



Fondos de Capital de Riesgo:

¿COMO PROMOVER SU DESARROLLO?

En *La Semana Económica* No. 350, la Asobancaria recalcó la importancia de los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) como mecanismo de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas. El presente documento busca recoger, de manera complementaria, las principales lecciones que puede obtener Colombia de la experiencia de los Estados Unidos en los FCR, así como los efectos de la participación de la banca multilateral en la constitución de estos fondos en países en desarrollo.

En la literatura especializada se reconoce que en las primeras etapas de crecimiento de las empresas su acceso a la financiación del sector financiero es muy difícil; la poca información con que cuentan, el alto riesgo de fracaso y la carencia de historial crediticio no les permiten ser sujetos de crédito. En los países desarrollados este problema ha tendido a solucionarse con políticas de apoyo a la empresa (entidades de redescuento, incubadoras de empresas, parques tecnológicos, etc.) y mediante la aparición de agentes especializados en asumir este tipo de riesgos sin generar cargas financieras a las empresas (ángeles financieros y fondos de capital de riesgo).

Aún en los países desarrollados, este tipo de agentes ha necesitado de unas condiciones especiales para su aparición y desarrollo; en ello el Estado ha jugado un papel determinante.

En el caso de los Estados Unidos, el Congreso creó en 1958 el programa para las Compañías de Inversión para la Pequeña Empresa (SBIC por su sigla en inglés) con el fin de facilitarle a estas empresas (nacientes y en procesos de expansión) el acceso a capital de riesgo y a créditos subsidiados para suplir sus necesidades de financiación. Las SBICs surgieron como sociedades de propiedad privada reguladas por el Estado a través de la Small Business

Administration (SBA) —entidad encargada de la política de apoyo a las Pyme—. Estas firmas actúan como fondos de inversión de capital de riesgo, utilizando recursos propios y adicionales provenientes de fondos del gobierno federal.

La gran mayoría de las SBICs son negocios lucrativos, que buscan a través de su contribución al capital de empresas y de su asistencia en la administración de las mismas, participar en el éxito de aquellas que prosperen y se desarrollen. La participación en capital, sin embargo, no es únicamente bajo la figura de capital de riesgo sino que en algunos casos es a través de préstamos.

A las SBICs se les reconoce un papel protagónico en el desarrollo de la industria del capital de riesgo en Estados Unidos. Pronto surgieron fondos privados que, sin acudir a los recursos del presupuesto, también empezaron a invertir en empresas nuevas. El siguiente cuadro muestra que, hasta la recesión norteamericana del año pasado, los fondos privados tenían mayor importancia relativa que los fondos públicos; también es notable el número de fondos que existen bajo el esquema que nació a finales de los años cincuenta.

Financiamiento de Fondos de Capital de Riesgo en EEUU

	SBICs	No - SBICs	TOTAL	Participación
	(1)	(2)	(3) = (1) + (2)	(1) / (3)
Ene - Sep 2001	2588	2110	4698	55%
2000	2946	5630	8576	34%
1999	2306	4341	6647	35%
1998	1614	2442	4056	40%
1997	1334	1821	3155	42%

FUENTE: *Small Business Administration*.

Principales beneficios

Para acceder a los recursos del Estado, una SBIC debe obtener licencia de la SBA. Para ello es necesario demostrar que cuenta con un

equipo profesional con gran conocimiento de los sectores en los que se va a invertir, así como suficiente experiencia en inversiones de riesgo y suficientes aportes de capital privado. Debe estar dispuesta a mantener su inversión por un tiempo que va entre cinco y diez años aproximadamente, y retirar el capital invertido una vez la empresa esté en capacidad de sobrevivir.

La participación del Estado dentro del patrimonio de estos fondos actualmente está sujeta a que demuestren tener necesidades de capitalización, con lo cual es posible recibir de parte del gobierno federal un apalancamiento equivalente al 300% del capital aportado por agentes privados. Así, la SBIC emite bonos de deuda garantizados por la SBA, con plazo de diez años; los fondos pueden vender estos títulos a través de ofertas públicas. De esta forma, el Estado no participa directamente en la gestión de los recursos, sino que actúa como un socio capitalista.

Un incentivo adicional para la creación de una SBIC está relacionado con los tratamientos tributarios preferenciales. Algunos son brindados a nivel local por la SBA, o están sujetos al sector en que el fondo está invirtiendo sus recursos; esto ha ocurrido desde finales de los años setenta, cuando el *Small Business Incentive Act* fomentó la participación de los recursos de fondos de capital de riesgo en pequeñas empresas mediante la reducción de trámites y la creación de beneficios fiscales.

Los resultados de un estudio realizado por investigadores de las Universidades de Syracuse y de Princeton¹, mostraron que durante la década de los ochenta en Estados Unidos, las reducciones observadas en las tasas impositivas para las empresas pequeñas, permitieron generar incrementos en la inversión de las mismas, posibilitando su crecimiento y aumentando su probabilidad de supervivencia. Según este estudio, una reducción del 50% al 33% en la tasa

impositiva, generó incrementos en las ventas del 28%. De esta manera, la tasa de tributación marginal tiene efectos importantes sobre el crecimiento de pequeñas empresas. Contrariamente, los resultados del estudio mostraron que un incremento del 10% en el costo del capital, podía generar pérdidas en la inversión del orden de 18% en pequeñas empresas.

Resultados del impulso dado por el Estado para la promoción de FCR

Las SBICs han otorgado aproximadamente USD\$27 mil millones (billones de Estados Unidos) en inversiones de capital y en capital de trabajo a 90.000 empresas pequeñas desde 1959. En este proceso se crearon millones de nuevos empleos de mano de obra calificada, y miles de millones de dólares en ingresos tributarios aportados por las nuevas empresas en diversos sectores:

Composición sectorial de las inversiones de las SBICs

	1997	1998	1999	2000	2001
Tecnología	7,6%	8,8%	7,7%	12,9%	27,2%
Informática	14,0%	11,0%	17,9%	21,8%	26,9%
Manufactura	43,1%	34,1%	38,1%	33,5%	25,6%
Comercio por mayor	5,5%	4,7%	8,5%	3,8%	4,2%
Basuras	1,3%	2,9%	3,2%	1,0%	3,0%
Otros	28,5%	38,5%	24,6%	27,0%	13,1%

FUENTE: *Small Business Administration*

Varias de las grandes empresas de tecnología fueron financiadas por SBICs en su etapa inicial de desarrollo; entre ellas se destacan America On Line, Apple Computer, Federal Express, Intel Corporation y Sun Microsystems.

El caso de Intel Corporation es ilustrativo del impacto que tuvo en el nacimiento de esa compañía la vinculación de capital de riesgo. En octubre de 1969 la compañía tenía un año de creada, 218 empleados y utilidades brutas por USD\$566 millones. Con el fin de desarrollar la tecnología de microprocesadores para computador, la SBIC *Wells Fargo Investment Company* le aportó USD\$300 millones de capital a cambio de acciones. En 1971 Intel produjo el

¹ Holtz-Eakin, Douglas y Rosen, Harvey. "Economic policy and the start-up, survival and growth of entrepreneurial ventures", en: Small Business Research Summary (2001).

primer micro procesador, el "4004". Desde entonces es el proveedor de microprocesadores más grande del mundo, cuenta con 60.000 empleados, utilidades netas por USD\$25 mil millones en 1997 y paga impuestos por USD\$3.7 mil millones. Más de la mitad de sus ingresos provienen de las ventas en el exterior.

Los apoyos de la banca multilateral a FCR que operan en países en desarrollo

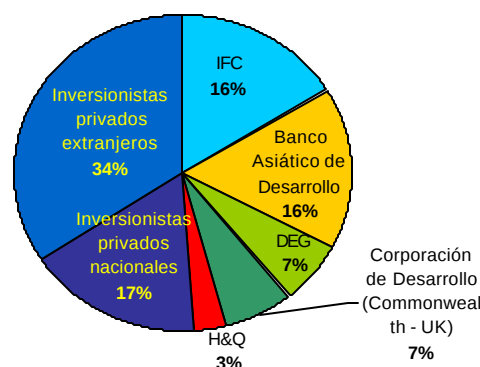
Un interesante caso sobre el apoyo de banca multilateral a FCR que operan en países en desarrollo es el de Filipinas. En este país las inversiones de la Corporación Financiera Internacional (IFC), organismo adscrito al Banco Mundial en los FCR aumentaron en forma rápida entre 1977 y 1995.

Con la entrada a Filipinas del fondo Hambrecht & Quist Asia Pacific (H&Q)², en 1988 se constituyó el primer FCR en el país. Este fondo se creó con USD\$15.3 millones por un período de 10 años, plazo extensible por dos años adicionales. Su composición estuvo concentrada en un 54% en manos de inversionistas privados (37% en manos de inversionistas locales) y el resto en manos de la banca multilateral (gráfico); con estos recursos fueron financiadas 24 empresas.

En 1992, la compañía H&Q creó un segundo fondo con características similares al primero, por USD\$18.5 millones. Los dos fondos administrados por H&Q incluyeron en su cartera la inversión en 39 empresas, representando en promedio el 10% del patrimonio de las compañías. La rentabilidad promedio anual de los dos fondos era cercana al 13% en dólares. De las 39 inversiones hechas hasta finales de los años noventa, 13 compañías entraron a cotizar en la bolsa local y dos de ellas tramitaron autorización para cotizar en NASDAQ.

² Fondo de Capital de Riesgo originario de Estados Unidos, fundado en 1968. Tenía sus raíces en Silicon Valley, con compañías de alta tecnología.

Participación de los diferentes inversionistas en el FCR de H&Q en Filipinas



En cuanto a la composición de la cartera por sectores, el siguiente cuadro muestra que ésta no se concentró en los de alta tecnología, como suele ocurrir, y, por el contrario, financió a los agroindustriales como el de alimentos y bebidas.

Distribución porcentual de la cartera de H&Q

Diciembre 1997

Sector	%
Telecomunicaciones	49%
Alimentos y bebidas	21%
Transporte	9%
Construcción	9%
Manufactura	7%
Tecnología	5%

FUENTE: Glen, Jack. "Filipinas: fondo de capital de riesgo H&Q"

Una parte importante del capital de estos fondos provino de la banca multilateral; su efecto más importante fue la generación de mayor confianza en los inversionistas nacionales y extranjeros para participar en este tipo de fondos. Además, la experiencia de estos bancos en la planeación financiera estratégica, explotación comercial y acceso a recursos complementarios, le permitió a los FCR generar importantes fuentes de valor agregado en las compañías en que invirtieron. Estos conocimientos son

especialmente valiosos en países de bajos ingresos y en etapas de transición, donde este tipo de experiencia suele ser reducida. Particularmente, la colaboración técnica de la IFC permitió diseñar los contratos entre los fondos y sus administradores de forma tal que brindaran los incentivos adecuados para que estos últimos incrementaran al máximo el valor de las inversiones.

A nivel más agregado, para la economía de Filipinas el desarrollo de la industria de capital de riesgo, permitió el crecimiento de pequeñas y medianas empresas que no tenían un fácil acceso a recursos bancarios. Este proceso logró además dinamizar la generación de empleo, aumentar el tamaño y profundidad del mercado de capitales e incrementar el interés de los inversionistas en capital de riesgo.

La participación de la IFC en asociación con un administrador de fondos con experiencia internacional como H&Q logró que el capital de riesgo se estableciera exitosamente en el país, generando fuentes de financiación para agentes que no tenían posibilidades en el mercado financiero formal. Para 1999 ya existían 14 FCR, que manejaban recursos por USD\$292 millones.

Conclusiones

La experiencia de Estados Unidos y Filipinas en la constitución de FCR sugiere elementos adicionales sobre los cuales hay que reflexionar. El primero de ellos es que cuando se presentan adecuados esquemas de incentivos y se crea un ambiente propicio para que el sector privado invierta, los FCR aparecen como una alternativa de inversión para quienes tienen excesos de liquidez, y una solución de capitalización para las empresas más jóvenes.

El segundo, que es factible el diseño de instrumentos en los cuales el Estado juegue un papel de socio capitalista, dejando en manos de expertos del sector privado el tema de gestión de proyectos dentro de los FCR. Sin embargo al involucrar recursos públicos, es necesario pensar en el diseño de mecanismos de control y vigilancia de los mismos, tales como los existentes en

Estados Unidos con la participación de la SBA. Igualmente la contribución de la banca multilateral, al menos en etapas iniciales de la creación de FCR, le brinda confianza al mercado, asesoría técnica a los evaluadores de proyectos y promueve la participación de nuevos actores.

Finalmente, el efecto de alivios tributarios para inversionistas que decidan colocar sus recursos de riesgo en sectores o zonas en donde se genere un gran impacto social parece ser un incentivo adicional. Además de favorecer el retorno de las inversiones con este mecanismo, se puede reactivar el empleo en las firmas capitalizadas.