



18 de diciembre de 2006

MK2 Es Insuficiente Para Desarrollar Capital de Riesgo en Chile

Si bien el Ejecutivo ha lanzado iniciativas para fomentar el emprendimiento a través de la industria de capital de riesgo, en el foro organizado por ESTRATEGIA: "Cómo Desarrollar el Capital de Riesgo en Chile", se llegó a la conclusión de que aún existen barreras que han provocado un menor crecimiento al esperado por la industria, destacando principalmente un freno cultural. En la oportunidad participaron Axel Buchheister, director del programa legislativo del Instituto Libertad & Desarrollo; Christian Skibsted, director de la Asociación de Fondos de Inversión, y Rafael Aldunate, director económico de la corredora Munita Cruzat & Claro y del **Instituto Libertad**. El desarrollo de la industria de capital de riesgo se ha transformado en una de las principales líneas del Ejecutivo para lograr un mayor dinamismo económico y generar un mayor número de emprendedores. Sin embargo, en el evento organizado por ESTRATEGIA, se llegó a la conclusión de que en Chile aún no existen las bases sólidas para aprovechar la velocidad que tomó este negocio en países de nivel mundial, pese a la liquidez existente en el mercado local.

Un factor cultural, trabas regulatorias (especialmente por los impuestos que se aplican y que inhiben el mayor ingreso de capitales por parte de fondos de inversión) y la demora de la Reforma al Mercado de Capitales II (MK2), aparecen como los principales frenos y la razón que justifica el menor crecimiento de la industria de capital de riesgo.

-¿Cuál es el diagnóstico que tienen del desarrollo de la industria de capital de riesgo?

AXEL BUCHHEISTER

Todo parece indicar que es un sector que no ha tenido un desarrollo potente en comparación a lo que acontece en otros países. A modo de ejemplo, la Bolsa de Vancouver, Canadá, está estructurada en torno al capital de riesgo y es un fenómeno bastante activo. En cambio, la industria en Chile se mantiene con un alcance más limitado, con escasa novedad y que está siendo en gran parte objeto de utilización de un vehículo típico, que son los fondos de inversión en materia inmobiliaria. No estamos frente a una industria que tenga el desarrollo y la relevancia para el crecimiento económico que uno pudiese esperar. En una economía de país emergente, la innovación y el riesgo deberían ser los tópicos fundamentales y acá no vemos que lo estén siendo.

Hay una razón muy importante de por qué en Chile no se desarrolla suficientemente el capital de riesgo, y tiene relación con que en el país no existe una cultura de emprendimiento. Adicionalmente, en materia de regulaciones no encontramos cosas fundamentales que demuestran el sesgo contrario al emprendimiento en el país.

Si bien se están dando los cambios culturales, este problema aún persiste, y cuando nos comparamos con los países con los que aspiramos a competir nos damos cuenta de que estamos lejos. Uno de los factores es la lógica cultural frente al

emprendimiento, la cual es negativa, expresándose esto en regulaciones y en la Ley de Quiebras, que es un absurdo que ha durado 80 años.

RAFAEL ALDUNATE

A pesar de que estamos en una economía plena de mercado donde se debería crear y desatar energías, generándose mayores iniciativas individuales, no existe en el país una madurez y equilibrio. Es cierto que en EE.UU. hay otra dimensión, donde hay una Bolsa Nasdaq que es básicamente de emprendimiento e innovación, pero acá el solo nombre de capital de riesgo inhibe a los inversionistas. La Bolsa Emergente en Chile se creó con un espíritu, pero para lo único que ha servido es para sacar empresas nuevas y tener la exención tributaria. Acá cuando hablamos de innovación lo asociamos principalmente a tecnología, pero hay que ampliar el espectro, donde estas empresas deben tener mucho de gestión, buscarle a una misma actividad un nuevo norte y una mayor diferenciación.

Pero también se debe reconocer que es un buen signo que en el marco regulatorio y específicamente en el MK2, se muestre una preocupación por el tema de capital de riesgo, que no sólo sea un Estado asistencialista, sino un Estado preocupado en crear oportunidades. La principal fábrica de un país son las neuronas, es decir, la posibilidad de las personas de desarrollar actividades. Pero falta una cultura de ambos, del financiamiento y encontrar a los oferentes y los demandantes.

En EE.UU. hay 350.000 personas que participan en la industria y aportan US\$30.000 millones en esta actividad. Allá personas naturales que dicen "tengo dinero, tengo expertise en el ámbito de donde hice el dinero y me gustaría traspasar mi conocimiento y dar capital hacia una firma innovadora". Ese país tiene una vocación de emprendimiento muy marcada.

CHRISTIAN SKIBSTED

Es incipiente el estado del capital de riesgo en Chile, no es una industria que realmente exista. Si bien hay algunos actores, le falta mucho por desarrollarse, ya que hay una cosa más estructural que es el tema cultural, de la aversión al riesgo. En otros países no está estigmatizado el fracaso, mientras que acá si alguien inicia un negocio y le va mal, existe la percepción de que al emprendedor le fue mal porque hizo algo que no correspondió legalmente, y no porque tomó un riesgo y tuvo mal timing.

Si se ven las mallas curriculares en las universidades, recién ahora se está poniendo más énfasis en lo que es emprendimiento y capital de riesgo, en incubadoras, en atraer emprendedores en un estado temprano para este tipo de proyectos. A modo de ejemplo, la Asociación de Inversionistas Angeles es bastante nueva también y pocos son los que saben que existe.

Si bien estamos en la senda correcta, el estado actual de la industria es incipiente, siendo un negocio nuevo que implica entrar en cosas desconocidas, que quizás no es a lo que la gente actual está más acostumbrada.

Si bien en Chile hay emprendedores, están menos estructurados y tienen menos oportunidades que en otras partes. Nosotros hemos estado trabajando activamente en

Brasil últimamente y en ese país hay mucho apoyo en las etapas tempranas del proyecto. Acá falta mucho para construir una cadena fuerte entre capital semilla, incubadoras, fondos de capital de riesgo y generar la instancia para que se finalice con la apertura en una bolsa emergente.

-¿Son suficientes las iniciativas del Ejecutivo, especialmente las que están dentro del MK2, para el desarrollo del capital de riesgo?

AXEL BUCHHEISTER

No estoy de acuerdo con que el capital de riesgo deba ser fomentado, porque regulaciones específicas en favor de esta industria generan un problema. El capital de riesgo no es una cuestión que desde el punto de vista normativo pueda ser tipificado y no sería fácil determinar qué es capital de riesgo, y cuándo un proyecto es de riesgo o no.

En el Gobierno se diagnóstico para el MK2 que no hay suficiente desarrollo de esta industria, fomentándolo a través del permiso para que un organismo público pueda invertir en capital de riesgo. Sin embargo, me llama la atención que sigamos creyendo que los organismo públicos tienen algo que decir en el tema del desarrollo empresarial y de participar como actores de inversión, ya que la experiencia de Chile en el pasado no es buena. Es cosa de tomar las carteras de préstamos de Corfo de muchos años, que a comienzo de los gobiernos de la Concertación se enajenó en un valor ínfimo respecto a su monto nominal. Esto demuestra que la capacidad del sector público para evaluar y desempeñarse como empresarios-inversionistas es muy baja.

Además, se pretende dar un beneficio tributario que como está concebido en este minuto creo que no va a operar. En Chile existe una obsesión en términos de que puede haber evasión de impuestos y cualquier iniciativa debe pasar por el SII, por lo que cualquier iniciativa queda trancada o se coloca en una camisa de fuerza. Entonces, al transformar esto en algo normativo, doy algo que genera una inseguridad absoluta, porque son valoraciones que no tienen una orilla definida. Si ingreso como inversionistas, años después puede llegar un inspector del SII y decirme que ese proyecto no era de alto riesgo. ¿Dónde se traza la línea de lo que es rentable, de lo que es riesgo?

RAFAEL ALDUNATE

No tengo certeza del impacto que puedan tener las iniciativas, porque la exención tributaria se recibe al final y pueden pasar hasta 15 años para esto. Y todos los riesgos, la incertidumbre e interrogantes del proyecto se tienen al comienzo. Hay aspectos buenos como que el Estado no sea sólo existencialista o de protección social, y que reconozca el valor del emprendimiento; o que se creen fondos de inversión en forma minoritaria, porque estos tienen todo un expertise de desarrollo, de encontrar los proyectos, hacer el seguimiento y plan de negocios, ayudando a crear conciencia y masa crítica.

Pero nos llama la atención que no participen de manera activa fondos institucionales como compañías de seguros, que saben de siniestros; la banca que sabe de créditos y de riesgos, y las AFP. Estas entidades generarían un impulso importante con inversiones muy moderadas y dosificadas, con no más de 1% de sus activos. Si nos fijamos en Silicon Valley, existe todo un entorno que trabaja a favor del capital de riesgo, mientras que acá bajo el enfoque estatal no existe certeza del rol de Corfo, ni

en el periodo en que puede retirar sus capitales, con lo que se dejaría al fondo de inversión en ascuas, ya que no está plenamente regulado. Hay mucho camino por recorrer con muchas interrogantes sin responder.

Además, la exención de impuesto no la considero como tal y el gravamen a la ganancia de capital no debería existir. Cuando se tiene un proyecto de capital de riesgo lleno de interrogantes, que tu único aliciente es no pagar un tributo, que por lo demás es discutible, que es al final del proyecto y con una interrogante de que si te lo van a eximir, no se puede hablar de un gran incentivo para desarrollar la industria.

CHRISTIAN SKIBSTED

La segunda reforma al Mercado de Capitales, MK2, ha estado por mucho tiempo parada, por lo que sería muy importante que se zanje el tema, porque la industria financiera es muy dinámica y esto tiene que ser un continuo. Acá hay un fenómeno cultural que impide que nazca esta industria, y si ese diagnóstico es correcto y nos quedamos en eso, tendremos que esperar dos o tres generaciones a que surja la industria de capital de riesgo. Es por esto que se debe hacer algo que permita un desarrollo.

En la Acafi (Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión) hemos planteado temas de fondo, viendo lo que ha funcionado bien en economías más desarrolladas para emular esas iniciativas.

Uno de los temas que existe en economías desarrolladas es la exención a la ganancia de capital y para nosotros es muy importante, porque permite tener una expectativa de un retorno más alto y hace más atractivo el negocio.

Pero si no existe la certidumbre de que se aplicará al final la exención, tampoco va a funcionar el sistema y eso se debe zanjar en algún momento. El MK2 debería incorporar la importación de estándares de otros mercados donde esto ha funcionado muy bien, donde no ha habido simulaciones y la autorregulación sí existe, y donde en definitiva el emprendimiento a través del capital de riesgo ha sido muy importante. Hay que zanjar luego el MK2, aunque sea perfectible, lo cual puede quedar para un MK3, de manera que esta iniciativa no se quede rezagada.

Puede faltar para lograr un mayor desarrollo de la industria de capital de riesgo una autorregulación de los actores que están en este mercado, ya que uno de los activos más preciados que tenemos como privados es nuestro nombre.

-¿Crear una bolsa para capital de riesgo sería una solución para la industria?

AXEL BUCHHEISTER

El pensar que estos proyectos de riesgo, y muy novedosos, puedan partir por la bolsa no tiene mucho sentido, ya que esto es un proceso donde una empresa que ya está altamente consolidada puede aspirar a levantar capital a través de una bolsa. Es cosa de ver el beneficio de la Bolsa Emergente, donde de partida es muy difícil entender las condiciones necesarias para acogerse a este. Además, las empresas que se han estado abriendo no son las que uno piensa como de capital de riesgo, ya que esta instancia está compuesta por firmas como Cencosud, Ripley, CorpBanca, La Polar, entre otras, las que además de mostrar grandes ventas presentan una alta capitalización bursátil.

La creación de una bolsa para empresas de menor tamaño es el fenómeno final de la cadena y hay que tener un proceso previo que no ha sido cumplido.

Adicionalmente, mientras no tenga un desarrollo la bolsa tradicional y que cope todos los espacios, no se va a desarrollar una bolsa originada por proyectos de capital de riesgo. Si yo puedo obtener ganancias en términos de participación en el mercado de capitales con documentos más tradicionales y seguros, me voy a ir por ahí en vez de capital de riesgo.

El capital de riesgo opera en una condición de saturación de la bolsa normal, cuando están agotadas todas las posibilidades, por lo que mientras no se cope el fenómeno de la bolsa tradicional, no va a mirar la segunda dimensión de acciones. Pretender desarrollar el mercado de capitales de Chile a través del capital de riesgo es un error.

RAFAEL ALDUNATE

En EE.UU. hay una gran competencia, porque muchos de los capitales ángeles cuando tienen un proyecto nuevo y bueno, no tienen ningún interés de colocarlo en bolsa. Incluso si el proyecto está maduro, tiene un modelo económico, una proyección y un horizonte de utilidad marcada. No más de 40% de los proyectos atractivos van a una bolsa pública a cotizar parte de su propiedad.

Esto, porque la ideas de la bolsa son dos, captar nuevos capitales para darle más forma a esta empresa y diseminar la información de cara a terceros.

En el exterior se piensa que hay que mantener la originalidad del proyecto y la confidencialidad. Mantener el secretismo, en el buen sentido de la palabra, de tener un proyecto nuevo es importante en las primeras etapas.

Las empresas al estar en bolsa se ven con una serie de cortapisas y de obligaciones que las van restringiendo, donde se debe considerar los costos que implica tener una sociedad abierta a todo tipo de inversionistas.

Si bien en Chile hay tres bolsas, estas replican las mismas acciones, situación que no debería producirse y donde las plazas menos importantes deberían buscar nichos específicos. Sería buena iniciativa que la Bolsa de Valparaíso tomara la bandera de representación de regiones y la Bolsa Electrónica podría enfocarse en empresas tecnológicas e innovadoras.

Lo importante sería que las tres plazas bursátiles funcionaran con incentivos distintos. Cabe recordar que en la bolsa nuestra aún hay espacio de desarrollo, ya que no están representados sectores tan importantes como la agroindustria y especialmente la minería.

CHRISTIAN SKIBSTED

La Bolsa Emergente tiene que estar, pero sólo para el final del camino y la meta. Pero nosotros en la industria de capital de riesgo estamos recién organizando la partida, entonces, se debe procurar por correr la carrera primero. Actualmente sería un tema teórico, porque qué empresas saldrían a bolsa, no existe en la actualidad una masa crítica.

Ya está claro que tenemos que partir más temprano y ese es el desafío actual. Para estar en bolsa hay que tener cierto volumen de ventas y tiene un costo importante para una empresa, partiendo con los reportes que se deben enfrentar ante la Superintendencia de Valores y Seguros.

Esto es una cadena que se debe construir, después de nosotros vienen los fondos de capital de riesgo y al final vendrían las bolsas emergentes, que son para empresas que tienen un volumen de ventas, una masa crítica que les permite estar en la bolsa, ya que tiene un costo y una complejidad que una empresa pequeña no puede asumir.

El capital de riesgo no se puede mirar de manera aislada, sino que tiene que mirarse dentro de un continuo.

No es recomendable para las empresas de un menor tamaño exponerse al mercado a través de transar parte de su propiedad en una bolsa, debido a que la competencia más grande tendría más acceso a tu información y sabría cuáles son tus líneas de acción. La Bolsa tiene que estar, pero en el final del proceso.

La Bolsa Emergente tiene que estar, pero sólo para el final del camino y la meta.

-¿Cuáles son los impulsos que requiere la industria de capital de riesgo?

AXEL BUCHHEISTER

De partida se debe eliminar la aplicación del impuesto a la ganancia de capital por una cuestión de competencia, ya que en otras partes del mundo no se aplica y los capitales van donde menos los gravan o molesten. Además, es un impuesto conceptualmente errado, porque cuando yo determino el valor de un proyecto, lo que hago es estimar flujos futuros trayéndolos a valor presente.

Si yo pague \$10 y estoy vendiendo en \$50, el Fisco me dice que pague un impuesto a la renta sobre \$40, se está gravando dos veces una misma cosa. La eliminación de esto es muy importante, porque cuando se aplica un impuesto a la ganancia de capital, el que lo paga es el capital de riesgo, por lo que si tomo el riesgo de comprar un "cuento" y el que se arriesga es el que debe pagar, entonces no se atraen mucho las inversiones. Pido que se derogue de verdad y no con este sistema tremendamente regulado y limitado, estrecho y sujeto a tantas condicionantes.

Esto pasa por la obsesión equivocada en Chile de que la política tributaria la manda el Servicio de Impuestos Internos. Echo de menos en Hacienda una unidad de análisis técnica de política tributaria, que determine qué impuestos se deben cobrar.

RAFAEL ALDUNATE

Es vital saber si se va a tener acceso a la exención de impuesto a la ganancia de capital. Debería haber un requisito que fuese garantizador del beneficio, como que la Superintendencia de Valores y Seguros apruebe las empresas que reúnen las condiciones. También es necesario insistir en temas que afectarán en una segunda etapa a los proyectos que pasan por la industria de capital de riesgo, como la eliminación de timbres y estampillas.

Las iniciativas deben ser más claras, fluidas y livianas para las empresas que van a pasar a la segunda etapa.

Lo que si es necesario señalar que se incorporó una medida muy práctica dentro de las iniciativas del Gobierno, la que tiene relación con que se considera dentro del capital de riesgo a las empresas pequeñas que tengan cierto grado de historial, por lo que no va a partir sólo de una maqueta o de una simulación de un proyecto, sino de una realidad.

CHRISTIAN SKIBSTED

Hay tres puntos en los que se debería apuntar para desarrollar la industria de capital de riesgo.

La idea es que se lleve a estándares más competitivos a nivel internacional, por lo que se debe ver lo que ha funcionado bien en países donde realmente existe esto, como Israel, Singapur, Nueva Zelandia, Australia.

Además se debe ver el tema de exención a la ganancia de capital, porque implica tener una administradora en Chile 19% más caro que en cualquier parte del mundo. No creo que seamos 19% mejores o más eficientes que cualquier administradora en otra parte del mundo. Esto nos deja en desventaja competitiva con los actores del mercado de otros países.

También hay un impuesto a las remesas muy alto, lo que desincentiva que podamos interesar a agentes internacionales para invertir en un fondo de capital de riesgo en Chile.

Si estamos conscientes de que hay un factor cultural que afecta, debemos tratar de atraer a gente que ya pasó por esa situación. Debería haber incentivos para sumar a inversionistas extranjeros al capital de riesgo en Chile.

EN DEBATE 1

El director del programa legislativo del Instituto Libertad & Desarrollo, Axel Buchheister, señaló que "tengo la seguridad como inversionista que cuando consigo que la Corfo participe, entonces la camisa de fuerza y las regulaciones se transforman en un trabajo burocrático, donde puede haber influencias. Entonces se hace esto más contrario al emprendimiento, porque uno se debe dedicarse a crear toda una solución.

Asimismo, Rafael Aldunate indicó que "en el capital de riesgo bajo enfoque estatal minoritario, Corfo coloca dinero, pero tiene un rol pasivo. Así, puede retirar en cualquier momento sus capitales y dejar al fondo de inversión en ascuas, ya que este punto no está plenamente regulado.

Por su parte, el director de Acafi, Christian Skibsted, manifestó que "a pesar de las aprensiones que puedan existir sobre Corfo o alguna otra entidad estatal, la experiencia que hemos tenido ha sido muy buena. Ellos no se meten en la administración y no se produce un rol de empresario. Puede haber un camino que funcione, porque somos los privados los que toman la decisión de los recursos.

EN DEBATE 2

Buchheister señaló que "tenemos una legislación y una cultura que ve la quiebra como un suceso tremendamente negativo y normalmente asociado a delito. No puedo

concebir algo más absurdo que eso, porque los problemas son la esencia de todo emprendimiento, incluso de grandes empresas que en momento pasan por dificultades.

Ante esto, el director de Acafi aseveró que “uno como inversionista debe ver a una persona que ha fracasado asumiendo un perfil ético, como una oportunidad, antes de estigmatizarlo. Aquel que fracasó tiene un valor, porque ya aprendió de algo en lo que gastó su capital y eso me puede beneficiar como inversionista.”

Por su parte, Aldunate manifestó que “además de las debilidades de la Ley de Quiebras, se debe considerar que cerrar una empresa en Chile tiene un costo muy elevado y de alta complejidad explícita. También está el costo de la imagen de loser.”

© Diario ESTRATEGIA. **Prohibida su reproducción** 18 de diciembre de 2006