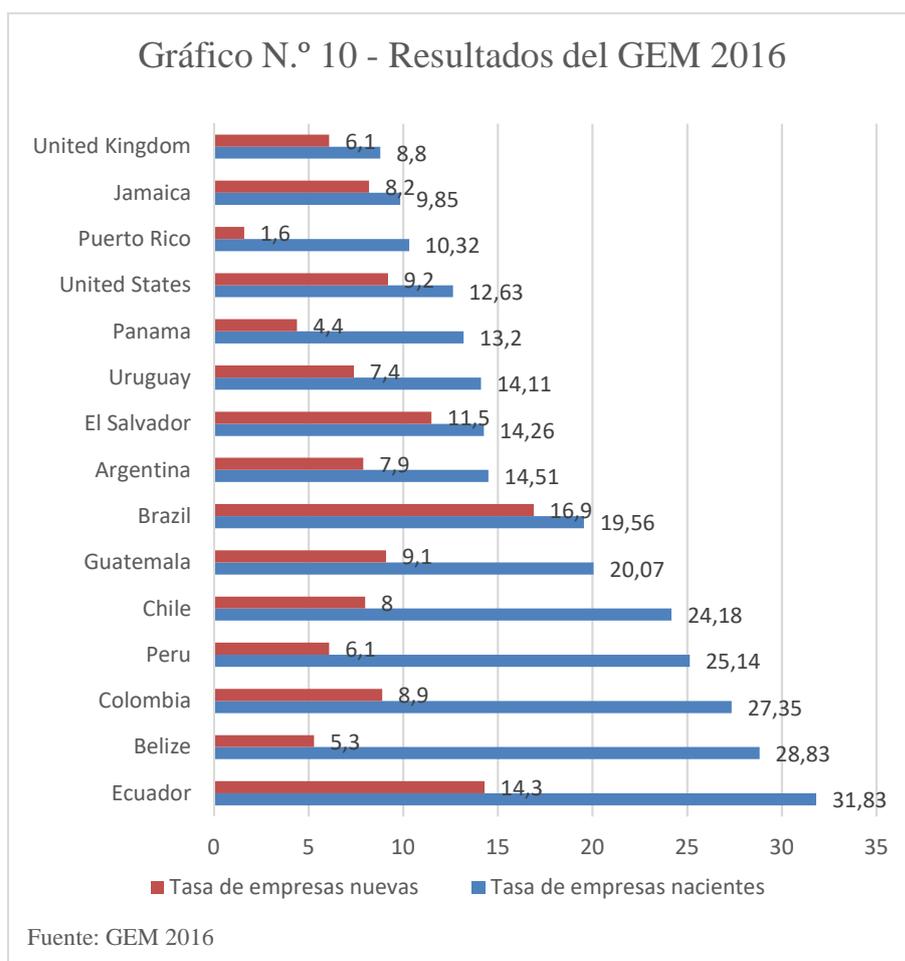
12.1. Sistema Emprendedor

En Argentina, el fenómeno emprendedor ocupa un lugar cada vez más importante. La asociación latinoamericana de venture capital, le asigna un puntaje de 3/4 al ecosistema emprendedor, convirtiéndose en uno de los puntos fuertes del país.

El Global Entrepreneurship Monitor, es un programa de investigación a nivel global que estudia la relación entre la actividad emprendedora y el desarrollo económico. Evalúa la etapa previa al nacimiento de una compañía y la etapa inmediatamente posterior a la puesta en marcha, y de la combinación de ambas, obtiene el TEA (Total Entrepreneur Activity) como indicador de la actividad emprendedora en cada país y región analizada.

De acuerdo a los datos del GEM del 2016, de los 64 países analizados, Argentina ocupa el lugar n°16 (ver anexo n°1), con una tasa de empresas nacientes que asciende a 14,51% y una tasa de nuevas empresas del 7,9%.

El siguiente grafico muestra la relación entre ambas variables para los países de Latinoamérica que son evaluados por el GEM y los valores alcanzados por Estados Unidos y Reino Unido como referentes de economías más desarrolladas.



De los datos analizados podemos notar que Argentina tiene una buena vocación emprendedora, sin embargo, al considerar el porcentaje de ideas o proyectos que llegan a

transformarse en empresas (tasa de nuevas empresas), vemos que el indicador se reduce casi un 50%. Esto da cuenta de las dificultades del país para que el potencial emprendedor pueda traducirse en empresas.

Lo importante es destacar que existe demanda de capitales de riesgo, es decir, existen personas con intenciones de emprender, pero lo que falta son mecanismos que permitan que esos proyectos puedan implementarse.

Uno de los principales desafíos es el acceso al financiamiento. Históricamente, el acceso a fuentes tradicionales de financiación ha sido difícil para los startups, principalmente por el alto nivel de riesgo asociado a este tipo de proyectos. En el contexto actual de tasas altas, resulta imposible para un emprendedor conseguir financiamiento del tipo bancario por lo que se hace aún más importante el desarrollo de medidas alternativas de financiación.

Otro aspecto importante para el desarrollo del ecosistema emprendedor, es la existencia de instituciones de apoyo a las primeras etapas, las cuales son asumen un papel muy importante para el desarrollo de la industria. Sus principales bondades incluyen la creación de espacios de interacción entre personas con talentos complementarios, su capacidad para capacitar a emprendedores a diseñar estrategias de negocios y la posibilidad de servir de enlace entre potenciales proyectos y proveedores de capital.

En este sentido, las universidades ocupan un rol fundamental. En la Argentina, desde el sector privado encontramos varios ejemplos, como el Centro de Entrepreneurship de la IAE, el Centro de Emprendedores del ITBA, la Comunidad de Emprendedores de la Universidad de Torcuato Di Tella. En general, se trata de un lugar de encuentro y formación de emprendedores a través de la organización de seminarios, cursos de capacitación sobre el desarrollo de nuevos negocios, talleres, estudios de investigación, así como foros y desarrollo de espacios que permitan conocer la experiencia de emprendedores exitosos.

Otra iniciativa que brinda apoyo a la creación de empresas es la red de emprendedores Endeavor de Córdoba. Reúne a más de 150 emprendedores, brinda asesoramiento, información relevante, herramientas de gestión y acceso a una red de contactos estratégicos.

Endeavor impulsa la transformación de emprendedores y desarrolla y articula el ecosistema emprendedor para agilizar la dinámica de creación de empresas. Su apoyo se concentra en brindar apoyo a través de programas de capacitación y construcción de una red de contactos para facilitar el encuentro entre inversores y emprendedores, pero no realiza inversiones financieras en las empresas que apoya.

Asimismo, cabe precisar que no selecciona proyectos ni empresas en un estadio de desarrollo incipiente. Para ser elegido como Candidato al Panel de Selección de Emprendedores Endeavor es necesario tener una compañía en marcha, con un modelo de funcionamiento probado.

Desde el gobierno de la ciudad, a través de la Dirección General de Emprendedores, se han implementado una serie de programas destinados a generar oportunidades de financiamiento, la ejecución de talleres, la organización de rondas de inversión con el objeto de crear un espacio de encuentro con potenciales inversores, así como el desarrollo de programas de capacitación, para impulsar, fortalecer y potenciar la creación de empresas y puesta en marcha de nuevos emprendimientos.

En el marco de estos programas existe la Academia Emprende, que consiste en el dictado de cursos gratuitos que apunta a desarrollar habilidades emprendedoras y metodológicas.

Asimismo, mediante la Aceleradora BA Emprende, se seleccionaron 5 aceleradoras para co-financiar proyectos. A través del programa, las empresas recibirán aportes no reembolsables para financiar proyectos y cubrir parte de los gastos operativos y administrativos. Es el primer antecedente de la ciudad en donde el gobierno destina fondos públicos a la financiación de emprendimientos.

Con respecto a las redes de ángeles inversionistas, si bien aún escasean en Argentina, se pueden mencionar algunos ejemplos, como el Business Angels del IAE, El Club de Inversores Ángeles de IG, el cual se conforma de un grupo de 28 inversores calificados con diferentes perfiles y experiencia en distintas industrias, y South Venture, una plataforma online para hacer inversiones en startups, selecciona los mejores proyectos para que inversores de todo el mundo puedan acceder con montos muy bajos.

Por otro lado, hay varios ejemplos de incubadoras instaladas en el país generalmente orientadas hacia un tipo de industria. De ese modo, se conoce NXTP Labs y Wayra, principalmente dirigidas a empresas de tecnología, Bairexport, dirigida a empresas manufactureras y de servicios con el objeto de promover el desarrollo de exportaciones y el incremento general de la competitividad, Empreare, dedicada al desarrollo de distintos tipos de programas generalmente orientados hacia proyectos de base científico-tecnológica.

12.2. Políticas de fomento en Argentina

En la Argentina, como en gran parte del mundo, las pequeñas y medianas empresas constituyen una parte sustancial de la economía. De acuerdo a un informe del observatorio pyme de abril del 2015, las empresas pymes representan el 44% del PBI y agrupan el 51% de los empleos.

Una de las principales dificultades para el desarrollo de estas empresas es el acceso a fuentes de financiación que sean capaces de aportar fondos sin destruir la rentabilidad de sus operaciones y que se adecuen a las necesidades de cada etapa dentro del ciclo de vida de una compañía.

Siendo una pieza fundamental del desarrollo económico, toda política de fomento a la productividad debe contemplar la problemática de la pyme argentina y fomentar la creación de más y mejores empresas que permitan al país salir de un esquema mayormente agroexportador y poder ofrecer productos o servicios de alto valor agregado.

Para lograrlo, las políticas deben estar dirigidas no solo a crear modelos que faciliten el acceso a fuentes de financiación, sino también, a crear calidad, es decir, empresas que ofrezcan bienes y servicios competitivos y que utilicen para ellos las mejores herramientas de gestión, de manera que sus negocios sean sostenibles en el tiempo.

En esta sección, revisaremos algunas de las políticas implementadas para el fomento de las pymes, incluyendo algunas que apuntan a fomentar la creación de empresas y la innovación de aquellas que tienen como objetivo el proveer de fuentes de financiación orientada hacia empresas en marcha.

12.2.1. Ley de promoción y fomento a la innovación tecnológica

Uno de los elementos más destacados de la década del noventa, fue la Ley 23.877 de Promoción y Fomento de la Innovación Tecnológica. El objetivo de la ley está centrado en fomentar y promover la incorporación de conocimiento para mejorar la actividad productiva y comercial.

La ley creó la figura de Unidades de Vinculación Tecnológica (UVT), que son entes no estatales que se dedican a la gestión de la vinculación entre sectores del conocimiento y el sector productivo. Por otro lado, dio lugar a al acuerdo firmando con el Banco Interamericano de Desarrollo para la ejecución de una serie de programas de modernización tecnológica (PMT), cuya ejecución queda bajo la administración de la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica (ANPCyT) a través del Fondo Argentino Tecnológico (FONTAR).

Durante la primera etapa de su aplicación, el objetivo fue la difusión. La ley introducía muchos conceptos nuevos para la época e intentaba concientizar al sector productivo de las bondades de la innovación tecnológica para mejorar la productividad de sus negocios. En este sentido, la ley logro fomentar la incorporación del conocimiento como un insumo importante para el sistema productivo.

A lo largo de su implementación, se diseñaron distintos tipos de fondos administrados por el FONTAR, ya sea en forma de líneas de créditos o subsidios bajo la figura de Aportes no Rembolsables (ANR). Los fondos fueron provistos en un inicio por el BID mediante los programas antes mencionados, pero luego se fueron incorporando otros bancos privados, incrementando el total disponible para financiamientos.

Por otro lado, como producto de un acuerdo entre el FONTAR y el Ministerio de Economía, nació el Programa de Crédito Fiscal, el cual permitió destinar hasta un máximo de 20 millones de pesos del presupuesto nacional para proyectos de desarrollo tecnológico a través de bonos de cancelación fiscal emergentes del impuesto a las ganancias.

Varios fueron los logros de esta ley. Por un lado, como se comentó anteriormente, permitió introducir la discusión sobre la innovación y transferencia tecnológica hacia el sistema productivo y permitió que las pymes incorporen sistemas innovadores a sus

negocios. Por otro lado, facilitó la articulación entre lo público y lo privado y sentó las bases institucionales y legales para promover el desarrollo tecnológico.

Varios autores analizaron el impacto del programa FONTAR. La mayor parte de esos análisis encontraron resultados positivos dado que las firmas que habían recibido aportes no reembolsables del FONTAR habían tenido un nivel de gasto en actividades de innovación superior a las firmas que no habían obtenido este tipo de ayuda²⁹.

Actualmente, Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica, administra varios fondos para apoyar el desarrollo de proyectos de base tecnológica, entre ellos el FONTAR, que tiene como objeto el desarrollo del Sistema Nacional de Innovación. Su principal responsabilidad es la de mejorar la competitividad de las empresas argentinas mediante un conjunto de instrumentos que abarcan todos los estadios del ciclo de la innovación.

De este modo, dispone de aportes no reembolsables y distintos tipos de subsidios para proyectos de mucha complejidad tecnológica y elevado riesgo. A medida que los proyectos van avanzando y las tecnologías son probadas, los instrumentos de financiación toman la forma de líneas de crédito.

12.2.2. Ley de emprendedores

La ley de emprendedores es la iniciativa más reciente del estado con respecto al fomento de la actividad emprendedora. Su diseño intenta dar respuesta a las necesidades de miles de personas que quieren poner en marcha sus ideas o proyectos, atacando no solo cuestiones vinculadas a la financiación, sino también articulando un sistema que facilite el encuentro entre los principales actores involucrados: el emprendedor, el inversor (directo o a través de instituciones dedicadas) y el estado (como ente fiscalizador y como inversor).

Por otro lado, simplifica procedimientos de inscripción para la creación de empresas, permitiendo que el trámite se pueda hacer por internet y en un solo día, bajo la forma jurídica de Sociedades por Acciones Simplificadas (SAS), así como los trámites para abrir una cuenta bancaria.

Estas son las principales novedades introducidas por la ley:

I. Registro de Instituciones

Se crea un Registro de Instituciones de Capital Emprendedor, al cual deberán inscribirse todas las entidades que se dediquen a realizar aportes de capital a proyectos emprendedores, ya sea con fondos propios o en nombre de terceros, sus administradores y los inversores en capital emprendedor que quieran acogerse a los beneficios incluidos en la ley.

²⁹ Ferreira

II. Nuevo vehículo financiero público-privado

Además, crea un Fondo Fiduciario para el Desarrollo del Capital Emprendedor (FONDC), donde el Estado podrá actuar como inversor de proyectos junto con el sector privado. Para ello, se crearán 10 fondos de co-inversión, cuyo 40% será financiado con fondos públicos y cada fondo deberá tener un capital mínimo de 30 millones de dólares.

Adicionalmente, con los fondos del FONDC, se crearán 12 aceleradoras destinadas a financiar proyectos, de modo que los fondos estatales participarán directamente en la financiación de proyectos e indirectamente mediante la creación de instituciones de capital emprendedor registradas como tales en el registro creado al efecto.

El patrimonio del FONDC estará integrado por fondos públicos y privados y se destinarán a la concesión de préstamos, aportes no reembolsables (ANR), aportes de capital en emprendimientos e instituciones de capital emprendedor y otros instrumentos de financiación, siempre que sean destinados a proyectos dentro del objeto de la ley.

III. Nueva figura jurídica

Con el objeto de facilitar los trámites para la creación de empresas, crea las SAS, las cuales podrán ser constituidas por instrumento público o privado o por medios digitales con firma digital.

Con esta medida, se agilizan los procesos para crear una empresa, ya que hasta hoy se necesitan entre 45 y 60 días.

Además, las SAS podrán acceder a los siguientes beneficios:

- Constituir un CUIT en 24 horas
- Abrir una cuenta bancaria de manera fácil y rápida
- Abrir una sociedad con un capital mínimo de dos salarios básicos
- Tener la posibilidad de que la sociedad sea de un único socio
- Es decir, se pueden emitir distintas clases de acciones con idénticos derechos políticos y económicos, independientemente del precio de adquisición o venta.
- Utilizar firma, libros y poderes digitales

IV. Beneficios Fiscales

La ley introduce un beneficio fiscal para los inversores de estos proyectos con el objeto de fomentar su participación, siempre y cuando estén inscriptos en el registro previamente mencionado.

El beneficio consiste en la posibilidad de deducir en la determinación del monto imponible en concepto de impuesto a las ganancias, hasta el 85%³⁰ de los fondos

³⁰ El tope depende del lugar donde se esté ubicado el proyecto, aplicándose el máximo de 85% a aquellos que se encuentran en zonas de menor desarrollo.

invertidos en proyectos emprendedores, con el tope del 10% de la ganancia neta sujeta a impuesto del ejercicio.

Si bien se fija un límite, los fondos que exceden el 10% en un año determinado, podrán ser trasladados al año fiscal siguiente, dándole un tratamiento similar a los quebrantos impositivos. Estas medidas apuntan a que el inversor realice aportes de capital a este tipo de proyectos a cambio de una reducción gradual en el impuesto a pagar.

Para evitar que los beneficios sean utilizados como herramienta para evadir impuestos y no se traduzcan en inversiones para el desarrollo de proyectos emprendedores, se establece el requisito de que las inversiones se deben mantener como mínimo durante dos años.

V. Sistema de financiamiento colectivo – Crowdfunding

La ley establece por primera vez en Argentina un régimen jurídico para un proceso alternativo de fondeo conocido como *crowdfunding*.

El crowdfunding o micro mecenazgo, es una plataforma, generalmente online, que sirve para financiar proyectos mediante la puesta a disposición de una red de contacto entre promotores de un proyecto y quienes tienen el capital para ponerlo en marcha. Generalmente, se distinguen cuatro modelos según la contraprestación del proveedor de los fondos:

- De donación (no recibe contraprestación alguna)
- De recompensa
- De acciones
- De préstamos, también conocido como crowdlending

La ley que nos ocupa, regula particularmente el tercer modelo y parcialmente el cuarto, ya que permite la adquisición de préstamos convertibles en acciones.

De esta manera, las plataformas vienen a complementar el abanico de alternativas de financiación, constituyéndose como una forma más simple y accesible frente al crédito ofrecido por los bancos. Mediante esta alternativa se puede conseguir financiar proyectos más riesgosos que generalmente no cumplen con todos los requisitos del sistema bancario.

Dada las particularidades de este modelo de financiación, que elimina la intervención bancaria y con ella todo tipo de control sobre las operaciones de financieras, es necesario que exista un régimen jurídico que las regule y una entidad estatal que controle y proteja al inversor.

De acuerdo al nuevo marco normativo, la plataforma de financiamiento colectivo es definida como “... *sociedades anónimas autorizadas, reguladas, fiscalizadas y controladas por la Comisión Nacional de Valores y debidamente inscriptas en el registro que al efecto se constituya, con el objeto principal de poner en contacto, de manera profesional y exclusivamente mediante portales web u otros medios análogos, a una*

pluralidad de personas humanas y/o jurídicas que actúan como inversores con personas humanas y/o jurídicas que solicitan financiación en calidad de emprendedores de financiamiento colectivo”

Es decir, las plataformas deberán constituirse como sociedades anónimas y deberán incluir en su razón social el término “Plataforma de Financiamiento Colectivo” o la siga “PFC”. Por otro lado, teniendo en cuenta la necesidad de control estatal antes comentada, la ley asigna como ente regulador a la Comisión Nacional de Valores, quien además tendrá a su cargo la regulación de su operación.

Este fenómeno es relativamente nuevo en el mundo. Fue adoptado por la SEC en octubre del 2015 y regulado en España en el mismo año dentro de la Ley 5/2015 de Fomento a la Financiación Empresarial. Ambos modelos establecen un sistema similar: definen un órgano estatal de fiscalización (la SEC y la CNMV respectivamente), regulan la actividad de las sociedades que actuaran como plataformas de financiación, definen deberes de información, así como límites sobre el capital plausible de aportar y otras medidas de protección al inversor.

La nueva ley, siguiendo con la tendencia internacional, regula varias de estas cuestiones y deja otras a cargo de la CNV. A saber:

Servicios a cargo de la plataforma de financiación: La ley define una serie de servicios, como la selección y publicación de los proyectos, desarrollo de canales de información y consulta, publicación de información relevante, así como otros servicios que apuntan a asegurar la correcta difusión de los proyectos y la completa disposición de la información necesaria para que los inversores puedan tomar sus decisiones.

Prohibiciones a las plataformas de financiación: Al igual que en Estados Unidos y en España, prohíbe a estas entidades brindar servicios de asesoramiento o realizar recomendaciones sobre los proyectos publicados, con el objeto de que los inversores y emprendedores no confundan a las plataformas con empresas dedicadas a prestar servicios de inversión, que están sujetas a mayores controles.

Tampoco pueden asegurar a los emprendedores la captación total o parcial de los fondos o a los inversores el retorno de su inversión. Es decir, la ley con esto pretende que la responsabilidad de las plataformas sea lograr la mayor transparencia y correcta comunicación de los riesgos de cada proyecto, de manera que cada inversor pueda analizar cada y sea capaz de comprender los riesgos que asume.

Límites al sistema de financiamiento colectivo: En este sentido, la ley delega en la CNV la responsabilidad de fijar limitaciones a la cantidad que puede ser ofrecida por cada inversor, siempre y cuando no supere el 20% de sus ingresos brutos anuales.

En España, por ejemplo, se fijan límites de acuerdo a la categoría de inversor, distinguiendo entre inversores acreditados, con mayores conocimientos y capacidad para soportar las pérdidas, e inversores no acreditados. Los segundos, básicamente minoristas, están sujetos a un mayor nivel de protección, limitando el total de inversión anual en un

mismo proyecto a la suma de €3.000 y hasta un total de €10.000 en un periodo de 12 meses en proyectos publicados por una misma plataforma.

Por su parte, la SEC, define los topes de inversión para un periodo de 12 meses, de acuerdo al ingreso anual de un individuo o el valor total de sus activos netos, y siempre y cuando no supere los \$100.000 dólares anuales en el total de inversiones realizadas por este medio.

Ambas regulaciones también incluyen límites en el total que puede ser recaudado por cada emprendedor, promotor o empresa beneficiaria de los fondos, ascendiendo a un total de 1 millón de dólares por un periodo de 12 meses y 2 millones de euros por proyecto respectivamente³¹. La diferencia radica en que los topes en Estado Unidos no se fijan por proyecto sino por periodo, de manera que permite que más proyectos puedan acceder a este tipo de financiación.

La protección en el sistema norteamericano, apunta a fijar herramientas que garanticen que la información publicada cumpla con los requisitos de transparencia y exactitud, por lo que incluyen una serie de deberes de información sobre las empresas que buscan obtener fondos por este medio, como, por ejemplo, la presentación de estados contables que deben cumplir con ciertos requisitos según su tamaño, descripción del negocio y los procedimientos utilizados, ciertos datos sobre sus ejecutivos o directores, entre otros.

Si bien la ley local no dice nada respecto a este punto, deja bajo responsabilidad de la CNV la posibilidad de establecer los límites que considere necesarios sobre los proyectos que sean presentados en la plataforma.

Resulta interesante conocer la experiencia de otros lugares al momento de establecer la regulación. Así, en Estados Unidos este medio ha sido utilizado para financiar proyectos inmobiliarios que mueven grandes cantidades de dinero, que bajo las limitaciones por proyecto de la regulación española no sería posible. En este sentido, de acuerdo a la opinión de algunos expertos, si bien reconocen que los límites están fijados en protección del inversor minoritario, consideran que la protección debería apuntar a garantizar que la información presentada al público sea veraz³².

Mercado Secundario: Los valores adquiridos por la plataforma de financiación colectiva, podrán ser negociados en la misma plataforma, dotando de mayor liquidez a los instrumentos negociados.

La ley permite atacar varios frentes de conflicto del ecosistema emprendedor. En este sentido, brinda cierta regulación (hoy inexistente) a la inversión en capitales de riesgo orientado exclusivamente a proyectos de venture capital, involucra a la CNV como ente fiscalizador de los sistemas de negociación, garantizando una mayor transparencia de las

³¹ Para el caso de inversores acreditados este límite asciende a 5 millones de euros.

³² Nota del Diario Expansión, España, 2 de enero de 2015.

<http://www.expansion.com/2014/12/30/juridico/1419968402.html>

operaciones y permite que el estado participe activamente en la financiación de proyectos a través de los fondos del FONDC.

Con respecto al tratamiento impositivo, está diseñado exclusivamente para fomentar la inversión, pero dista de ser un tratamiento impositivo diferencial, por lo que creo que, si bien es una buena medida, todavía quedan pendientes muchos cambios en el sistema tributario si se pretende fomentar las inversiones.

Por otro lado, mediante la creación del Consejo Federal de Apoyo a Emprendedores, da nacimiento a una institución especializada en la elaboración de políticas de emprendimiento y a la identificación de los instrumentos más adecuados para promover la actividad.

12.2.3. Plan Estratégico de Seguros 2012/2020 (PlaNes)

El Plan estratégico de seguro fue presentado en octubre de 2012 con el objeto de desarrollar la industria aseguradora mediante políticas que permitan potenciar la actividad de la industria y contribuir con el desarrollo económico. En ese marco, introdujo una normativa que modificaba las reglas de inversión de los fondos administrados por las aseguradoras, impactando en la administración de los fondos pymes y en el rendimiento de los valores emitidos por las pymes, con las consecuentes distorsiones en los precios del mercado.

Si bien el proyecto fue diseñado para contribuir al crecimiento de las compañías de seguro, mediante sus disposiciones intenta facilitar el acceso a las pymes a fuentes de financiación mediante el mercado bursátil y con esto fomentar la realización de inversiones productivas y el desarrollo económico.

El proyecto, de acuerdo a lo incluido en el documento del plan, destaca el crecimiento de la actividad aseguradora como producto del crecimiento económico del país post-crisis 2001/2002 y la necesidad de fomentar la industria de manera que esta alcance la participación de países vecinos y contribuya con el desarrollo del país creando nuevos seguros de manera que los agentes económicos "...cuenten con la posibilidad de tomar una cobertura adecuada que no reduzca su capacidad productiva..."³³.

En este marco, uno de los objetivos es el de "... generar un mercado de capitales creciente, a partir del aumento de la producción del seguro, y reorientar parte de ese mercado hacia la economía real como por ejemplo en inversión productiva".

Con este objeto, se incluyó el inciso k al punto 35 del Reglamento General de la Actividad Aseguradora, donde se define una inversión mínima en instrumentos que financien proyectos productivos y de infraestructura, de manera que parte de sus carteras sean dirigidas hacia el financiamiento de inversiones que fomenten la productividad y garantizar el círculo virtuoso de crédito, inversión, crecimiento y empleo.

³³ Plan Estratégico de Seguros 2012/2020

Los porcentajes de inversión variaban de acuerdo a las particularidades de cada rama, los cuales se movían desde un 5% a un 10%, que luego ascendió a 8% y 18%.

Para asegurar que el destino de los fondos sea canalizado hacia la producción, se creó el Comité de Elegibilidad de Inversiones de las Compañías de Seguro y Reaseguro, cuya función principal es definir qué instrumento califica como elegible bajo el inciso k.

En el proceso de aprobación, sin embargo, participaba más de un agente. En un primer momento, la propuesta es presentada a la Superintendencia de Seguros de la Nación, la cual será sometida a análisis por la Unidad de análisis y Seguimiento de Inversiones Productivas (UASIP). Si el proyecto cumple con los requisitos mínimos, es elevado al comité especialmente creado para su evaluación, quien finalmente decide qué inversiones serán consideradas en el ámbito de la economía real y computables a efectos del mencionado inciso k. El proceso culmina con la aprobación final de la CNV³⁴.

El principal problema de este régimen era que la obligatoriedad de la norma y la falta de instrumentos elegibles para poder completar los límites establecidos, lo que hacía que la demanda de estos productos era ampliamente superior a la oferta, ya que no solo las aseguradoras debían adquirir estos productos, sino también los fondos pymes y de infraestructura para poder ser elegibles bajo el mencionado inciso, generando grandes distorsiones en el mercado.

El septiembre de 2015, se introdujeron nuevas reformas que restringía la operatorio de los fondos comunes de inversión, los cuales, para ser elegibles como fondos del inciso k, debían cumplir mayores requisitos de los que tenían hasta el momento.

De acuerdo a los cambios introducidos, los fondos pymes debían destinar un mínimo del 60% de su patrimonio a inversiones que encuadren dentro del inciso k y al menos el 35% de dichas inversiones no podían ser cheques de pago diferido.

Por otro lado, las inversiones que realicen las compañías de seguro en fondos comunes de inversión, sólo podían ser computadas para el cálculo de los porcentajes requeridos de inversión, de acuerdo a la proporción que dichos fondos cumplan con los parámetros mencionados anteriormente.

Esta situación generó grandes dificultades a las compañías aseguradoras para cumplir con las inversiones reglamentarias, ya que se vieron obligadas a desarmar carteras que antes computaban plenamente y ahora debían buscar nuevos valores que compensen la participación liberada, en un mercado donde escaseaban los productos que cumplían con los requisitos del inciso k.

Las compañías de seguro, además, se enfrentaban a ciertos problemas técnicos al deber incluir dentro de sus carteras activos tan poco líquidos, disminuyendo su poder de maniobra frente a contingencias con los asegurados. Dada la poca oferta de estos

³⁴ Comunicación de la SSN N.º 3375; 19/11/2012

instrumentos, debían resignar calidad crediticia para llegar a cumplir con el porcentaje de inversión en instrumentos inciso k.

Además de los mencionados ajustes, en el mismo mes la CNV publicó la Resolución n.º644 estipulando que todos los fondos comunes de inversión debían destinar un 2,5% de su patrimonio neto en valores negociables emitidos para financiar proyectos de infraestructura, inversiones productivas y el financiamiento de pymes. Con este aditamento, suman un agente más a la demanda ya saturada de valores que escasean.

Ante este escenario, muchas pymes lograron acceder al mercado de valores y financiarse a tasas muy bajas, a costa de mantener carteras con baja calidad crediticia, poco liquidas y deteriorando sus rendimientos. En este sentido, el régimen de fomento se convirtió indirectamente, en un subsidio a las pymes que les permitía acceder a tasas que no se correspondían con sus niveles de riesgo.

A modo ejemplificativo, el Programa de Emisión de Obligaciones Negociables de YPF de mediano plazo, elaborado durante el año 2013, dio lugar a varias emisiones en pesos con marcadas diferencias en la tasa de corte alcanzada. El cuadro N.º xx, muestra algunas de las emisiones bajo el programa y las condiciones de emisión.

Cuadro n° 8: Programa Global de Emisión de Títulos de Deuda a Mediano Plazo - YPF 2013

Título	Inc K	Fecha de emisión	Moneda de emisión	Plazo	Calificación crediticia	Tasa
Obligaciones Negociables Clase XX	No	18/06/2013	Pesos	84 meses	AA(Arg) de Fitch	Badlar + 2,25%
Obligaciones Negociables Clase XXIX	Si	07/03/2014	Pesos	72 meses	AA(Arg) de Fitch	Badlar + 0%
Obligaciones Negociables Clase XXXIV	Si	24/09/2014	Pesos	120 meses	AA(Arg) de Fitch	Badlar + 0,1%
Obligaciones Negociables Clase XXXV	No	24/09/2014	Pesos	60 meses	AA(Arg) de Fitch	Badlar + 3,5%

Fuente: MAE

Son instrumentos de un mismo emisor, de similar plazo y emitidas bajo un mismo programa de emisión, con tasas muy desparejas entre instrumentos bajo el inciso K y aquellos que no obtuvieron dicha clasificación. Más aún, en los últimos dos casos, llama la atención cómo un instrumento de igual calidad crediticia, emitido el mismo día, y cuyo plazo es significativamente menor a la emisión bajo el inciso k, alcanza una tasa tres veces más alta.

Es decir, ante un mismo nivel de riesgo se accedían a distintas tasas, dando cuenta de las distorsiones generadas.

Por otro lado, encontramos ejemplos de distintas empresas de menor calidad crediticia pero que acceden a las mismas tasas. Por ejemplo, el 2 de septiembre de 2014, CGM Leasing Argentina, cuya calificación es BBB(Arg.), emitió obligaciones negociables a tasa Badlar + 2%, es decir, a menor tasa de corte que la clase xxxv de YPF.

Es importante definir medidas que permitan a las pymes acceder mejores planes de financiación, pero estas medidas no pueden dejar de considerar el comportamiento del

resto de los sectores y deben guardar una correcta relación riesgo, tasa y plazo, de manera que no se generen distorsiones como las comentadas.

En enero del 2016, la Resolución General N.º 39.645/2016 dio fin al cuestionado inciso k, así como los porcentajes mínimos que debían invertir los fondos pyme en instrumentos admitidos por el Comité de Elegibilidad.

La nueva redacción, faculta a las entidades aseguradoras la posibilidad de invertir en proyectos productivos hasta un máximo del 30% de sus carteras, para las entidades de seguros generales, de seguros de vida, las reaseguradoras y entidades de seguro de retiro, y hasta un máximo del 20% para las entidades aseguradoras de riesgo de trabajo.

Incorpora, además, un nuevo inciso L, según el cual las aseguradoras deben mantener un 3% de su cartera, como mínimo, en fondos comunes de inversión pymes autorizados por la CNV.

12.2.4. Régimen de fomento de inversión

El 1 de agosto de 2016, bajo la ley n°27.264, se estableció un tratamiento impositivo especial para las pymes que realicen inversiones productivas, entendiendo por tales a la adquisición de bienes de capital a ser utilizado en la actividad económica de la empresa y no a su venta habitual. Asimismo, incluye la realización de obras de infraestructura.

De acuerdo al régimen diseñado, quienes realicen inversiones productivas podrán computarse como pago a cuenta del impuesto a las ganancias el 10% de las inversiones productivas realizadas durante el año fiscal correspondiente, teniendo como límite el 2% del total de ingresos netos objetivos en concepto de ventas, prestaciones de servicios según corresponda.

Por otro lado, por los créditos fiscales en el IVA originado por inversiones productivas, podrán solicitar su conversión en un bono intransferible utilizable para la cancelación de tributos nacionales.

La disminución de la carga tributaria como única medida de fomento no es suficiente para atraer inversiones, pero en complemento con otras herramientas que creen mejores condiciones para el desarrollo económico, pueden servir como un incentivo adicional.

13. Conclusiones y Recomendaciones

El objetivo del presente trabajo es dar respuesta a los siguientes interrogantes:

- **¿Las entidades de capital de riesgo pueden promover el crecimiento de las empresas argentinas?**

Teniendo en cuenta lo analizada a lo largo del mismo y el impacto generado en otros países, las entidades de capital de riesgo, así sean instrumentadas como sociedades o como fondos regulados, tienen la capacidad de promover el desarrollo económico.

Diferentes estudios han demostrado su relación con la creación de más y mejores empresas mediante el aporte de capital y habilidades de gestión, y su relación con la puesta en marcha de procesos innovadores que mejoran la productividad y dan lugar a empresas más competitivas.

Sin embargo, su capacidad para promover el desarrollo de las pymes, las cuales representan la mayor parte del empresariado local, tiene algunas limitaciones. La industria no está dirigida a empresas pymes que necesiten financiación para seguir haciendo las cosas de la misma manera que lo vienen haciendo hace años, sin pretender desmerecer el desempeño de su actividad.

Estas empresas deberán seguir buscando otros medios de financiación que no impliquen modificaciones en su estructura de capital ni dificulten la toma de decisiones que puedan cambiar el rumbo de sus operaciones.

A grandes rasgos, se pueden identificar tres tipos de empresas pymes que se ajustan al target de la industria:

- a) Empresas en nacimiento o proceso de creación, cuyo objeto incorpore el desarrollo de un proyecto o idea con cierto contenido innovador que pueda traducirse en la producción de bienes y servicios. Y con esto no pretendo limitarlo a algún sector en particular, se pueden incorporar procesos innovadores a muchos rubros de la actividad económica y todos ellos son susceptibles de recibir capitales de riesgo.
- b) Empresas con historia que desean incorporar nuevas tecnologías o procesos capaces de expandir sus operaciones y potenciar su crecimiento
- c) Empresas ya consolidadas que desean dar un vuelco a sus operaciones, ya sea incorporando una nueva línea de producto o explorando nuevos mercados, o aquellas que necesitan atravesar por procesos de reestructuración (principalmente para fondos buyout)

Dicho esto, la industria del capital de riesgo es una herramienta que permite la creación de nuevas y mejores empresas, pero su potencial para hacer crecer empresas argentinas ya existentes y de ser utilizado como medio alternativo de financiación es marginal, dado que deberían ajustarse a las situaciones previstas en los puntos b) y c) antes mencionados.

Sin embargo, los esfuerzos por lograr el desarrollo de la industria son extremadamente útiles para el crecimiento económico, ya que contribuye con la dinámica empresarial y mejora la competitividad, destruyendo viejos modelos de negocios por mejores métodos de gestión.

- **¿Qué medidas deberían ser incluidas para fomentar el crecimiento de las entidades de capital de riesgo en el país?**

Para responder a esta pregunta, destacare aquellas cuestiones que deben ser consideradas para el desarrollo de la industria, identificando aquellas en las que el país se encuentra mejor posicionado y haciendo algunas sugerencias para mejorar los puntos más débiles.

En función de lo revisado hasta el momento, y teniendo en cuenta la experiencia de otros países, cualquier modelo exitoso debe contemplar los siguientes aspectos:

- La existencia de un buen sistema emprendedor, capaces de generar demanda de capitales de riesgo
- Sistemas de fomento a la actividad emprendedora, mediante incubadoras o diferentes instituciones que se dediquen a la formación de emprendedores
- Participación activa del Estado, mediante diferentes tipos de planes de promoción, desde talleres educativos hasta la inversión directa en proyectos innovadores
- Un marco regulatorio que permita el desarrollo de la actividad inversora de capitales de riesgo y cree mecanismos de apoyo a la inversión
- Tratamiento impositivo que fomente el desarrollo de empresas pequeñas e incentive la inversión en fondos de capital de riesgo
- Mercado de valores suficientemente desarrollado, que permita el diseño de estrategias de salida

Al momento de analizar la decisión de llevar a cabo una política de desarrollo de la industria de capitales de riesgo, se deben considerar dos aspectos fundamentales: la existencia de demanda y la oferta de capitales de riesgo, de manera de identificar donde se encuentran los principales puntos débiles de la estructura actual y actuar en esa dirección.

La existencia de demanda, la encontramos al evaluar el ecosistema emprendedor de Argentina, así como la existencia de instituciones y políticas de apoyo a la innovación y creación de empresas.

En este sentido, de acuerdo a lo revisado en secciones anteriores, Argentina tiene un buen ecosistema emprendedor. La Asociación Latinoamericana de Venture Capital, reconoce el buen espíritu emprendedor, así como el GEM, quien en su último relevamiento coloca al país en la posición n.º 16 de 64 países estudiados.

Por el lado de las instituciones, repasamos la existencia de varias organizaciones de apoyo a la creación de empresas y a la innovación. Así encontramos desde el plano privado la existencia de centros de emprendedores organizados en las universidades, donde se brinda apoyo a la creación mediante la organización de talleres y cursos de capacitación.

Desde la órbita pública, el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires puso en marcha la creación de instituciones de apoyo, como la Aceleradora BA y la Academia BA Emprende, mediante la cual se dictan diferentes cursos con el objeto de potenciar habilidades emprendedoras.

También se reconoce desde el plano nacional, la existencia de diferentes planes de fomento a la innovación organizados por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica mediante el FONTAR.

El principal problema de la demanda de capitales de riesgo actualmente, está dado por el entorno macroeconómico del país que no genera las condiciones adecuadas para el nacimiento de nuevos negocios. La gran incertidumbre con respecto a la evolución de las principales variables macroeconómicas dificulta la planificación de proyectos de largo plazo. Por otro lado, la contracción de la actividad hace aún más difícil encarar nuevas ideas ya que las empresas tienden a ser más cautelosas con los gastos y con las inversiones en todo aquello que sea desconocido.

Por el lado de la oferta de capitales de riesgo, en cambio, es donde se identifican las mayores debilidades.

El apoyo público ha sido una importante fuente de recursos en las etapas iniciales. La experiencia en Chile mediante los diferentes programas llevados a cabo por la CORFO, y en México mediante el INADEM, son ejemplos del papel del estado como impulsor de la actividad y su importancia como fuente de recursos.

En Argentina el aporte de recursos públicos es aun escaso. La participación del estado como co-inversor fue introducido por primera vez en el país hace pocos meses mediante la Ley de Emprendedores, lo que da indicios de un mayor interés estatal por fomentar la industria y se debería evaluar dentro de un par de años el resultado de las medidas incorporadas en la ley.

No obstante, es importante aclarar que el apoyo del estado debe estar concentrado en las etapas iniciales de un proyecto, que apunten fundamentalmente a financiar negocios no probados que encuentran dificultades en el acceso a capitales privados, disminuyendo su participación a medida que los negocios evolucionan y pueden ser más atractivos para el sector privado.

Desde el ámbito privado, la falta de inversores institucionales pone un importante freno al desarrollo de la industria, dado que, de acuerdo a la experiencia institucional, constituyen una importante fuente de recursos.

En Argentina, no existe en la actualidad un sistema de ahorro institucional privado, antes dirigido por las AFJPs, y los principales inversores institucionales, como la ANSES y las compañías de seguro, no contemplan en sus políticas este tipo de inversiones. En otros países, además han sido de especial apoyo y fuente de recursos, la banca privada y family office.

La falta de consideración de las inversiones de riesgo en la cartera de los inversores mencionados, está dado, al menos en parte, por la falta de un vehículo jurídico que sea reconocido legalmente y regulado de modo que pueda ser incorporado en los reglamentos de gestión de compañías de seguro y que puedan ser ofrecidos a los clientes de banca privada como un instrumento adicional donde canalizar sus inversiones.

El desarrollo de la industria, debe contar con un marco legal propicio que contemple las particularidades de la industria. La importancia de tener un marco jurídico es reconocida por distintas asociaciones como LAVCA, la cual asigna a Argentina la menor calificación en este aspecto.

Por otro lado, de acuerdo a entrevistas realizadas a distintos referentes de la industria en Chile³⁵, al preguntarles cuales son los criterios de decisión más importantes al momento de evaluar los países donde invertir, el 64,7% de los encuestados colocó al marco regulatorio como uno de los principales aspectos a tener en cuenta, junto con la estabilidad macroeconómica y seguido por la estabilidad política y el tratamiento impositivo.

De la experiencia de otros países, se pueden identificar dos maneras de estructurar las operaciones de la industria de capitales de riesgo.

La primera, como sociedades limitadas, conocidas en Estados Unidos con el nombre de *limited partnership* cuya ventaja principal reside en la libertad de regular las relaciones entre accionistas y entre estos y los socios gerentes.

La utilización de esta figura, requiere la revisión de ciertas regulaciones relativas a prácticas de gobierno corporativo, así como el tratamiento tributario aplicable, ya que participan en forma conjunta diferentes personas, tanto físicas como jurídicas, sobre un mismo negocio.

En este sentido, si un residente argentino invierte en una sociedad constituida en el exterior, debe tributar por el 100% de los ingresos recibidos, ya sea en concepto de dividendos o plusvalías por su participación, siendo esta una de las principales desventajas del modelo para los inversores locales.

La segunda alternativa, corresponde a la creación de una figura jurídica específica, con una regulación determinada y un tratamiento tributario especial aplicable a dichas sociedades, como el caso de España.

La principal ventaja de este sistema está dada por los beneficios impositivos, ya que identifica y diseña un régimen que se adecua a las necesidades de la industria, de modo que no se duplique el pago de los impuestos generados por un mismo negocio.

³⁵ Reporte de Venture Capital y Private Equity, una mirada a Chile, la región y el mundo; Informe 2015-2016 elaborado por ACAFI e EY.

Sin embargo, la disposición de exenciones impositivas viene acompañada generalmente de mayores controles por el ente regulador, de modo que se pierde la flexibilidad otorgada por el otro modelo.

Teniendo en cuenta las ventajas y desventajas de cada sistema analizado, existen ciertos aspectos en el país que ponen a la segunda alternativa como más ventajosa:

- En Argentina, ya sea por falta de cultura financiera o por la inestabilidad histórica de las reglas de juego, el perfil de riesgo del inversor medio es de bajo a moderado, por lo que serían más adeptos a adquirir instrumentos regulados;
- Como mencionamos anteriormente, los inversores institucionales capaces de asumir más riesgo, no tienen incluido en sus reglamentos de gestión la posibilidad de invertir en sociedades que no coticen, por las grandes dificultades que implicaría el proceso de selección y valuación, así como la falta de regulación y control sobre dichas inversiones. Un instrumento que sea controlado por una entidad estatal, podría ser incorporado a sus políticas de inversión;
- El tratamiento tributario a los dividendos y plusvalías por la participación en sociedades locales como extranjeras se encuentran gravadas tanto por personas físicas como jurídicas, por lo que la creación de una entidad jurídica con beneficios impositivos permitiría evitar los costos derivados de la doble imposición.

En la siguiente sección realizare una propuesta para estructurar operaciones de riesgo en el país bajo la segunda alternativa mencionada. El objeto no es diseñar un marco normativo detallado, si no sentar algunas bases orientativas de los aspectos que podrían ser incluidos en el diseño de un instrumento para el fomento de la inversión en capitales de riesgo.

Por otro lado, revisare algunas de las cuestiones que impactan en su aplicación de acuerdo a lo desarrollado a lo largo del trabajo.

Fondos de Inversión alternativos en capitales privados

Descripción del Instrumento: Los fondos de inversión en capitales privados (FICP) serán fondos cerrados creados con el fin de adquirir participaciones de capital en empresas no financieras ni de naturaleza inmobiliaria que, al momento de realizar la inversión, no coticen en mercados regulados.

Asimismo, se considerarán incluidas dentro del objeto de inversión, aquellas compañías que coticen en el mercado de valores pero que hayan sido adquiridas para ser excluidas de la cotización.

El instrumento así descrito, incluye tanto operaciones de venture capital como de private equity, con el objeto de crear una estructura que sea lo suficientemente flexible y permita la creación de fondos para las distintas fases de desarrollo.

Siguiendo con el modelo español, la normativa deberá excluir de las alternativas de inversión a las empresas financieras o inmobiliarias, para direccionar los capitales hacia empresas productivas.

Por otro lado, se admite la adquisición de participaciones de capital en empresas que coticen, siempre y cuando sea con el objeto de que sean excluidas de la cotización, de modo que el instrumento sea aplicable a ciertas operaciones de buyouts.

Los fondos deberán incluir dentro de sus reglamentos de gestión el periodo durante el cual permanecerán vigentes, con el objeto de atender a la temporalidad que caracteriza a estas inversiones. Los inversores de capitales de riesgo no buscan la adquisición de un negocio o su parte proporcional, si no que compran una idea o proyecto que una vez que ha logrado ser exitosa, les permita retirarse y realizar sus ganancias. Cada fondo, sin embargo, podrá definir una política de extensión o revisión de plazos para no afectar el proceso de maduración de determinadas inversiones.

Política de inversiones: El 75% de los fondos recaudados serán utilizados para financiar empresas que se encuentren dentro de su objeto principal.

Hoy por hoy, la CNV dispone para los fondos comunes de inversión que el 75% de sus inversiones deben ser en instrumentos que respondan a su clasificación por tipo de renta. Siguiendo con esta lógica, la política de inversión de estos instrumentos contemplaría el mismo porcentaje mínimo de inversión en empresas dentro de su objeto social.

Con respecto al tipo de instrumento que puede formar parte de la cartera, se podrían incluir:

- Acciones ordinarias;
- Acciones preferidas;
- Deudas convertibles, subordinadas u otro tipo de instrumento híbrido que pueda generar derechos sobre el capital;
- Otros fondos de inversión en capitales privados
- En proyectos de aceleradoras o incubadoras

El 25% restante se puede destinar a:

- Obligaciones negociables que sean negociados en mercados regulados;
- Acciones o participaciones de capital en el patrimonio de empresas con cotización;
- Fondos comunes de inversión;
- Cheques de pago diferido y fideicomisos financieros que sean negociados en mercados regulados.

Autorización y control: Con el objeto de crear un instrumento regulado por un ente estatal que permita velar por el buen funcionamiento y por la transparencia de las operaciones realizadas, dichos fondos deberán ser gestionados por sociedades gerentes autorizadas por La Comisión Nacional de Valores, la cual actuará como ente fiscalizador.

Una buena práctica relativa al seguimiento y control por el ente regulador es la aplicada en Brasil, donde, de acuerdo a lo revisado anteriormente, dispone que las empresas beneficiarias de los fondos deberán cumplir con ciertos requisitos mínimos de información. Estas disposiciones brindan mayor transparencia a las operaciones ya que el órgano fiscalizador podrá, además de velar por el buen funcionamiento de los fondos, tener cierto control o monitoreo de las empresas objeto de inversión.

En Argentina, bajo el Decreto Ley 677/01, se definen normas específicas que abordan cuestiones relativas a la transparencia, la protección de los inversores y accionistas minoritarios. El régimen se complementa con la Resolución General N. °516/07, por el cual se impone a las compañías públicas la presentación ante la CNV de un Código de Gobierno Societario, donde las empresas dan cuenta en forma anual y pública, de su organización y funcionamiento bajo estas prácticas.

Ambas disposiciones afectan únicamente el actuar de empresas públicas, sin embargo, las mismas podrían ser ampliadas a empresas que reciban fondos de capitales de riesgo bajo la modalidad descripta (FICP), dando mayor transparencia a sus operaciones. Por otro lado, permitiría contar con más información de la compañía si ésta decide hacer oferta pública de sus valores en el futuro, facilitando la colocación y las estrategias de salida.

Comercialización: Las inversiones de venture capital, como en el capital de startups, empresas en proceso de creación o con muy poca historia, tienen asociado un alto nivel de riesgo, fundamentalmente por el desconocimiento de sus proyectos y del grado de logro de sus objetivos. En inversiones de private equity, si bien las empresas ya tienen cierto grado de madurez, el riesgo sigue presente ya que se aplican estrategias agresivas para lograr una rápida expansión que no siempre cumplen con las expectativas.

Esto conlleva la necesidad de que quienes realicen estas inversiones, sean conscientes de los riesgos asociados y capaces de soportarlos. En nuestro país los valores de corto plazo emitidos por pymes, por ejemplo, solo puede ser adquiridos por inversores calificados, de acuerdo a lo definido en la sección II de la resolución 640/2015 de la CNV.

La referida norma enumera las personas que están incluidas bajo ese término, asumiendo que, ya sea por el patrimonio que manejan o por la función que cumplen, tienen conocimientos sobre instrumentos financieros y los riesgos asociados a cada uno.

De acuerdo a la práctica de muchos de los países revisados, resulta prudente comercializar fondos de capitales de riesgo entre inversores que comprendan los riesgos que asumen, por lo que se suelen definir parámetros que limitan las personas a quienes pueden ser dirigidas las ofertas. Siguiendo con esta modalidad, en Argentina se podría limitar la comercialización de estos fondos a las personas incluidas en las normas de la CNV, las que se detallan a continuación:

- a) El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.

- b) Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- c) Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- d) Agentes de negociación.
- e) Fondos Comunes de Inversión.
- f) Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a setecientos mil pesos (\$ 700.000.-).
- g) En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a un millón quinientos mil pesos (\$1.500.000.-).
- h) Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.
- i) La Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES).

Por otro lado, la regulación española deja la posibilidad de que otras personas puedan acceder a estos fondos, siempre y cuando comprometan un capital mínimo y firmen una constancia de que son conscientes de los riesgos asumidos. Se podría incorporar una excepción de este tipo de modo que aquellas personas con conocimiento del producto pero que no están enumeradas en el listado anterior, tengan acceso a estos instrumentos.

Asimismo, al igual que en Chile y en España, los fondos podrán hacer oferta pública de sus cuotas, lo que daría cierto grado de liquidez a la inversión.

Tratamiento Impositivo: Siguiendo con la mayoría de los modelos que definen un instrumento específico para este tipo de inversiones, como en Brasil, Chile y España, el tratamiento impositivo debe lograr que la carga tributaria recaiga sobre las personas físicas o jurídicas beneficiarios de la inversión con algún tipo de beneficio impositivo como herramienta de fomento.

En Argentina, como política de fomento a la inversión en valores negociables, muchos instrumentos financieros se encuentran exentos. Las obligaciones negociables emitidas por el Estado Nacional, Provincial o Municipal, así como las rentas generadas por tenencia de fondos comunes de inversión o acciones de empresas con cotización pública están exentas para personas físicas.

Sin embargo, los ingresos en concepto de dividendos como los resultados por la venta o tenencia de acciones de empresas que no hacen oferta pública de sus valores, están alcanzados por ganancias, ya sea para personas físicas como jurídicas.

Si a los FICP se les da el mismo tratamiento que para fondos comunes de inversión, estaríamos ante una situación en donde el inversor (persona física) no pagaría impuesto a las ganancias por los ingresos obtenidos de su inversión ni tampoco el fondo como vehículo financiero. La misma disposición podría extenderse a personas jurídicas para facilitar la captación de fondos.

Esta situación, si bien daría lugar a desigualdades entre un accionista de riesgo y el resto de los socios, es un incentivo tributario para promover la inversión en estos instrumentos que responde a las diferencias entre los distintos tipos de accionistas. El socio fundador quiere mantener la inversión más allá del horizonte de inversión del fondo, dado que sus objetivos son diferentes y suelen estar motivados por razones de índole personal más allá de las ganancias del negocio.

Otra alternativa, sería aplicar el mismo beneficio tributario determinado en la ley de emprendedores. En este caso, lo lógico sería que estos fondos como instrumentos financieros no tributen ganancias por las plusvalías de su participación en empresas que no cotizan ni por los dividendos recibidos, pero que estos sean trasladados al inversor al momento del rescate, cuando el fondo es liquidado y se reparten los resultados de la inversión. Sobre los resultados así obtenidos se aplicaría el régimen diseñado para los inversores de acuerdo a la ley de emprendedores.

El dilema se plantea en el caso de que los FICP hagan oferta pública de sus valores. Ante este caso, si siguen el régimen general, los dividendos que eventualmente pueden repartir estos fondos no estarían alcanzados por el impuesto a las ganancias, de modo que nuevamente se generan distorsiones entre fondos con y sin cotización pública.

Si bien en este caso los fondos pueden distribuir resultados en concepto de dividendos que no necesariamente se originaron en el reparto de dividendos de la empresa invertida, daría lugar a que se realicen pagos de dividendos parciales a medida que el fondo va realizando la desinversión de las compañías en cartera y que el monto final a rescatar sujeto a impuestos (de acuerdo a la segunda alternativa planteada) sea insignificante.

Para evitar esta situación, se podría establecer que los pagos parciales que realicen las FICP en concepto de dividendos estarán exentos siempre y cuando dichos fondos no sean producto de la venta, IPO o cualquier otra estrategia de salida utilizada para realizar las inversiones en cartera, en cuyo caso aplicaría el régimen diseñado según la ley de emprendedores.

Potenciales inversores: Como vimos a lo largo del desarrollo del trabajo, este tipo de inversiones esta mayormente dirigido a personas o instituciones con determinado nivel de formación.

Las características propias de la actividad, como los plazos que deben ser considerados, la puesta en marcha de ideas no probadas y la consiguiente falta de garantías en cuanto a su potencial de crecimiento, así como el uso de estrategias agresivas como las que

caracterizan a los leverage buyouts, hacen necesario que los inversores sean profesionales y que quienes aporten el capital comprendan los riesgos que asumen.

Por otro lado, las inversiones implican la movilización de grandes sumas de dinero, por lo que la posibilidad de que inversores institucionales puedan acceder a este tipo de productos abre las puertas a un gran caudal de dinero que puede ser canalizado hacia estos productos.

En Estados Unidos, los fondos de pensiones tuvieron un papel destacado en el desarrollo de la industria. En Europa, la participación promedio de los fondos de pensiones entre 2007 y 2015 fue del 21% del total de fondos captados en el periodo, y si se suma el capital aportado por compañías de seguro, este número asciende al 28% del total (Anexo n°10).

Otra importante fuente de recursos en Europa han sido los fondos de fondos, los que en promedio reúnen el 12% de los fondos captados durante el mismo periodo considerado. Estos fondos se caracterizan por invertir en cuotas de otros fondos, generalmente internacionales y permiten que muchos inversores, a través de estructuras locales, tengan exposición en fondos de capital de riesgo internacionales a los que de otra manera no podrían acceder, ya sea por limitaciones de regulación o de montos mínimos de capital.

Por otro lado, los inversores particulares, así como las family office también han cubierto parte de la demanda de fondos e incluso, en algunos países como Chile, su participación en aun mayor que la de los inversores institucionales en fondos locales. Esto se debe, en parte, por la existencia de limitaciones reglamentarias, y en parte por cuestiones de riesgo ya que la baja escala a nivel local no hace rentable este tipo de inversiones y la falta de track record de los fondos chilenos no entrega las garantías necesarias³⁶.

El grado de internacionalización de la industria colocan en un lugar destacado al inversor extranjero. En Europa, de acuerdo a los datos del cuadro N.º9, los fondos provenientes del extranjero durante el periodo 2010 a 2015 superan el 30% del total de fondos captados para la mayoría de los años considerados.

Cuadro n° 9: Origen de los fondos en Europa (en miles de euros)

Origen de los fondos	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Europa	14.390.510	24.903.828	13.828.120	21.956.800	23.628.960	20.197.630
	66%	61%	56%	40%	49%	43%
Extranjero	3.204.870	13.265.832	8.552.540	26.804.000	16.184.670	13.129.470
	15%	32%	35%	49%	34%	28%
Otros	4.178.340	2.963.890	2.161.440	5.479.510	8.151.290	14.154.580
	19%	7%	9%	10%	17%	30%
Total	21.773.720	41.133.550	24.542.100	54.240.310	47.964.920	47.481.680

Fuente: Invest Europe, mayo 2016

También el gobierno ha sido un gran proveedor de recursos a través de la ejecución de distintos planes de promoción, como la CORFO en Chile, aunque es importante destacar

³⁶ (EY & ACAFI, 2016)

que su participación se debería concentrar en las primeras etapas de desarrollo de una compañía.

Del análisis de la fuente de fondos en otros países, se puede concluir que los esfuerzos en la captación de fondos (dejando de lado los recursos de origen público) deben estar dirigidos a:

- Inversores institucionales, como fondos de pensiones y compañías de seguros;
- Inversores privados, particularmente de banca privada con determinado volumen patrimonial, y family office;
- Inversores internacionales.

En nuestro país, las compañías de seguro, así como los fondos administrados por la Anses, no tienen contemplado en sus reglamentos de gestión la adquisición de fondos de este tipo, y al menos en parte, se debe a la falta de un vehículo jurídico regulado por la legislación local.

La normativa que regula las inversiones de ambos fondos incluye una referencia a proyectos productivos, pero en ningún caso hace mención específica de fondos de private equity o venture capital.

La reglamentación de las compañías aseguradoras dispone un máximo del 30% y 20% de los fondos administrados, según el ramo de la actividad aseguradora que se trate, a instrumentos con negociación que financien proyectos productivos. En el caso de la Anses, la ley 27.260 dispone un mínimo del 5% y un máximo de 50% de los activos totales de fondo a instrumentos que financien proyectos productivos, incluyendo la inversión directa en proyectos específicos, ya sea mediante instrumentos de deuda o certificados de participación.

De acuerdo a datos publicados por la Anses³⁷, al 30 de junio de 2015 el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administraba \$532.838 millones de pesos, con un 63,6% en títulos públicos, 12,4% en proyectos productivos, 11,6% en acciones, 2,7% en fondos comunes de inversión, 2,4% en préstamos a beneficiarios del SIPA y 1,5% en colocaciones de plazo fijo.

Si se crease un instrumento como el propuesto (FICP), estos podrían ser incluidos dentro de los límites antes comentados y permitir que parte de los fondos administrados sean canalizados hacia la industria de capitales de riesgo, promoviendo de esa manera el círculo virtuoso de inversión, actividad y empleo. De acuerdo a información publicada por LAVCA, en el periodo 2011 – 2015, Argentina recaudó 256 millones de dólares, por lo que con menos del 1% del total administrado por el FGS al 30 de junio de 2015, se estaría cubriendo el total recaudado del periodo.

Con respecto a los inversores particulares, uno de los bancos internacionales más grandes radicados en Argentina, maneja un total de 44.000 millones de pesos de clientes de banca

³⁷ “El fondo de garantía de sustentabilidad de la Anses creció un 443,3%”; 28 de julio de 2015. Información de prensa publicada en la página web de la Anses.

privada. Considerando que dicho banco tiene una participación en el mercado del 10,8%, se podría inferir que existe aproximadamente un total 407.000 millones de pesos pertenecientes a la banca privada del mercado argentino y parte de ese dinero puede ser alocado a la industria de capitales de riesgo si existiese un instrumento ofrecido por los bancos como alternativo a los tradicionales.³⁸

Con respecto a este punto, cabe recordar la entrevista realizada a Carlos Doussinague donde se explican algunos de los inconvenientes de estos inversores. La falta de cultura financiera del inversor argentino y la falta de conocimiento de estos instrumentos puede dar lugar a conflictos entre los gestores de los fondos y los potenciales inversores de banca privada.

Una medida para amortiguar este conflicto podría ser el establecimiento de montos elevados de ingreso, de modo que solo accedan inversores sofisticados. De todas maneras, para lograr que la participación de este segmento de mercado crezca y ese crecimiento sea sostenido en el tiempo, deben fijarse políticas a largo plazo que fomenten el aprendizaje y comprensión de estos productos con el objeto de sofisticar el perfil del inversor argentino.

Modificaciones al mercado de valores: La existencia de mercados de valores con liquidez y un gran número de transacciones son importantes para el desarrollo de la industria de capitales de riesgo.

En este sentido, muchos países han creado mercados de valores especializados, con el objeto de diseñar plataformas de negociación dedicadas a la comercialización de valores de un determinado sector. El Nasdaq en Estados Unidos, por ejemplo, permitió que muchas empresas de origen tecnológico respaldadas por capitales de riesgo hagan oferta pública de sus valores por primera vez y facilitó la ejecución de estrategias de salida exitosas.

En Argentina, el número de transacciones diarias es aún muy bajo si se compara con algunos de sus países vecinos como Chile o Brasil y esto desalienta la industria de capitales de riesgo.

Si bien se ha flexibilizado el régimen de oferta pública de valores para empresas pymes, la financiación con capitales propios y la financiación bancaria es aun el método más elegido³⁹.

En la evaluación de alternativas de mejora, se puede considerar la creación de nuevos segmentos de mercado. En Brasil, el segmento Bovespa Mais permite a las empresas que van a hacer oferta pública, listarse antes de ofrecer los valores, de modo que los inversores

³⁸ Por cuestiones de confidencialidad no se puede dejar constancia de la fuente ni del nombre de la institución a los que hacen referencia los valores.

³⁹ De acuerdo al Informe Anual 2012-2013, el 60% de las pymes financia sus actividades con capital propio y el 26% mediante el financiamiento bancario.

tengan mayores elementos para evaluar las bondades de la compañía y facilitar la colocación de la emisión cuando ésta tenga lugar.

Por otro lado, es importante tener en cuenta que, si bien el método preferido por los inversores de capital de riesgo para realizar la inversión es mediante la oferta primaria de acciones, el método más utilizado es la venta directa a un tercero interesado.

En Europa, la mayor parte de las desinversiones se realizaron a través de la venta a inversores estratégicos, seguido por la venta a otro fondo de private equity.

Cuadro nº 10: Mecanismos de salida en Europa (% sobre el total de desinversiones)

Mecanismos de salida	2011	2012	2013	2014	2015
Venta a inversor estratégico	37%	36%	26%	26%	29%
Oferta pública	12%	15%	21%	18%	23%
Liquidación	13%	9%	11%	7%	5%
Venta a otro fondo de private equity	26%	26%	26%	24%	27%
Otros	12%	14%	16%	24%	17%

Fuente: Invest Europe, mayo 2016

De acuerdo a información publicada por LAVCA, en Latinoamérica durante el mismo periodo analizado, las salidas más destacadas fueron mediante la venta a inversores estratégicos (ver anexo n. °11).

Por otro lado, muchas de las operaciones exitosas de venture capital y private equity de la Argentina, como Globant y Mercado Libre, lograron la colocación de sus valores mediante oferta pública en mercados internacionales, por lo que no solo es importante contar con un mercado local líquido sino también tener un buen acceso a mercados internacionales.

Ventajas del sistema propuesto

La principal ventaja del diseño de fondos de capitales de riesgo como incentivo al desarrollo de la industria, es que brinda una solución de mercado para canalizar los ahorros hacia inversiones productivas.

De esta manera, se configuran incentivos para todos los participantes del proceso:

- El inversor: El mayor incentivo esta en los beneficios impositivos, al quedar exento del pago del impuesto a las ganancias o al menos con una importante reducción del mismo. Además, facilita el acceso a un instrumento alternativo de inversión, con mayores riesgos, pero con el potencial de generar retornos difícilmente alcanzados por otros instrumentos.
- La gestora de fondos: Permite que gestoras ya existentes tengan un marco regulatorio al cual podrían adherirse e incorpora una oportunidad de negocio a sociedades gerentes que actualmente no se dedican estas inversiones.
- Empresa beneficiaria: Un nuevo marco regulatorio, junto con el resto de las medidas implementadas por el gobierno para fomentar la actividad emprendedora, puede dar lugar a que un mayor número de empresas locales se informen sobre esta alternativa de financiaron y puedan potenciar su crecimiento. Sus beneficios

no solo incluyen la provisión de recursos, sino también la adopción de nuevas herramientas de gestión que profesionalicen sus procedimientos y fomenten la creación de empresas más competitivas.

- El Estado: El resultado de estas medidas, de acuerdo a la experiencia revisada de otros países, permite crear más y mejores empresas, mejorar la productividad y competitividad de las existentes, además de su potencial para crear nuevas fuentes de trabajo. Todas estas cuestiones son de primordial interés del estado y permiten fomentar el círculo virtuoso de la economía: inversión, producción, empleo y consumo.

Hoy por hoy en el país, las operaciones de venture capital y private equity se diseñan mediante sociedades que se dedican a la compra de participaciones temporales de capital. La ventaja de incorporar un marco regulatorio y un instrumento regulado, facilita el acceso tanto de inversores institucionales, que podrán incorporar en sus políticas de gestión un nuevo vehículo financiero bajo vigilancia de la CNV, como de inversores de banca privada, ya que van a tener una nueva alternativa a donde dirigir sus ahorros.

Por otro lado, estos fondos se podrían articular con la nueva ley de emprendedores y potenciar las ventajas ofrecidas por la misma.

De esta manera, los fondos constituidos podrían ser inscriptos en el Registro de Instituciones de Capital Emprendedor y de esta manera acceder a los beneficios del sistema, pudiendo inclusive hacer uso de las plataformas de crowdfunding creadas al efecto.

La experiencia de otros países y las opiniones revisadas de quienes se desenvuelven dentro de la industria, coinciden en que contar con un marco regulatorio es clave para fomentar la industria.

Por un lado, sienta las bases para la creación de fondos, permite crear estructuras legales que pueden formar parte de políticas de inversión de inversores institucionales, brinda soluciones a inconvenientes de tipo impositivo que desalientan la inversión y crea un instrumento financiero para canalizar ahorros locales hacia inversiones productivas.

Por otro lado, sirve como herramienta para fomentar la utilización de este medio de financiación. En la medida que nuevos proyectos o empresas utilicen esta herramienta y se vaya conociendo su experiencia, el efecto contagio puede facilitar el crecimiento de la industria y fomentar el interés de la comunidad por conocer y comprender sus beneficios.

14. Anexos

Anexo n°1 - Estudios empíricos sobre la relación de la industria con el desarrollo económico.

Autores	Alcance del estudio	Resultados
Popov y Roosenboom, 2009	Inversiones en private equity y su relación con las patentes registradas 1991 - 2004	Un incremento del 1% en las inversiones de private equity, se relaciona con un incremento entre el 0,04% - 0,05% de las patentes registradas en EEUU. El 8% del gasto industrial agregado provino de empresas financiadas con fondos de private equity, así como el 12% del gasto en innovación. La financiación mediante fondos de private equity puede ser hasta 9 veces más efectiva que otros medios en el desarrollo de innovaciones.
Gambardella, 2008	El valor de las patentes europeas	El valor promedio de las patentes europeas ronda los 3 millones de euros, de acuerdo a la revisión de 9000 patentes registradas entre 1993 - 1997
Lerner, 2011	495 LBOs alrededor del mundo entre 1980 - 2005	Las patentes registradas por compañías financiadas por fondos de private equity y venture capital son más útiles y están concentradas en las áreas fundamentales de las compañías.
Ernst & Young, 2012	Las estrategias de salida en Europa durante 7 años, 2011	Examina las estrategias de salida utilizadas y llega a la conclusión que las empresas financiadas por capitales de private equity o venture capital son un 6,9% más productivas (medido de acuerdo al EBITDA por empleado)
Bank of International Settlement (BIS)	650 empresas financiadas por capitales de private equity del mundo entre 1081 - 2007	La tasa de incumplimientos en los pagos es un 5% menor en empresas que hayan sido respaldadas por capitales de riesgo en relación con empresas públicas comparables
Kaplan and Strömberg, 2009	17.171 empresas respaldadas por capitales de riesgo en el mundo, desde 1970 y 2007	Empresas respaldadas por capitales de riesgo tienen un 25% menos de incumplimientos que otras empresas no financiadas por estos fondos.
Samila and Sorenson, 2011	EEUU, 1993 - 20012	Los capitales de private equity y venture capital afectan positivamente a la creación de empresas, con una relación de 10 empresas nuevas por cada firma de capital de riesgo creada.
Popov and Roosenboom, 2009	21 países de Europa, entre 1998 - 2008	Las inversiones en private equity tienen un efecto positivo en el ratio de nuevas empresas creadas.

Fuente: "Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe"; Frontier Economics Report; reporte preparado para EVCA; 2013

Anexo n°2 - Inversiones por sector en Estados Unidos y Europa

Inversiones por sector en EEUU - 2015

Sector	2015	%
Agriculture	181.290.000	0,24%
Automotive & Transportation	270.060.000	0,36%
Business Products & Services	1.204.830.000	1,62%
Computer Hardware & Services	2.623.580.000	3,54%
Consumer Products & Services	1.559.050.000	2,10%
Electronics	869.050.000	1,17%
Energy & Utilities	1.453.740.000	1,96%
Environmental Services & Equipment	79.120.000	0,11%
Financial	716.950.000	0,97%
Food & Beverages	758.400.000	1,02%
Healthcare	12.140.350.000	16,37%
Industrial	2.174.810.000	2,93%
Internet	33.333.500.000	44,95%
Leisure	171.170.000	0,23%
Media (Traditional)	287.560.000	0,39%
Metals & Mining		0,00%
Mobile & Telecommunications	12.094.150.000	16,31%
Retail (non-internet/mobile)	30.230.000	0,04%
Risk & Security	45.260.000	0,06%
Software (non-internet/mobile)	4.168.170.000	5,62%
Total	74.161.270.000	100,00%

Fuente: PwC/CB Insights MoneyTree™ Report

Inversiones por sector en Europa - 2015

Sector	2015	%
Agriculture	7.511	0,20%
Business & industrial products	125.179	3,29%
Business & industrial services	72.311	1,90%
Chemicals & materials	46.626	1,23%
Communications	709.578	18,65%
Computer & consumer electronics	758.191	19,93%
Construction	1.710	0,04%
Consumer goods & retail	266.432	7,00%
Consumer services	220.894	5,81%
Energy & environment	138.516	3,64%
Financial services	105.301	2,77%
Life sciences	1.288.775	33,87%
Real estate	6.967	0,18%
Transportation	42.385	1,11%
Unclassified	14.745	0,39%
Total investment	3.805.121	100,00%
Subtotal High-Tech	1.250.006	32,85%

Fuente: Invest Europe

Inversiones por sector en Europa - 2015 (Total de la industria de Private Equity y Venture Capital)

Sector	2015	%
Agriculture	923.343	1,95%
Business & industrial products	7.480.397	15,77%
Business & industrial services	3.482.153	7,34%
Chemicals & materials	875.100	1,84%
Communications	3.397.274	7,16%
Computer & consumer electronics	5.309.333	11,19%
Construction	520.309	1,10%
Consumer goods & retail	6.625.146	13,97%
Consumer services	4.271.657	9,00%
Energy & environment	2.542.106	5,36%
Financial services	4.734.737	9,98%
Life sciences	5.771.343	12,17%
Real estate	307.445	0,65%
Transportation	1.144.999	2,41%
Unclassified	53.545	0,11%
Total investment	47.438.886	100,00%
Subtotal High-Tech	5.285.905	11,14%

Fuente: Invest Europe

Anexo nº3: Concentración de las inversiones por país en Europa

Año	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
Montos en millones de euros	Monto	%																
País donde se realiza la inversión																		
Austria	906	1,3	326	0,6	178	0,7	703	1,7	322	0,7	282	0,8	555	1,5	289	0,7	1.085	2,3
Baltic countries	217	0,3	88	0,2	7	0,0	33	0,1	53	0,1	30	0,1	65	0,2	118	0,3	102	0,2
Belgium	2.323	3,3	701	1,3	1.168	4,8	972	2,3	977	2,2	1.408	3,8	1.056	2,9	978	2,3	1.380	2,9
Bulgaria	179	0,3	92	0,2	185	0,8	82	0,2	7	0,0	84	0,2	11	0,0	2	0,0	28	0,1
Czech Republic	181	0,3	423	0,8	1.358	5,6	229	0,5	144	0,3	106	0,3	134	0,4	296	0,7	14	0,0
Denmark	1.835	2,6	1.207	2,3	479	2,0	386	0,9	881	2,0	862	2,3	1.868	5,1	1.250	3,0	1.683	3,5
Finland	1.069	1,5	660	1,2	677	2,8	590	1,4	846	1,9	606	1,6	791	2,2	714	1,7	1.029	2,2
France	12.149	17,4	8.919	16,7	3.142	12,9	6.646	15,9	9.612	21,4	5.275	14,4	6.418	17,7	8.295	19,9	8.215	17,3
Germany	10.448	15,0	9.584	18,0	3.024	12,4	4.895	11,7	6.667	14,9	6.626	18,0	5.055	13,9	7.133	17,1	6.599	13,9
Greece	151	0,2	283	0,5	153	0,6	39	0,1	10	0,0	36	0,1	5	0,0	0	0,0	250	0,5
Hungary	223	0,3	464	0,9	214	0,9	65	0,2	195	0,4	103	0,3	56	0,2	170	0,4	158	0,3
Ireland	529	0,8	313	0,6	511	2,1	752	1,8	314	0,7	265	0,7	175	0,5	508	1,2	655	1,4
Italy	3.521	5,0	5.350	10,0	1.894	7,8	1.609	3,8	2.221	4,9	1.339	3,6	1.792	4,9	1.828	4,4	2.530	5,3
Luxembourg	687	1,0	829	1,6	912	3,8	92	0,2	314	0,7	68	0,2	158	0,4	21	0,1	649	1,4
Netherlands	4.626	6,6	2.785	5,2	886	3,6	2.055	4,9	2.885	6,4	1.380	3,8	2.371	6,5	3.252	7,8	3.303	7,0
Norway	1.179	1,7	1.125	2,1	709	2,9	1.887	4,5	905	2,0	967	2,6	1.681	4,6	2.354	5,6	1.591	3,4
Other CEE*	164	0,2	82	0,2	128	0,5	47	0,1	39	0,1	138	0,4	49	0,1	396	0,9	262	0,6
Poland	434	0,6	636	1,2	275	1,1	653	1,6	678	1,5	473	1,3	380	1,0	251	0,6	804	1,7
Portugal	213	0,3	359	0,7	303	1,2	192	0,5	532	1,2	228	0,6	339	0,9	265	0,6	152	0,3
Romania	212	0,3	294	0,6	221	0,9	119	0,3	66	0,1	28	0,1	70	0,2	80	0,2	144	0,3
Spain	3.697	5,3	2.199	4,1	1.114	4,6	2.946	7,0	2.350	5,2	2.013	5,5	1.972	5,4	1.595	3,8	1.526	3,2
Sweden	3.085	4,4	2.288	4,3	1.112	4,6	2.767	6,6	3.354	7,5	2.527	6,9	814	2,2	1.428	3,4	1.690	3,6
Switzerland	1.523	2,2	877	1,6	583	2,4	1.345	3,2	1.185	2,6	1.840	5,0	889	2,4	987	2,4	1.287	2,7
Ukraine	262	0,4	354	0,7	38	0,2	96	0,2	63	0,1	43	0,1	20	0,1	4	0,0	17	0,0
United Kingdom	20.028	28,7	13.128	24,6	5.038	20,7	12.718	30,3	10.249	22,8	10.025	27,3	9.597	26,4	9.575	22,9	12.285	25,9
European total	69.841	100,0	53.366	100,0	24.308	100,0	41.918	100,0	44.870	100,0	36.752	100,0	36.322	100,0	41.788	100,0	47.439	100,0

*Other CEE consists of Ex-Yugoslavia & Slovakia

Fuente: Invest Europe Mayo 2016

Anexo n°4 - Instrumentos de inversión según el tipo de entidad de riesgo

		ECR (Ordinarias)	ECR-Pyme
Coficiente Obligatorio	Acciones u otros valores que otorguen derechos sobre el capital de empresas que sean objeto de su actividad		
	Préstamos participativos, cuya rentabilidad esté vinculada a los beneficios o pérdidas de la empresa, de manera que sea nulo si la empresa no obtiene beneficios.		Préstamos participativos de cualquier tipo
	Otro tipo de préstamos participativos con el límite del 30% del activo computable		
			Instrumentos financieros híbridos, siempre que su rentabilidad esté vinculada a los beneficios o pérdidas de la empresa
			Instrumentos de deuda con o sin garantía de empresas en las que la ECR-Pyme ya tenga participación mediante alguno de los demás instrumentos que forman parte del coeficiente obligatorio.
	Acciones o participaciones de otras ECR		Acciones o participaciones de otras ECR-Pyme
Coficiente de libre disponibilidad	Instrumentos de renta fija negociados en el mercado de valores		
	Participaciones en el capital de empresas que no se encuentran bajo el ámbito de su actividad principal		
	Efectivo		
	Préstamos participativos en entidades que no se encuentran bajo el ámbito de su actividad principal		
	Financiación de cualquier tipo a empresa que forme parte de su objeto social		
	En el caso de SCR autogestionadas, hasta el 20% en elementos de inmovilizado necesario para el desarrollo de su actividad		

Fuente: Elaboración propia según la Ley 22/2014

Anexo n°5 – Características de los segmentos de mercado del Bovespa

		Bovespa Mais	Bovespa Mais Nivel 2	Novo Mercado	Nivel 2	Nivel 1	Mercado tradicional
Compromisos societarios	Características de las acciones emitidas	100% acciones ordinarias	Permite la existencia de acciones preferidas, con derecho a voto en situación críticas (función, adquisición, etc.)	100% acciones ordinarias	Permite la existencia de acciones preferidas, con derecho a voto en situación críticas (función, adquisición, etc.)	Permite la existencia de acciones preferidas, con derecho a voto en situación críticas (función, adquisición, etc.)	Permite la existencia de acciones preferidas, con derecho a voto en situación críticas (función, adquisición, etc.)
	Porcentaje mínimo de acciones en circulación (free float)	Plazo de 7 años para alcanzar como mínimo el 25% del total de sus acciones en circulación	Plazo de 7 años para alcanzar como mínimo el 25% del total de sus acciones en circulación	25% del total de acciones	25% del total de acciones	25% del total de acciones	Sin regla
	Composición del directorio	Mínimo 3 miembros	Mínimo 3 miembros	Mínimo 5 miembros, 20% independientes	Mínimo 5 miembros, 20% independientes	Mínimo 3 miembros	Mínimo 3 miembros
	Duración del mandato de los miembros del consejo de administración	2 años	2 años	2 años	2 años	2 años	Sin regla
	Tag Along Rights	100% del valor obtenido por el vendedor de acciones ordinarias	100% del valor obtenido por el vendedor, tanto para acciones ordinarias como preferidas.	100% del valor obtenido por el vendedor de acciones ordinarias	100% del valor obtenido por el vendedor, tanto para acciones ordinarias como preferidas.	100% del valor del precio obtenido por el accionista vendedor para las acciones ordinarias y hasta un 80% de dicho valor para las acciones preferidas.	100% del valor del precio obtenido por el accionista vendedor para las acciones ordinarias y hasta un 80% de dicho valor para las acciones preferidas.

	Resolución de conflictos mediante la Cámara de Arbitraje de Mercado	Obligatoria	Obligatoria	Obligatoria	Obligatoria	Facultativa	Facultativa
Compromisos de transparencia	Publicación de información financiera	Información financiera anual e informes trimestrales auditados.	Información financiera anual e informes trimestrales auditados.	Información financiera anual e informes trimestrales auditados. Presentación bajo los estándares internacionales aceptados (US GAAP/ IFRS)	Información financiera anual e informes trimestrales auditados. Presentación bajo los estándares internacionales aceptados (US GAAP/ IFRS)	Información financiera anual e informes trimestrales auditados.	De acuerdo a regulación vigente
	Publicación de información adicional	1. Transacciones con partes relacionadas 2. Participación accionaria de administradores y todo accionista con una participación mayor al 5% de las acciones 3. Negociación de acciones de la empresa de los accionistas controlantes	1. Transacciones con partes relacionadas 2. Participación accionaria de administradores y todo accionista con una participación mayor al 5% de las acciones 3. Negociación de acciones de la empresa de los accionistas controlantes	1. Transacciones con partes relacionadas 2. Participación accionaria de administradores y todo accionista con una participación mayor al 5% de las acciones 3. Negociación de acciones de la empresa de los accionistas controlantes 4. Código de conducta	1. Transacciones con partes relacionadas 2. Participación accionaria de administradores y todo accionista con una participación mayor al 5% de las acciones 3. Negociación de acciones de la empresa de los accionistas controlantes 4. Código de conducta	1. Transacciones con partes relacionadas 2. Participación accionaria de administradores y todo accionista con una participación mayor al 5% de las acciones 3. Negociación de acciones de la empresa de los accionistas controlantes 4. Código de conducta	Sin regla

Fuente: www.bmfbovespa.com.br

Anexo n°6 – Resultados de algunos de los programas de la CORFO (Chile)

Programa	Objetivo	Resultado
Incubadoras	Cofinanciar la operación de las incubadoras de negocios	Se apoyaron 537 emprendimientos
		El crecimiento promedio de las ventas en 40 de las empresas incubadas es de 68,2%
		48 de las empresas incubadas han levantado capital de riesgo
		Se generaron 1.556 empleos por los emprendimientos apoyados
Redes de inversionistas ángeles	Cofinanciar proyectos para la organización, formalización y operación de redes de capitales ángeles en Chile	18 emprendimientos levantaron capitales ángeles por cada red, con promedio invertido por emprendedor de USD 303.439
Capital Semilla	Apoyar emprendimientos innovadores en el desarrollo de sus proyectos de negocio, mediante el cofinanciamiento de actividades para la creación y puesta en marcha de emprendimientos	21 proyectos con ventas totales de CHL 1.928 millones
Startup Chile	Atraer capital humano residente en el extranjero para que inicien proyectos de alto potencial de crecimiento en Chile	Monto promedio de capital de riesgo levantado por cada emprendimiento USD 315.471
		Se crearon 307 puestos de trabajo

*Datos obtenidos sobre la base de encuestas realizadas por la CORFO durante el año 2012

Fuente: Reporte de resultados de programas CORFO, año 2012.

Entrevista con Max Pinto

Max Pinto es el Country Head de Allfunds Bank de Chile. Su vinculación con la industria del venture capital y private equity está dada por su participación en un proceso de investigación de la industria en Chile organizado por la CORFO.

¿Cuáles fueron las principales herramientas para fomentar el desarrollo de la industria?

El principal impulso de la industria fue dado por la CORFO mediante sus planes de fomento. En sus inicios la CORFO fue una organización dedicada a desarrollar la industria. Hace un par de años que desde el gobierno y mediante la CORFO, se comenzó a dar impulso a la industria mediante el desarrollo de programas de promoción. Los programas iban desde financiación a incubadoras, fomento a la creación de incubadoras y fondos de venture capital/ private equity, desarrollo de programas universitarios de fomento al emprendimiento, hasta su participación como socios de un proyecto, en forma directa o mediante otro fondo. Es decir, el emprendedor podía acercar su idea para que sea evaluada por CORFO y financiada por el mismo o podía presentar su proyecto a un fondo en el que generalmente CORFO estaba invertido.

Otro rol importante lo cubrieron las universidades. Estas, al igual que CORFO y algunas empresas, financiaban incubadoras, construían redes de contactos para canalizar las ideas hacia inversores y organizaban rondas de financiamiento para los proyectos seleccionados. Fomentaban el emprendimiento en los alumnos, de manera que al salir de la universidad apunten a elaborar proyectos innovadores, que fomenten la industria y generen empleo.

Las empresas, también financiaban incubadoras, generalmente para proyectos vinculados con el área de su negocio.

Se crearon muchas redes de ángeles inversionistas que tenían a ENDEVOR como asociado.

¿Qué tipo de inversores son los que financian estos proyectos?

Hay que hacer una distinción entre los proyectos de venture capital y private equity.

Para los primeros, los inversores son en su mayoría inversores locales:

- CORFO
- Redes de ángeles
- Incubadoras
- Banca privada y Family Office (en menor proporción)

Para financiar proyectos de private equity que orientan los fondos a la expansión de empresas ya constituidas y de cierto tamaño, los inversores son:

- Fondos de pensiones
- Compañías de seguro
- Family Office
- Multi-family Office
- Banca Privada

Sobre esto punto vale hacer una aclaración, los fondos de pensiones como las compañías de seguro invierten en fondos de private equity de gran tamaño, no en fondos locales por lo que su apoyo a la industria ha sido muy bajo. En parte, porque los fondos de pensiones tienen límites en cuanto a la proporción de su cartera que pueden alocar en fondos de private equity, entre el 2% y el 3%, y, por otro lado, la magnitud de los proyectos locales (pequeños en comparación a los estándares internacionales) no justifica la inversión.

Habiendo hecho esta aclaración, los inversores que más apoyo han dado a la industria local fueron: las family office y multi-family office (aproximadamente 50% a fondos locales y 50% internacionales) y la banca privada (casi 100% en fondos locales)

¿Cómo se estructuran los negocios de la industria en Chile?

Mediante Fondos Públicos y Privados y también se utiliza la figura de “capital calls”, en el que la diferencia radica principalmente en que los fondos se conforman por compromisos de aportes, estableciendo estrictos mecanismos para asegurar que los compromisos sean integrados.

Los fondos públicos esta regulados por la SVS y deben cumplir con sus exigencias en cuando la publicidad de la información, valuación, composición de cartera, etc. y se estructuran como fondos cerrados pero públicos, es decir, sus valores cotizan en el mercado secundario y son negociables.

Los fondos privados, no están regulados por la SVS y por lo tanto son figuras más livianas en temas de compliance y podían invertir en bienes inmuebles siempre que estos sean utilizados en una actividad productiva. Si bien este vehículo se instrumentó para fomentar la industria, cayó en desuso ya que era utilizado para eludir impuestos desvirtuándola como herramienta para fomentar la industria.

El fondo como vehículo financiero no tributa, y los socios pagan ganancias de acuerdo a su categoría una vez que el fondo es liquidado y retiran su participación. Como beneficio impositivo, los dividendos generados por estos instrumentos, estaban exentos de impuestos. Entonces, si se ganaba \$100, los inversores recibían \$80 (luego de haber deducido impuestos).

Lo que terminaba ocurriendo es que como los fondos se podían constituir por dos socios, se creaban sociedades entre Padres e Hijos, con los fondos recaudados se adquirirían inmuebles cuyas rentas eran declaradas como dividendos (exentos de impuestos). Como resultado, había muchos departamentos, menos recaudación y poco crecimiento de la actividad económica.

¿Cómo es el tratamiento impositivo de estos fondos? ¿Contemplan algún mecanismo de transparencia impositiva para evitar la doble imposición?

Los fondos están exentos. Las empresas pagan ganancias y el inversor siempre paga como último beneficiario, pero se genera un crédito a en proporción a su participación en el capital de la empresa sobre lo que la compañía ya pago en concepto de impuesto a las ganancias.

¿Cuál fue la principal dificultad con la que se encontró Chile para el desarrollo de la industria?

Una de las grandes dificultades que tiene Chile para el desarrollo de la industria es la falta de proyectos innovadores que tengan alto potencial de crecimiento, no solo a nivel local sino también llegada internacional. Es decir, lo que buscan los inversores son proyectos de gran impacto que trasciendan las fronteras.

Si bien las universidades tuvieron un rol muy importante en el fomento de la industria, ya que educaban alumnos que quieran emprender, tenía como dificultad que eran “niños jóvenes muy ilusos pero que no habían vivido el mundo real, les faltaba calle”. Como consecuencia, la CORFO recibía miles de *business plan* al año, pero muy pocos de calidad, con proyectos que realmente sean interesantes y tengan potencial de crecimiento.

Se planteó como alternativa la creación de un programa para fomentar a empresas a que sus empleados tengan la oportunidad de diseñar proyectos, crear una nueva tecnología o innovación vinculada con la industria dentro de la que opera la compañía. De esta manera, la CORFO destinaria fondos para financiar estos proyectos junto con la empresa que participa del programa. A los empleados se les aseguraba su puesto laboral, seguían percibiendo su salario, pero se dedicaban exclusivamente al desarrollo del proyecto en cuestión. Al finalizar el proceso, si el emprendimiento fue exitoso, el empleado podría seguir como accionista.

El objetivo era dar la oportunidad a personas de 40, 50 o 60 años y aprovechar el talento aun no capturado. Un joven tiene menos que perder, puede apostar todo a una idea que si después no funciona le sirvió como experiencia y podrá reinsertarse en el mundo laboral. Sin embargo, para personas adultas, el costo de oportunidad es mayor ya que en general se trata de personas con niños y familia a cargo. Ese potencial, que viene de personas con trayectoria en el mundo laboral (a diferencia de los jóvenes recién recibidos) esta desaprovechada.

¿El flujo de capitales es mayormente local o extranjero?

Local. Algunos inversores extranjeros ingresaron mediante la financiación de la CORFO a incubadoras del exterior con la condición de que inviertan en proyectos locales.

También existen agencias de promoción que permiten conectar los proyectos locales con fondos ubicados en Silicoy Valley, como manera de acercar los negocios a inversores extranjeros.

Anexo n°8

Trimestre	Fondos de Inversión de Capital Privado - Chile	
	n°	%
mar-11	12	15%
jun-11	12	15%
sep-11	15	17%
dic-11	14	18%
mar-12	14	17%
jun-12	16	19%
sep-12	18	20%
dic-12	18	20%
mar-13	21	23%
jun-13	24	25%
sep-13	27	28%
dic-13	28	29%
mar-14	31	30%
jun-14	31	30%
sep-14	32	30%
dic-14	30	25%
mar-15	36	23%
jun-15	41	23%
sep-15	44	23%
dic-15	51	26%
mar-16	57	26%
jun-16	59	25%
sep-16	65	24%
dic-16	72	25%

Fuente: ACAFI – Catastro de fondos 2016

Anexo n°9 – LAVCA SCORECARD

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Costa Rica	República Dominicana	Jamaica	México	Paraná	Perú	Uruguay	Israel	Spain	UK
Calificación Global	40	72	74	60	56	42	46	65	50	49	54	82	78	94
Leyes sobre la formación y operación del PE/VC	0	4	3	2	2	2	1	2	2	2	2	4	4	4
Tratamiento impositivo a fondos de PE/VC	1	3	2	2	3	1	2	2	2	1	3	2	4	4
Protección de los derechos del accionista minoritario	2	3	3	3	1	2	2	3	2	1	2	4	3	4
Restricciones al inversor institucional	0	3	3	3	1	1	1	3	2	2	2	4	3	4
Protección de los derechos de propiedad intelectual	2	2	3	2	3	1	2	2	2	2	2	3	3	4
Procedimientos vinculados con la quiebra	2	3	3	2	2	1	1	3	2	2	3	2	3	3
Desarrollo del mercado de capitales	2	3	3	2	2	1	2	3	2	2	1	3	3	4
Registración y reservas requeridas para las inversiones extranjeras	1	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	3	3	3
Requisitos de gobierno corporativo	2	3	3	3	2	3	2	3	2	3	2	4	3	4
Fuerza del sistema judicial	2	2	3	2	3	1	2	2	2	1	2	3	2	4
Corrupción percibida	1	1	3	1	3	1	1	1	1	1	3	3	3	3
Uso de normas de contabilidad internacional y calidad de las normas locales	4	4	4	2	4	3	3	3	2	4	3	4	4	4
Espíritu emprendedor	3	3	3	3	2	2	2	3	2	2	2	3	2	3

Fuente: LAVCA

Anexo N. °10

Fondos Recaudados en Europa (en miles de euros)

Tipo de inversor	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	%
Academic institutions	215.500	161.170	30.670	26.700	144.150	130.300	36.110	179.310	4.520	103.159	0%
Banks	8.588.250	6.576.130	3.477.310	1.637.620	6.082.070	1.168.880	1.385.940	1.520.340	1.793.090	3.581.070	8%
Capital markets	878.630	1.105.360	434.820	1.361.570	313.780	291.090	603.840	311.420	613.800	657.146	1%
Corporate investors	1.557.540	1.742.930	1.037.220	652.800	1.226.820	754.210	1.018.760	1.660.250	806.940	1.161.941	3%
Endowments and foundations	1.335.950	3.466.510	479.560	251.740	1.063.250	408.600	1.904.010	2.295.620	1.424.790	1.403.337	3%
Family offices	1.916.040	3.855.030	1.132.400	2.008.150	1.878.380	1.154.100	1.940.740	2.213.670	2.324.310	2.046.980	4%
Fund of funds	8.580.610	11.392.740	2.160.530	2.203.380	6.036.153	3.553.650	5.717.080	4.596.100	4.160.800	5.377.894	12%
Government agencies	1.652.500	2.073.290	2.233.490	2.578.850	3.443.700	2.469.330	2.811.380	3.845.400	4.623.690	2.859.070	6%
Insurance companies	5.179.190	5.431.290	1.568.500	1.268.190	2.389.803	1.937.470	5.043.800	4.042.740	3.049.610	3.323.399	7%
Other asset managers (including PE houses other than fund of funds)	4.448.910	4.416.920	640.500	902.170	1.435.820	1.509.620	2.250.410	1.795.340	1.814.340	2.134.892	5%
Pension funds	13.994.400	22.961.290	2.450.010	3.124.820	7.619.453	5.234.110	18.113.590	11.467.850	7.335.370	10.255.655	22%
Private individuals	3.518.210	4.048.460	1.077.480	1.322.680	2.635.070	1.355.800	2.672.330	1.907.120	1.609.730	2.238.542	5%
Sovereign wealth funds	2.445.490	2.311.590	87.780	523.810	4.292.843	2.225.660	5.985.180	3.032.390	4.398.790	2.811.504	6%
Unclassified	24.157.630	10.810.920	1.812.110	3.911.240	2.572.260	2.349.280	4.757.140	9.097.370	13.521.900	8.109.983	18%
Total	78.468.850	80.353.630	18.622.380	21.773.720	41.133.550	24.542.100	54.240.310	47.964.920	47.481.680	46.064.571	100%

Fuente: Invest Europe mayo 2016

Anexo N. °11

Salidas exitosas en América Latina - 2011 - 2015

Año	Fondo	Empresa	Método de salida	País del comprador	Comprador
2016	Ideiasnet	Moip Pagamentos	Strategic Sale	Germany	Wirecard
2016	Rocket Internet Hellofood	Brazil/Mexico	Strategic Sale	UK	Just Eat
2015	Monashees Capital/ Intel Capital	Boo-box	Strategic Sale	Brazil	FTPI Digital
2015	NXTP Labs/ Cygnus Capital	Sparkflow	Strategic Sale	USA	Undertone
2015	Seaya Ventures	SinDelantal.Mx	Strategic Sale	UK	Just Eat
2015	Inseed Investimentos	Geofusion	Sponsor to Sponsor Sale	Brazil/ USA	DGF Investimentos/ Intel Capital
2014	Warehouse Investimentos	iFood	Strategic Sale	Brazil	Mobile
2014	Ideiasnet	iMusica	Strategic Sale	Brazil	Claro
2014	NXTP Labs	Comenta TV	Strategic Sale	USA	Wayin
2014	Tokai Ventures	Micropagos	Strategic Sale	USA	IN Switch
2014	KaszeK Ventures Atomico	Pedidos Ya	Strategic Sale	Germany	Delivery Hero
2014	Axon Partners Group	ClickDelivery	Strategic Sale	Germany	Delivery Hero
2013	Promotora Venture Capital	Easy Solutions	Sale to Financial Buyer	USA	Medina Capital
2013	Ideiasnet	Ciashop	Strategic Sale	Brazil	TOTVS
2013	Bolt Ventures/ Otto Cpital Partner	Janamesa	Strategic Sale	Germany	HelloFood/FoodPanda
2013	Ideiasnet	Bolsa de Mulher	Strategic Sale	USA	Batanga Media
2013	KaszeK Ventures	Eventioz	Strategic Sale	USA	Eventbrite
2012	Insight Venture Partners	Folhamatic	Strategic Sale	UK	The Sage Group
2012	Tiger Global	Netshoes	Sale to Financial Sponsor	Singapore	Temasek Holdings

Fuente: Latin America Venture Capital 5 year Trends; LAVCA 2016

15. Bibliografía

- *An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy*. **De Clercq, Dirk, y otros.** **Agosto 2006.** Nº3, s.l. : Academy of Management Perspectives, Agosto 2006, Vol. 20.
- *Capital de Riesgo e Innovación en América Latina* . **Jiménez, Luis Felipe.** **2008.** Nº96, s.l. : Revista de la CEPAL, 2008.
- *Capital de Riesgo para la innovación: Lecciones aprendidas de países desarrollados.* **Jiménez, Luis Felipe.** **Diciembre 2006.** Serie Desarrollo Productivo nº173, Santiago de Chile : Publicacion de las Naciones Unidas (CEPAL), Diciembre 2006. ISBN 92-1-322995-X.
- *Capital de riesgo y mecanismos financieros de apoyo a la innovación en Brasil y Chile.* **Jiménez, Luis Felipe.** **2007.** Serie desarrollo productivo nº177, Santiago de Chile : Publicación de las Naciones Unidas (CEPAL), 2007. ISBN 978-92-1-323090-9.
- *Capital semilla para el financiamiento de las nuevas empresas. Avances y lecciones aprendidas en América Latina.* **Echecopar , Germán , y otros.** **2006.** Washington : Publicación del Banco Interamericano de Desarrollo , 2006. MSM - 133.
- **Darrow, Peter V. y Gibeau, Randall R.** **Noviembre 2007.** *Private Equity Investment in Latin America.* s.l. : Mayer Brown LLP, Noviembre 2007.
- **Echecopar, Germán, y otros.** **Agosto 2006.** *Capital Semilla para el financiamiento de las nuevas empresas: avances y lecciones aprendidas en América Latina.* Washington DC : Banco Interamericano de Desarrollo, Agosto 2006. MSM - 133.
- *El ciclo del capital de riesgo en Europa: Su gestión y aportación de valor.* **Fundación de Estudios Financieros.** **Marzo 2005.** Papeles de la fundación nº10, s.l. : Fundacion de Estudios Financieros, Marzo 2005. ISBN 84-609-4903-6.
- *Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe.* **EVCA.** **Noviembre 2005.** Noviembre 2005.
- *Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe.* **The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).** **2005.** 2005.
- *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience.* **Gilson, Ronald J.** **2003.** Nº4, s.l. : Standford Law Review, 2003, Vol. 55.
- *Estudio sobre la industria de capital emprendedor en México.* **EY, AMEXCAP, INADEM, IPADE.** **2014.** México : Publicaciones de EY (Ernst & Young), 2014.
- **EY & ACAFI.** **2016.** *Reporte de VC&PE, una mirada a Chile, la región y el mundo. Informe 2015 - 2016.* Chile : s.n., 2016.
- **Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Católica Argentina** . **Julio 2011.** *Desarrollo del Mercado de Capital de Riesgo y otras alternativas de financiamiento*

- para las pymes a través del mercado de capitales*. s.l. : Trabajo elaborado para la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Julio 2011.
- *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*. **Triantis, George G. 2001**. N.º1, s.l. : The University of Chicago Law Review , 2001, Vol. 68.
 - **Frontier Economics Ltd. 2013**. *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*. Londres : Frontier Economics, a report prepared for the EVCA, 2013.
 - **Fundación Empresa Global. 2008**. *Informe Capital de Riesgo*. 2008. Parte II.
 - *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* . **EVCA . Noviembre 2007**. Noviembre 2007.
 - *Impediments to Risk Capital in Argentina, Brazil, Chile, El Salvador and Mexico*. **Morrison & Foerster LLP. 2000**. Washington DC : Publicación del Banco Interamericano de Desarrollo, 2000.
 - *Institutional Differences and the Development of Entrepreneurial Ventures: A comparison of the Venture Capital Industries in Latin America and Asia*. **Bruton, Garry D., Ahlstrom, David y Puky, Tomas. Junio/Julio 2009**. N.º5, s.l. : Journal of International Business Studies , Junio/Julio 2009, Vol. 40.
 - *Las cinco etapas para el crecimiento de una pequeña empresa*. **Churchill, N. y Lewis, V. 1984**. N.º17, s.l. : Harvard Deusto business review, 1984. ISSN 0210-900X.
 - **Latin American Private Equity & Venture Capital Association. 2016**. *Latin America Venture Capital Five Year Trends*. s.l. : LAVCA, 2016.
 - *Leverage Buyouts and Private Equity*. **Kaplan, Steven N. y Stromberg, Per. 2009**. N.º1, s.l. : The Journal of Economic Perspectives, publicado por: American Economic Association , 2009, Vol. 23.
 - *Private Equity, a spice for European economies*. **Thomas, Meyer - Deutsche Bank Research. Octubre 2006**. s.l. : Journal of financial transformation, Octubre 2006.
 - *The Investment Behavior of Buyout Funds: Theory and Evidence*. **Ljungqvist, Alexander, Richardson, Matthew y Wolfenzon, Daniel. Junio 2007**. Finance Working Paper N.º174/2007, s.l. : European Corporate Governance Institute, Junio 2007.
 - *The Venture Capital Revolution*. **Gompers, Paul y Lerner, Josh. 2001**. N.º 2, s.l. : The Journal of Economic Perspectives, published by: American Economic Association, 2001, Vol. 15.
 - **U.S. Securities and Exchange Commission. 2016**. www.sec.gov. *Regulation Crowdfunding: A small Entity Compliance Guide for Issuers* . [En línea] 13 de Mayo de 2016.

- *Venture Capital and Private Equity: A review and synthesis.* **Robbie, Mike Wright and Ken. Junio/ Julio 1998.** 25 (5) & (6), s.l. : Journal of Business Finance & Accounting, Junio/ Julio 1998.