

Situación Actual Limita Desarrollo De la Industria de Capital de Riesgo

- ◇ **Gobierno, empresarios, agentes bursátiles y AFP coinciden en la importancia del capital de riesgo para Chile y en la necesidad de dar un impulso a esta industria.**
- ◇ **Si bien los Fondos de Pensiones tienen márgenes para capital de riesgo, no están llamados a invertir en esta industria si ella no ofrece rentabilidad y seguridad adecuada.**
- ◇ **La existencia de una bolsa emergente atractiva que dé liquidez a estas inversiones, incentivos tributarios y una mayor variedad de inversionistas, son aspectos claves para dinamizar este mercado.**

Introducción

En un encuentro organizado por la Universidad del Desarrollo, la Bolsa Electrónica y la Asociación de AFP (1), se reunieron representantes del gobierno, de los Fondos de Pensiones, agentes bursátiles, empresarios y expertos extranjeros, para analizar el panorama actual y perspectivas de la industria de capital de riesgo.

Los más de 250 participantes mostraron amplia coincidencia en el diagnóstico de esta industria y en la

urgente necesidad de impulsar modificaciones de carácter legal para fomentarla.

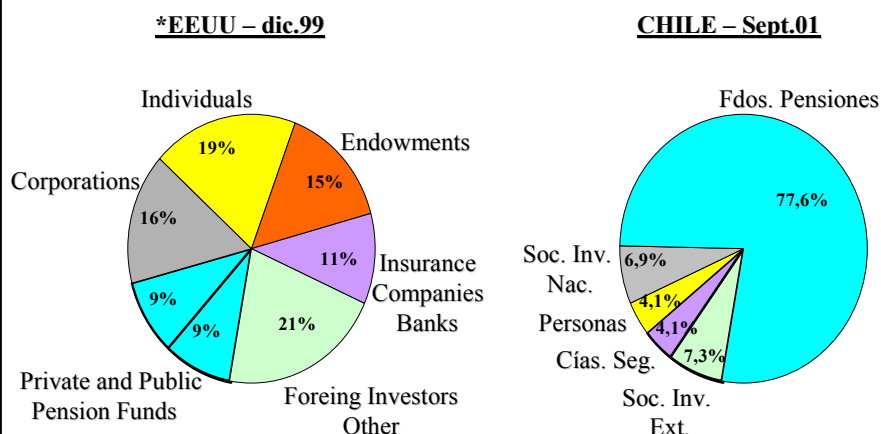
Así, las conclusiones y propuestas del seminario surgen en un momento propicio para estructurar un mercado de capital de riesgo más desarrollado, tomando en cuenta la proximidad del envío de un proyecto de ley que abordará esta materia en la "Reforma del Mercado de Capitales II".

Diagnóstico Actual

El capital de riesgo en Chile se ha canalizado básicamente a través de Administradoras de Fondos de Inversión, existiendo 8 Fondos enfocados al desarrollo de empresas, con una inversión cercana a los US \$ 130 millones y cuyos principales inversionistas son los Fondos de Pensiones con alrededor de US \$ 100 millones.

En el cuadro N° 1 podemos comparar la participación que mantienen los Fondos de Pensiones, de Chile y Estados Unidos, en la industria de capital de riesgo. En nuestro país los Fondos de Pensiones concentran un 78% del total de aportes; seguidos muy de lejos por inversionistas extranjeros, con un 7,3%; sociedades

Cuadro N° 1
Inversionistas en Capital de Riesgo



*Fuente: Paul Gompers and Josh Lerner; "The Venture Capital Revolution", 2001

de inversiones nacionales, 6,9%; compañías de seguros, 4,1% y personas 4,1%. Estas cifras contrastan con una participación de los Fondos de Pensiones públicos y privados de sólo un 18% en EE.UU., donde las empresas, fundaciones, compañías de seguros, inversionistas extranjeros y personas naturales participan más activamente como financistas.

Esta diferencia se explica en gran parte porque, en Chile, los Fondos de Inversión fueron un vehículo especialmente creado, a principios de la década de los '90, para los Fondos de Pensiones, con el propósito de aumentar la diversificación de la cartera y acceder por esta vía a sectores en que les estaba prohibido invertir directamente. Sin embargo, la falta de participación de otros inversionistas ha contribuido a que esta industria presente importantes signos de estancamiento.

Adicionalmente, la particular naturaleza de los Fondos de Pensiones –previsional y de ahorro obligatorio- ha llevado a que las inversiones en capital de riesgo se canalicen preferentemente al financiamiento de empresas y proyectos que se encuentren en etapas de desarrollo más avanzadas, en desmedro del capital de riesgo “Semilla” o “Ángel”, que son las etapas iniciales del otorgamiento de recursos para ideas o proyectos innovadores, donde si bien es factible obtener una importante rentabilidad, la probabilidad de pérdida es muy alta.

Junto a lo anterior, influyen en el poco desarrollo de esta industria los bajos y negativos retornos obtenidos en las inversiones, la iliquidez de las cuotas, la inexistencia de mecanismos expeditos para recuperar los montos invertidos, la falta de incentivos y la mala experiencia con algunas de estas inversiones que han ocasionado costos legales, daño de imagen y efectos negativos en la rentabilidad de los Fondos de Pensiones.

Además, la oferta de proyectos de capital de riesgo es bastante limitada y, en general, existe un desconocimiento y distancia de los empresarios con los mecanismos contractuales del capital de riesgo, tales como: cesión de parte de la propiedad, llegada de nuevos directores que controlarán las actividades de la empresa, elaboración de pactos de accionistas y compromisos de apertura de la sociedad en bolsa.

Propuestas

En general, existe un amplio consenso en el diagnóstico y en las áreas donde se deben realizar perfeccionamientos.

Liquidez

El tema de mayor relevancia es la liquidez de estas inversiones y, en esta línea, las propuestas son:

- Generar Incentivos que un mayor número de inversionistas participen en el financiamiento de capital de riesgo, entre ellos personas naturales, empresas, inversionistas institucionales adicionales a las AFP, inversores extranjeros, el Estado y organismos multinacionales. La existencia de un mayor número de participantes, con intereses distintos, contribuyen a una mayor liquidez de las cuotas de Fondos de Inversión.
- Avanzar hacia un mayor desarrollo de la bolsa emergente, semejante al NASDAQ estadounidense, donde existan incentivos y bajos costos de participación.

Al respecto, se plantea entregar incentivos tributarios a las empresas que listen sus acciones en esta bolsa y a los inversionistas que adquieran y transen este tipo de acciones.

Además, se plantea que CORFO financie agentes colocadores o “sponsor”, además de estudios de apertura en bolsa para empresas emergentes.

- Adicionalmente, se requiere que los Reglamentos Internos de los Fondos de Inversión contemplen un plazo de duración acotado, existencia del derecho a retiro anticipado en casos calificados y políticas claras de dividendos y reinversión de fondos.

Incentivos Tributarios

En un segundo grado de importancia se señalan los incentivos tributarios y, adicionalmente a los contemplados en la bolsa emergente, las propuestas en este ámbito consisten en la simplificación y rebaja del impuesto a las ganancias de capital en la apertura y preapertura a bolsa.

El experto norteamericano John C. Edmunds (2), sostuvo que en forma adicional a los beneficios tributarios a las ganancias de capital, se requiere diseñar incentivos tributarios que acoten las pérdidas por invertir en capital de riesgo. En esta línea señala dos vías: a) que los inversionistas de títulos de empresas emergentes puedan restar las pérdidas a sus ingresos pasado tres años y b) otorgarles un crédito fiscal para reponer parte de la pérdida,

después de este mismo plazo, lo cual es aún más favorable para el inversionista.

Administración

Para los administradores de Fondos se propone aprovechar la experiencia internacional en esta materia, para lo cual se recomienda efectuar "joint-ventures" con operadores internacionales, con la perspectiva de que los proyectos financiados puedan expandirse al área latinoamericana, maximizando las recientes modificaciones de plataforma de inversiones y ampliando de esta forma el atractivo de los Fondos de Inversiones locales para los operadores extranjeros.

Otros elementos básicos a considerar en los administradores de fondos de capital de riesgo son un monitoreo cercano a las inversiones, el alineamiento de incentivos entre aportantes y administradores (participación en la inversión entre un 5% y un 10%), una adecuada estructura de comisiones (comisión fija para cubrir los costos de administración y una comisión variable por éxito al momento de la liquidación de la inversión) y un adecuado manejo de los conflictos de interés.

Adicionalmente se recomienda la creación de nuevos vehículos de inversión, tales como sociedades anónimas de capital de riesgo con idéntico tratamiento tributario a los Fondos de inversión y/o sociedades de capital variable.

Garantías

En materia de seguridad de las inversiones y resguardos, se plantea que el Estado otorgue garantías a través de CORFO. Además, contribuye a este propósito que las empresas se financien vía bonos convertibles en acciones que se transen en la bolsa emergente, incentivando así a inversionistas a participar en el financiamiento de capital de riesgo.

Cultura Emprendedora

También se debe avanzar en incentivar una cultura de capital de riesgo a través de las universidades, agrupaciones empresariales, ferias de encuentro entre

emprendedores y financistas.

Por último, se recomendó fomentar el desarrollo del capital "Semilla", para lo cual se plantea: rediseñar la estrategia de financiamiento de ciencia y tecnología, incentivar la inversión en investigación y desarrollo en las empresas, crear vínculos entre universidades y centros tecnológicos con empresas y fortalecer la propiedad intelectual y las licencias de tecnología.

Conclusiones

El desarrollo del seminario permitió observar que tanto representantes del gobierno, como empresarios, agentes bursátiles y AFP coinciden en que el capital de riesgo es importante para Chile y que se requiere dar un impulso a esta industria, dado que la actual situación limita su desarrollo.

En líneas generales se concluyó que se requieren reformas para otorgar liquidez a estas inversiones, la entrega de incentivos tributarios y el otorgamiento de garantías y resguardos.

Es importante destacar que el mandato legal de los Fondos de Pensiones, de procurar una "adecuada rentabilidad y seguridad" de las inversiones, ante el compromiso social de financiar pensiones a través de ahorro obligatorio, implica responsabilidades que no conjugan bien con importantes montos de inversión en capital de riesgo, más aún si consideramos que un 75% de los trabajadores que eligieron un Fondo de Pensiones (3) con los multifondos, optó por portafolios de inversión más bien conservadores.

Notas:

(1): *Seminario Capital de Riesgo, Jueves 9 de enero de 2003, Casapiedra.*

(2): *Académico estadounidense, experto en finanzas y mercado de capitales. Es director de la gerencia de inversiones de la Universidad de Babson y autor de diversos libros sobre la industria de capital de riesgo, entre los que se encuentran, "The Wealthy World" y "Wealth by Association".*

(3): *Al 30 de noviembre de 2002 el número de afiliados que optaron llega a 1.126.400. Al Fondo A 75.137 afiliados; Fondo B 211.817; Fondo C 631.281; Fondo D 95.227 y Fondo E 112.938. Fondos C, D y E agrupan a 839.446 afiliados representando un 75%*

La información de este Boletín puede ser reproducida íntegramente por los medios de comunicación.

Consultas: Departamento de Estudios Asociación Gremial de AFP.

Dirección: Avenida 11 de Septiembre 2155, Torre B, piso 14, Providencia. Santiago – Chile.

Fono: (56 – 2) 3811717 **Fax:** (56 – 2) 3811721

E-mail: estudios@afp-ag.cl **Internet:** www.afp-ag.cl