



ISSN 1850-2512 (Impreso)
ISSN 1850-2547 (en línea)

UNIVERSIDAD DE BELGRANO

Documentos de Trabajo

**Departamento de Investigaciones
Area de Finanzas**

**Financiamiento con Capital de Riesgo de las
PyME con potencial de crecimiento en
Argentina¹**

Nº 130

Leonardo Fernández

Departamento de Investigaciones

Julio 2005

Universidad de Belgrano
Zabala 1837 (C1426DQ6)
Ciudad Autónoma de Buenos Aires - Argentina
Tel.: 011-4788-5400 int. 2533
e-mail: invest@ub.edu.ar
url: <http://www.ub.edu.ar/investigaciones>

1. Este trabajo se basa en la Tesis de graduación presentada por el autor para obtener la Maestría en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella.

Para citar este documento:

Fernández, Leonardo (2005). Financiamiento con Capital de Riesgo de las PyME con potencial de crecimiento en Argentina.

Documento de Trabajo N° 130, Universidad de Belgrano. Disponible en la red:

http://www.ub.edu.ar/investigaciones/dt_nuevos/130_fernandez.pdf

Resumen

En este trabajo se analiza la conveniencia y las condiciones necesarias para desarrollar un mercado de capital de riesgo para el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (PyME) con potencial de crecimiento en Argentina. A partir de las limitaciones para obtener recursos, especialmente debidas a problemas de información asimétrica, se describen los aspectos distintivos que tienen los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) para resolver estas dificultades.

Las conclusiones del trabajo sugieren que en Argentina existe una intención por parte del estado de incentivar este tipo de financiamiento, aunque limitada por: i) falta de coordinación entre el desarrollo del programa CREAR-CIT y las políticas implementadas por el Poder Ejecutivo; y ii) un sesgo hacia empresas de base tecnológica.

Para posibilitar el acceso al financiamiento de las PyME con crecimiento es imprescindible divulgar en el ambiente empresario los beneficios del capital de riesgo y crear condiciones para que existan aportes sustanciales de fondos que puedan ser direccionados por intermediarios con capacidades gerenciales que estén en condiciones de resolver los problemas de información asimétrica que enfrentan empresarios e inversores.

Palabras clave: Financiamiento, Pequeñas y medianas empresas, Capital de riesgo, Información asimétrica, Argentina.

Códigos JEL: D82, G24, G32, M13.

Índice

1. Introducción	7
2. Problemas del financiamiento con deuda	7
3. Marco Teórico	9
3.1. Objetivo financiero de las PyME.	9
3.2. Problemas de financiamiento	10
3.2.1 Teoría de agencia	10
3.2.2 Información asimétrica	11
3.3. Intermediarios financieros	11
4. Financiamiento con deuda y capital privado	12
4.1. Causas de los problemas de financiamiento	12
4.1.1 Deuda bancaria	13
4.1.2 Capital privado	14
4.2. Ventajas de la deuda bancaria y el capital privado	15
4.2.1 Deuda bancaria	15
4.2.2 Capital privado	15
4.2.3 Conclusión	17
5. Desarrollo de la industria de Capital de Riesgo	20
5.1. Condiciones para el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo	20
5.1.1 El rol del Estado	20
5.1.2 El rol de los privados	22
5.2. Un proceso evolutivo	24
5.3. Captación y canalización de la Inversión de los FCR	25
6. Capital de Riesgo en Argentina: condiciones actuales y propuestas	27
6.1. Desarrollo reciente	27
6.2. Condiciones para el desarrollo del Capital de Riesgo en Argentina	27
6.3. Propuestas	29
7. Conclusiones	31
8. Referencias Bibliográficas	32
Anexo 1. El desarrollo del capital de riesgo en diferentes países	35

1. Introducción

Este trabajo tiene por objetivo analizar la conveniencia y las condiciones necesarias para desarrollar un mercado de capital privado para el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (PyME) con potencial de crecimiento en Argentina.

El documento está organizado de la siguiente manera. A continuación se exponen los problemas para acceder al crédito de las PyME, así como también las limitaciones que este tipo de financiamiento genera sobre el crecimiento de las empresas y la diversificación de la riqueza de los empresarios. En la tercera sección, se hace una revisión bibliográfica que dará el marco teórico para estudiar las diferencias entre el financiamiento bancario y con aportes de capital. En la sección 4, se hace una comparación entre las ventajas y desventajas que poseen la deuda y el capital para resolver los problemas de acceso al financiamiento de las PyME. En la quinta sección se exponen las condiciones necesarias para el desarrollo del Capital de Riesgo a partir de una revisión de las políticas adoptadas en otros países. En la sección 6, se describen las condiciones recientes y actuales de la industria de capital de riesgo en Argentina y se sugieren algunas decisiones de política que podrían incentivar este tipo de financiamiento. Finalmente, se muestran las conclusiones.

2. Problemas del financiamiento con deuda

En la literatura sobre PyME es frecuente encontrar referencias a los problemas que tiene este tipo de empresas para acceder al financiamiento. Si bien estas limitaciones se encuentran presentes en todos los países, se acentúan en aquellos con sistemas financieros menos desarrollados. En base a datos del Banco Mundial (World Business Environment Survey 2000), en el Cuadro 1 puede verse la importancia que asignan los empresarios a distintos factores que obstaculizan el desarrollo de sus negocios. La información está organizada por país y por tamaño de empresa.

Cuadro 1. Mayores obstáculos para el desarrollo del negocio (2000)

	Argentina		80 países	
	PyME	Grandes	PyME	Grandes
Impuestos y regulaciones	55,7%	38,1%	36,1%	21,3%
Financiamiento	48,0%	28,6%	38,4%	27,7%
Inestabilidad política	46,1%	28,6%	35,3%	29,5%
Inflación	29,6%	23,8%	36,7%	26,5%

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial, (WBES 2000).

En Argentina la variable financiamiento es la segunda en importancia, tanto para las PyME como para las grandes empresas. En el total de la muestra el financiamiento es el principal obstáculo. Tanto en la muestra como en Argentina, los problemas de financiamiento son considerados el mayor obstáculo en una proporción superior dentro de los empresarios PyME. Esta característica se acentúa en el caso argentino.

Cuando se les preguntó a los empresarios cuáles son los mayores obstáculos para obtener financiamiento hubo coincidencia tanto por tamaño de empresa como a nivel país (Cuadro 2). Al igual que en el cuadro anterior, los datos de Argentina muestran una mayor diferencia entre las pequeñas y las grandes empresas, especialmente en el costo del financiamiento y en la necesidad de garantías como principales trabas.

Cuadro 2. Mayores obstáculos para el financiamiento del negocio (2000)

	Argentina		80 países	
	PyME	Grandes	PyME	Grandes
Altas tasas	77,6%	55,0%	57,1%	51,7%
Financiamiento de largo plazo	54,6%	47,4%	39,8%	30,3%
Garantías	31,5%	15,0%	28,8%	18,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial, (WBES 2000).

Estos datos son coherentes con los de otros estudios que indican que las PyME recurren a formas de financiamiento externo de corto plazo y alto costo. El Banco Mundial (2002), basándose en estudios realizados en Argentina, señala que cerca del 50% de las PyME que acceden a financiamiento externo recurre a tarjetas de crédito y descubiertos. En este sentido BID (2002) indica que los instrumentos disponibles a las PyME se limitan al crédito tradicional a corto plazo y esto dificulta su inversión de largo plazo en activos fijos. Este tipo de financiamiento no contribuye al crecimiento de la empresa debido a que usualmente sirve para cubrir faltas de liquidez no previstas en lugar de ser utilizado para financiar proyectos de inversión de valor actual neto positivo.

En el Cuadro 3 se exponen los resultados de la encuesta en cuanto a las fuentes de financiamiento de las inversiones de capital de las PyME en un grupo de 62 países y en Argentina.

La principal fuente de financiamiento de estas empresas es la reinversión de utilidades, seguida del financiamiento bancario. Esta situación es consistente con la idea de una jerarquía de financiamiento (Pecking Order). Una característica distintiva de las PyME argentinas es que obtienen financiamiento de bancos comerciales en mayor medida que las empresas de los 62 países que se utilizan como control.

Cuadro 3. Financiamiento de las PyME (2000)

Fuente	62 Países	Argentina
Ganancias retenidas	54,88%	55,54%
Capital propio	5,18%	1,14%
Familia	8,06%	4,36%
Bancos comerciales	14,24%	23,27%
Bancos de desarrollo	1,87%	1,10%
Bancos extranjeros	2,02%	5,94%
Prestamistas	1,83%	0,71%
Sector público	0,64%	0,14%
Proveedores	7,01%	7,43%
Leasing	2,24%	0,36%
Otras fuentes	2,02%	0,00%

Fuente: Elaboración propia en base a Banco Mundial, (WBES 2000).

El patrón de financiamiento descrito podría entenderse como una preferencia de los dueños por mantener su riqueza dentro de las empresas que manejan. Sin embargo, si se recuerda que en el Cuadro 1 se vio que los empresarios consideran que el limitado acceso al financiamiento es uno de los principales obstáculos al desarrollo de su negocio y que, dentro de los problemas de financiamiento (Cuadro 2) el alto costo, la falta de financiamiento de largo plazo y la exigencia de garantías son los que sobresalen, es claro que la alta proporción de ganancias retenidas refleja una falta de acceso fluido al financiamiento.

El alto costo y la falta de acceso al crédito bancario para las PyME en Argentina es una cuestión estructural, que ha estado presente aun en momentos en que el Estado y las grandes empresas tenían posibilidades de financiamiento. FIEL (1996) señala que el costo del crédito para las PyME a mediados de la década de 1990 duplicaba el de las grandes empresas. Mientras que para las empresas pequeñas rondaba el 25% y para las medianas el 22%, las grandes empresas podían conseguir dinero al 11%. Por otra parte, entre 1998 y 2000 las PyME recibieron el 9,8% del financiamiento bancario, mientras que su participación en el PBI fue cercana al 61% y contribuyeron entre el 69% y el 78% del empleo. Esta situación indica un sesgo en la orientación del crédito en contra de las pequeñas y medianas empresas (Banco Mundial, 2002).

Ante los problemas de acceso al financiamiento que enfrentan las PyME, las respuestas del sector público y la academia hacen hincapié recurrentemente en la manera de mejorar la asignación del crédito bancario o los préstamos de organismos internacionales, en la forma de deuda. En este contexto, parece pertinente analizar la conveniencia del desarrollo de una fuente adicional de financiamiento para las PyME

que sea más favorable para disminuir los problemas de acceso, así como también las limitaciones al crecimiento y a la diversificación de la riqueza de los empresarios.

3. Marco Teórico

Las limitaciones que enfrentan las PyME para recibir financiamiento están explicadas tanto por falencias en el sistema financiero como por problemas de las empresas para aceptar y cumplir las condiciones de acceso. En esta sección, en primer lugar, se realiza una distinción de los dueños de pequeñas y medianas empresas y sus objetivos financieros de acuerdo con sus preferencias por diferentes tipos de beneficios y por su actitud hacia el crecimiento. De esta manera se contará con una caracterización del objeto de estudio que permitirá realizar el análisis de su relación con las diferentes fuentes de financiamiento. En segundo término, se realiza una revisión de la literatura sobre información asimétrica y teoría de agencia como contribuciones a la explicación del problema planteado. Finalmente, se describen las opiniones que existen en la literatura sobre el papel de los intermediarios financieros para disminuir los problemas de financiamiento. Este será el punto de partida para estudiar las ventajas y desventajas de cada tipo de financiamiento y determinar la viabilidad del financiamiento con capital como alternativa para las PyME.

3.1. Objetivo financiero de las PyME.

El concepto de maximización del valor de la empresa para sus dueños, de acuerdo con la capacidad de generar flujos de fondos y el riesgo sistemático asumido, tiene amplio consenso en la literatura financiera (Jensen, 2001). Sin embargo, para entender las decisiones de inversión y financiamiento de las pequeñas empresas, es necesario observar otros aspectos relacionados con dos características distintivas de sus propietarios: i) asumen gran parte del riesgo específico del negocio; y ii) gozan de beneficios no pecuniarios.

Para McMahan y Stanger (1995) y LeCornu et al. (1996), el mayor riesgo asumido por los propietarios de PyME se debe a:

- baja liquidez, que provoca una alta probabilidad de quiebra;
- falta de diversificación, alta porción de la riqueza del dueño en la empresa, que a su vez está concentrada en una o unas pocas actividades;
- limitada transferibilidad de la tenencia del negocio y sus partes;
- falta de flexibilidad, imposibilidad de recaudar fondos de una actividad para invertirlos en otra;
- pérdida de control; y
- necesidad de rendir cuentas a nuevos socios.

En realidad, el motivo que denota la exposición al riesgo específico del negocio es la falta de diversificación. Siendo esta provocada por varios de los demás factores que enumeran McMahan y Stanger (1995) y LeCornu et al. (1996), especialmente la preferencia por el control y la negación a rendir cuentas a fuentes externas de fondos. Hamilton y Fox (1998) apoyan la primera idea al analizar las decisiones entre deuda y capital de las PyME en Nueva Zelanda. Ellos concluyen que existe una preferencia de los propietarios por el control que los lleva a optar por el financiamiento con utilidades retenidas y aportes de capital propio antes que por la deuda bancaria y los aportes de nuevos accionistas.

Gentry y Hubbard (2000) sugieren que, debido a la falta de posibilidades para deshacerse de su negocio parcial o totalmente (limitada transferibilidad), los emprendedores empiezan con una inversión en su negocio que puede ser una pequeña porción de su riqueza, pero que aumenta con el crecimiento de la empresa, disminuyendo su diversificación.

Por otro lado, los dueños – gerentes reciben beneficios no pecuniarios, como por ejemplo un determinado estilo de vida, independencia financiera, seguridad para la familia y respeto social, entre otros (Jensen y Meckling, 1976; LeCornu et al., 1996). Cuando existe un único dueño – gerente, todas las decisiones operativas buscarán maximizar su utilidad, tanto a través de beneficios pecuniarios como no pecuniarios (Jensen y Meckling, 1976).

Las dos características mencionadas de las PyME las ponen fuera del marco teórico tradicional de las finanzas, debido a que tiene mayor importancia para el empresario la maximización de su utilidad, sujeta a

los aspectos no pecuniarios del negocio, que la maximización del valor de la empresa y, en consecuencia, de su riqueza. Estos dueños – gerentes tradicionales tienen a su empresa como una forma de vida y sus principales objetivos son la supervivencia y el control total sobre las operaciones.

Berger y Udell (1998) señalan que existen empresas que no tienen una estrategia de crecimiento, sino que existen otros factores más importantes en la función objetivo de los dueños. Cuanto más importantes sean los beneficios no pecuniarios de naturaleza financiera en la toma de decisiones del dueño – gerente, más propensa estará la empresa a tener un límite a su crecimiento (McMahon y Stanger, 1995). Reforzando esta idea, LeCornu et al. (1996) encontraron en una encuesta realizada a 30 empresarios en Australia que los límites al crecimiento son consecuencia de los beneficios no pecuniarios. Es decir, que los empresarios están dispuestos a crecer mientras no se vea perjudicado el control o la continuidad familiar en la empresa, no sea necesario acudir a financiamiento externo ni presentar garantías, o realizar cambios estructurales en la operatoria del negocio.

Sin embargo, es necesario hacer una distinción en este punto entre diferentes tipos de PyME, ya que no todos los dueños de pequeñas empresas tienen la misma preferencia por los beneficios no pecuniarios. Para Brophy y Shulman (1992) existen empresarios PyME que están dispuestos a dejar de lado la independencia total para maximizar el valor de la empresa para los accionistas. Estos empresarios, emprendedores, no se encuentran limitados por los aspectos no pecuniarios, aunque sí por la falta de diversificación.

Berger y Udell (1998) sostienen que las PyME que tienen una estrategia de crecimiento recorren un ciclo de financiamiento accediendo a diferentes fuentes e instrumentos a medida que la empresa crece, gana experiencia y se hace más transparente. En el inicio de sus actividades, las empresas acceden a financiamiento aportado por los fundadores y algunas fuentes cercanas a ellos. A medida que la empresa crece puede acceder a financiamiento a través de intermediarios, capital de riesgo y préstamos bancarios. Finalmente, aquellas empresas que sobreviven y continúan creciendo acceden a los mercados públicos. Este ciclo puede relacionarse con la idea de una jerarquía a la hora de buscar financiamiento (Pecking Order Theory).

Para que el ciclo de crecimiento financiero se cumpla tienen que existir dos condiciones. Por un lado, la existencia de un sistema financiero que posea la estructura y agentes necesarios en cada etapa. Por otro lado, las empresas tienen que tener posibilidades y voluntad de crecimiento. Dada la edad promedio de las PyME en Argentina, McDermott (2002) sugiere que existen fuertes barreras para su desarrollo, ya que no dejan de existir ni se convierten en grandes empresas.

3.2. Problemas de financiamiento

Hay dos cuerpos de teoría que intentan explicar los problemas que enfrentan las empresas a la hora de conseguir financiamiento externo: teoría de agencia e información asimétrica. Para Brophy y Shulman (1992) los costos de agencia y los problemas de información asimétrica explican las diferencias en las estructuras de capital de las PyME y las grandes empresas.

3.2.1 Teoría de agencia

Jensen y Meckling (1976) ven a la empresa como un conjunto de contratos entre individuos y analizan la estructura de tenencia a partir de la teoría de agencia. Es decir, consideran los costos y beneficios de las relaciones entre el financiamiento interno y el externo proveniente de acreedores financieros y accionistas.

Los costos de agencia están conformados por (Jensen y Meckling, 1976): i) los costos de monitoreo en que incurre el principal; ii) los gastos que el agente debe realizar para garantizar que actuará en el mejor interés del principal o que este recibirá compensación en caso contrario; y iii) la disminución de bienestar por divergencia entre las decisiones tomadas por el agente y las que hubieran maximizado la riqueza del principal.

Cuando una empresa con un único dueño – gerente pasa a estar guiada por el mismo gerente que ha cedido parte de la tenencia a inversores externos se genera una relación principal – agente. Uno de los efectos de este contrato es que el dueño – gerente tiene menores incentivos que en el estado anterior para

desarrollar nuevos negocios, debido a que en caso de resultar exitosos recibirá un beneficio menor al que hubiera obtenido como único accionista. Otra consecuencia de esta relación es que los beneficios no pecuniarios que obtiene el gerente disminuyen la riqueza de los inversores externos (Jensen y Meckling, 1976).

Estará en el interés del dueño – gerente reducir los costos de agencia, debido a que es él quien debe soportarlos y también porque la apertura de capital se realizará solamente si los beneficios exceden los costos de agencia. En el ejemplo propuesto por Jensen y Meckling (1976) esto ocurre por poder acceder a proyectos con valor actual neto positivo que debería dejar de lado por falta de capital.

3.2.2 Información asimétrica

Los problemas de información asimétrica ocurren en los mercados cuando los vendedores tienen más información sobre la calidad del producto o servicio que ofrecen que los compradores. En las pequeñas empresas con orientación al crecimiento, es crucial la habilidad del emprendedor para satisfacer las necesidades de los clientes combinando activos tangibles e intangibles de una manera difícil de imitar por potenciales competidores. Esta habilidad puede ser conocida solamente por el empresario. En caso que esté dispuesto a dar a conocer su habilidad para conseguir financiamiento, se produce un problema de información asimétrica con los potenciales inversores externos (Amit et al., 1990).

En los mercados financieros estos problemas son severos, especialmente en países poco desarrollados (Akerlof, 1970). Las principales consecuencias de este problema son la selección adversa y el riesgo moral.

La selección adversa se produce antes de realizar la operación y ocurre porque, al no poder distinguir entre productos o servicios de buena o mala calidad, los compradores estarán dispuestos a pagar un precio que compense el riesgo de elegir el producto de mala calidad. Este precio estará por debajo del precio de los productos de buena calidad y por encima del precio de los productos defectuosos, generando un desincentivo para los vendedores de productos sin fallas y pudiendo hacer que el mercado colapse (Akerlof, 1970). En el caso del mercado de crédito, al no poder distinguir entre buenos y los malos proyectos, cargarán la misma tasa a ambos. De esta manera, como señala Bebczuk (2001), la solución al problema de información perjudica a los deudores con buenos proyectos que tienen que pagar un costo del dinero mayor al que hubieran afrontado de no existir tal falla.

El riesgo ético ocurre una vez establecida la relación acreedor – deudor. Debido a que este último puede emplear los fondos a actividades diferentes a las previstas originalmente, más riesgosas y que aumenten la probabilidad de incobrabilidad del acreedor (Mishkin, 1994).

Ante el problema de información, los acreedores buscan protegerse de los malos deudores, ya sea elevando las tasas a las que prestan, racionando el crédito o exigiendo garantías o aportes de fondos propios a las empresas que consideren más riesgosas (Bebczuk, 2001).

Las garantías y aportes de fondos propios permiten a los deudores dar una señal sobre las características de su empresa o proyecto, sin embargo excluyen a los empresarios con buenos proyectos y falta de garantías o fondos propios suficientes (Bebczuk, 2001; FIEL, 1996).

Una explicación sobre el mayor efecto que tienen los problemas de información asimétrica sobre las PyME está basada en los costos de las fuentes de financiamiento para adquirir información sobre las empresas. Estos costos son en buena medida fijos, perjudicando a las empresas que requieren montos de financiación más pequeños (FIEL, 1996).

3.3. Intermediarios financieros

Como se expuso en la sección 3.2, en la relación entre las empresas y sus fuentes de financiamiento aparece una serie de fallas de mercado que influyen negativamente en la asignación de recursos. Leland y Pyle (1977) sugieren que los problemas de información asimétrica son la causa principal de la existencia de intermediarios financieros. Para Campbell y Kracaw (1980) la producción de información es una condición necesaria pero no suficiente para la existencia de intermediarios financieros. En su opinión, la protección de la confidencialidad y la provisión de servicios transaccionales son también características que explican la existencia de estos agentes.

La sola provisión de información a los inversores no es suficiente para establecer un negocio a partir de los problemas de financiamiento debido a que el agente que emprenda tal tarea enfrentará dos problemas: i) quienes compren la información tienen la posibilidad de revenderla a otros inversores, disminuyendo los ingresos de quienes la generan; y ii) es imposible para quienes compren la información distinguir si esta es de buena o mala calidad, por lo cual estarán dispuestos a pagar por información de calidad promedio, perjudicando a las empresas que mejor hacen su trabajo. Estos problemas pueden solucionarse si la empresa que provee la información actúa como intermediario, comprando y manteniendo una cartera de activos sobre la base de la información especializada que generan. De esta manera la empresa transforma la información en un bien privado: la cartera de activos. Los beneficios de la empresa resultan de la diferencia entre los ingresos obtenidos por los activos de su cartera y los costos de generar la información (Leland y Pyle, 1977). Por otra parte, al comprometer una porción importante de sus recursos en las empresas que seleccionan, los intermediarios pueden eliminar los problemas de riesgo ético y resultar fiables para los inversores (Campbell y Kracaw, 1980).

Debido a que ciertas acciones de los intermediarios financieros no son observables por los inversores, para explicar la existencia de los intermediarios financieros por una ventaja de costos en la producción de información, se deben considerar también los costos en que deben incurrir los inversores para generar incentivos al intermediario y mitigar los problemas de agencia (Diamond, 1984). La intermediación se lleva a cabo si la suma de los costos de monitoreo de las empresas y los costos de delegar el monitoreo son inferiores al menor entre los ahorros por el monitoreo y el monitoreo realizado en forma directa por los inversores (Diamond, 1996).

Otra característica saliente de los intermediarios financieros son las economías de escala que pueden obtener en la producción de información, al eliminar la redundancia en que incurrirían múltiples inversores al analizar una misma empresa (Berger y Udell, 1998). También obtienen economías de alcance al poder utilizar la misma información para diferentes empresas del mismo sector industrial.

En suma, los problemas de información generan incentivos para que existan intermediarios financieros, agentes que se relacionan con las empresas que financian y con los inversores, ofreciendo diferentes instrumentos y practicando distintas tareas de análisis y monitoreo. En el caso de las pequeñas y medianas empresas los intermediarios financieros tienen un importante rol como productores de información a través del análisis previo, los contratos que establecen y el monitoreo (Berger y Udell, 1998). En la sección 4 se analizará qué tipo de intermediario financiero cumple con estas tareas de la manera más satisfactoria para las PyME con potencial de crecimiento.

4. Financiamiento con deuda y capital privado

En la sección 2 se han mostrado las limitaciones de las PyME para acceder al financiamiento y la importancia que asignan los empresarios a estas como obstáculo al desarrollo de sus negocios, tanto en Argentina como en el resto de los países. Se ha mostrado evidencia sobre la escasez de financiamiento bancario, especialmente de largo plazo, y de los altos costos que deben soportar los dueños de pequeñas y medianas empresas. Por otra parte, no se encontró que la falta de aportes de capital privado sea algo que preocupe a los empresarios. Esto puede deberse a una preferencia por el control, que los lleva a no considerarla, o al desconocimiento de esta fuente de financiamiento.

Para cada tipo de empresa existen intermediarios e instrumentos financieros que se adaptan mejor a los problemas de acceso a los recursos.

En esta sección, se señalan las ventajas que el financiamiento con deuda bancaria y con capital privado poseen para las PyME con potencial de crecimiento.

4.1. Causas de los problemas de financiamiento

En cada caso (deuda bancaria y capital privado) se brindarán elementos de acuerdo con las características de las PyME, con el tipo de instrumentos o con particularidades de los intermediarios.

4.1.1 Deuda bancaria

a. Relacionadas con las PyME

Las diferencias de calidad crediticia de acuerdo con el tamaño de las empresas son evidentes en Argentina y juegan un papel muy importante en las restricciones crediticias de las pequeñas y medianas. En el período 1998 – 2000, el promedio de préstamos a PyME que estaban en situación irregular o irrecuperable fue 41%, mientras que para las grandes empresas fue 14% (Escudé et al., 2001).

El nivel de informalidad, en términos de evasión impositiva y previsional, también juega un rol importante. Este comportamiento otorga ventajas por menores costos, pero también las excluye de los mercados financieros formales (FIEL, 1996; BID, 2002). Tanto la opacidad informativa como la práctica común de tener más de un juego de estados contables, especialmente por motivos impositivos, produce problemas para los potenciales inversores externos (Leeds y Sunderland, 2003). En este sentido, las altas cargas impositivas y previsionales, junto con el alto costo de los recursos financieros contribuyen para dejar a un importante número de pequeñas empresas fuera de los mercados formales.

b. Relacionadas con el instrumento

En el punto 2.1 se hizo referencia a la baja liquidez de las PyME que, junto con la poca estabilidad en sus flujos de caja, provoca una alta probabilidad de quiebra. La exigibilidad de los pagos de intereses es una característica que disminuye el atractivo de la deuda bancaria para este tipo de empresas.

Ketterer (2001), discutiendo alternativas de desarrollo de los mercados de capitales en países emergentes, sostiene que si el uso de deuda no cambia por aportes de capital, tarde o temprano el crecimiento de la empresa se verá limitado por la imposibilidad de conseguir fondos para financiar proyectos con valor actual neto positivo (sub-inversión), o porque la empresa se encontrará con un exceso de deuda en momentos de baja actividad. Como consecuencia de esto, las empresas pequeñas y medianas verán limitado su crecimiento a la capacidad de endeudamiento, que a su vez depende del capital invertido.

c. Relacionadas con el intermediario

Los altos costos de transacción de las operaciones pequeñas y la falta de garantías suficientes son también limitaciones que enfrentan las PyME al buscar este tipo de financiamiento (BID, 2002). Los primeros están relacionados con la operatoria de aprobación de préstamos que son, en su mayoría, independientes del monto requerido. Esta situación hace que el costo de análisis por cada peso sea mayor cuanto menor sea el monto prestado.

La escasa, y en muchos casos poco confiable, información que tienen los bancos sobre la operatoria de las PyME los expone a las consecuencias de los problemas de información asimétrica: riesgo ético y selección adversa. El riesgo ético es especialmente importante en la relación entre las PyME y los bancos, ya que se agudiza cuando el financiamiento externo es mayor al financiamiento interno (Berger y Udell, 1998).

Como ya fue mencionado en 3.2, los bancos pueden protegerse de estas consecuencias mediante incrementos en la tasa, el racionamiento de fondos o el pedido de garantías. Estas tres medidas coinciden con las limitaciones que los empresarios señalan como los mayores obstáculos para acceder al financiamiento bancario.

Diferentes iniciativas del Estado, en forma directa o con el apoyo de corporaciones de desarrollo, buscan facilitar el acceso a financiamiento de las PyME. Uno de los esfuerzos más ambiciosos en este sentido ha sido la instauración de un sistema de Sociedades de Garantía Recíproca. Esta iniciativa tiene como objetivo brindar acceso a financiamiento a empresas que no pueden tenerlo por falta de garantías, disminuyendo las tasas, mejorando los plazos y acelerando la decisión de otorgamiento (Rassiga y Reineri, 2000). Por otro lado, el impulso de corporaciones de desarrollo (como las promovidas por el Banco Mundial) que proveen financiamiento en forma de deuda de largo plazo ha generado problemas de riesgo ético que, junto con un pobre monitoreo de las inversiones, llevaron a un mal desempeño en términos de desarrollo productivo y financiero (Sagari y Guidotti, 1992).

Finalmente, dado que la ganancia del banco está limitada y no tiene relación directa con los beneficios en caso que el proyecto resulte mejor de lo esperado, la tasa requerida busca captar parte de estos beneficios potenciales.

Esta conjunción de empresas con posiciones financieras frágiles, información poco creíble y bancos con escasa capacidad para distinguir entre buenos y malos deudores es la que explica la situación descrita en la sección 2.

4.1.2 Capital privado

a. Relacionadas con las PyME

Los mayores conflictos de interés en lo que a PyME respecta se producen entre los proveedores internos y externos de capital. Los proveedores de capital con participación minoritaria no pueden decidir sobre el futuro de la empresa (Bathala et al., 2003).

Las características de las PyME que obstaculizan la relación con los proveedores de capital privado son similares a las mencionadas en la relación con los bancos. Sin embargo, hay algunas cuestiones distintivas que actúan como freno a la apertura de capital de las PyME: la importancia que los empresarios dan al control sobre la empresa y los beneficios no pecuniarios que obtienen (ver 2.1). Mullineux y Murinde (2001) también mencionan que es difícil para las PyME admitir aportes de capital de inversores externos por la dilución del control que se produce.

b. Relacionadas con el instrumento

La participación de los inversores en el financiamiento con capital privado es más activa que en el caso de la deuda bancaria, ocupando usualmente posiciones que intervienen en la toma de decisiones. Esta característica, junto con la reticencia de los dueños de PyME a compartir la tenencia forma parte de las fricciones que limitan este tipo de financiamiento.

c. Relacionadas con el intermediario

Al tomar la decisión de invertir, los Fondos de Capital de Riesgo (FCR) afrontan un agudo problema de selección adversa como inversor externo de una empresa poco transparente. Por este motivo deben dedicar tiempo y recursos al análisis de los potenciales socios (Berger y Udell, 1998). En los casos en que existan problemas de información severos y la cantidad de proyectos de mala calidad sea muy superior a la de buenos proyectos, no es viable un mercado de capital de riesgo. Debido a que quienes financian los proyectos no tienen la posibilidad de distinguir entre los de buena y mala calidad, el valor de mercado reflejará una calidad promedio de los proyectos (Leland y Pyle, 1977).

También existe un problema de agencia entre los FCR y el empresario, dado que este último puede buscar su propio beneficio en detrimento de los inversores externos o carecer de las habilidades necesarias para tomar decisiones sobre el negocio. Las cláusulas de los contratos que existen entre las partes son intentos de minimizar estos costos de agencia (Berger y Udell, 1998).

Para Bathala et al. (2003) los proveedores de capital enfrentan también problemas de falta de liquidez dado el pequeño número de accionistas y la falta de acceso de la empresa a los mercados de capitales. Los Fondos de Capital de Riesgo tienen cuatro salidas posibles del negocio (Sagari y Guidotti, 1992):

- Compra por parte de los fundadores.
- Adquisición por parte de otra empresa.
- Compra por parte de otros Fondos de Capital de Riesgo.
- Oferta pública inicial.

La compra por parte de los fundadores no suele ser una salida deseada porque vuelve a limitar la diversificación de la riqueza de estos. Por otra parte, no es común que cuenten con el capital necesario para hacerlo. La compra estratégica es un poco más usual, especialmente en mercados poco desarrollados. La compra por parte de otros Fondos de Capital de Riesgo es común cuando la empresa tiene gran potencial de crecimiento y requiere de varias rondas de financiamiento antes de salir a cotizar en el mercado de valores.

De estas cuatro alternativas, la que con mayor frecuencia se utiliza en países con mercados de capitales desarrollados es la oferta pública inicial. También es motivo de las sucesivas rondas de financiamiento. La no existencia de un mercado de valores receptivo a las empresas financiadas por los Fondos de Capital de Riesgo es un obstáculo muy importante para el desarrollo de un mercado de capital privado en Argentina. Por otra parte, el financiamiento con capital privado no goza en Argentina de ningún incentivo fiscal como el que posee la deuda bancaria, al poder deducir los pagos de intereses de la base imponible del impuesto a las ganancias.

4.2. Ventajas de la deuda bancaria y el capital privado

4.2.1 Deuda bancaria

La participación de un acreedor financiero no diluye el control del dueño - gerente. Según Mullineux y Murinde (2001), debido a que los bancos suelen interferir poco si el negocio marcha normalmente, la deuda financiera es una fuente de financiamiento preferida al capital. Considerando lo poco receptivos que son los dueños de PyME a tener que compartir la toma de decisiones, esta característica de la deuda bancaria les resulta muy atractiva. Por otro lado, los incentivos fiscales mencionados en 3.2, como una desventaja del financiamiento con capital privado, favorecen la toma de deuda bancaria.

4.2.2 Capital privado

Hasta aquí se ha mencionado a los FCR como proveedores de capital privado, pero no se han descrito de manera exhaustiva sus características y funciones como intermediario financiero. Barry (1994), al definir «Venture Capital», menciona que la traducción del concepto que se ha hecho al español – Capital de Riesgo – captura una parte importante de la actividad, pero no la idea total. El Venture Capital es más que una inversión de riesgo, también implica tareas gerenciales y de monitoreo de los FCR en las empresas financiadas. Lo interesante de esta idea es que refleja lo que usualmente se entiende por capital de riesgo, una fuente de financiamiento para emprendimientos riesgosos. Asociando riesgoso a tecnológico. Sin embargo, se trata de una mirada superficial, ya que la característica distintiva de estos intermediarios financieros es que tienen la posibilidad de establecer relaciones estrechas con las empresas que financian, disminuyendo los problemas de información asimétrica y los costos de agencia que enfrentan los inversores externos por diferentes medios.

a. Contratos, selección, monitoreo y gerenciamiento

Kaplan y Strömberg (2001) demuestran que los FCR buscan disminuir los problemas de agencia e información asimétrica, a la vez que contribuyen al desarrollo de la empresa, en tres niveles: i) desarrollando contratos que faciliten el alineamiento de los intereses del empresario con los propios; ii) realizando un proceso de selección (screening) detallado antes de la realizar la inversión; y iii) llevando a cabo tareas de monitoreo y asesoramiento.

En el armado de los contratos se considera tanto la distribución de los beneficios como de los derechos de voto y de liquidación de la empresa. Estas cláusulas son más beneficiosas para los empresarios a medida que el desempeño de la empresa mejora (Kaplan y Strömberg, 2001). De esta manera, los FCR tienen mayor seguridad al comienzo de la relación, cuando los problemas de información son mayores, y los empresarios retoman control y potencial de ganancia a medida que son más confiables para los inversores. Las tareas de selección que realizan los Fondos de Capital de Riesgo en las etapas previas a la inversión disminuyen el problema de selección adversa (Fried y Hisrich, 1994). Además, durante el proceso de selección los FCR pueden encontrar información que les permita diseñar un contrato que se adapte a las características de la empresa, así como también conocer sobre las necesidades de monitoreo y asesoramiento que surgirán de la relación (Kaplan y Strömberg, 2001).

Los Fondos de Capital de Riesgo son un tipo de intermediario financiero que se especializa en empresas manejadas por emprendedores. Además de las tareas de monitoreo, los FCR desempeñan otras importantes funciones como la profesionalización de la empresa (Hellmann y Puri, 2000). Admati y Pfleiderer (1994) destacan la importancia de esta característica, al sostener que si el capital necesario para llevar a cabo un proyecto es provisto por un inversor externo pero la decisión de abandonar o continuar la toma el empresario

habrá sobre-inversión debido a que este último obtendrá los beneficios en caso de tratarse de un proyecto exitoso y no tendrá ningún costo si no lo es. Es posible que el problema de sobre-inversión se solucione si el capital lo proporciona un inversor interno que establezca lazos estrechos con la empresa, tenga acceso a la información privada y se involucre en la toma de decisiones sobre la continuación o liquidación del proyecto. Para Brewer et al. (1996), al involucrarse en el gerenciamiento de las empresas que financian, los FCR están en mejores condiciones que otro tipo de intermediarios de resolver problemas de riesgo ético. Admati y Pfleiderer (1994), en la misma línea, desarrollan un modelo de contratos financieros en una serie de decisiones de inversión y muestran como los conflictos de interés y problemas de información asimétrica pueden ser resueltos por un inversor interno. Este inversor interno no sólo provee financiamiento, sino que también lleva tareas de monitoreo y está bien informado sobre las perspectivas del negocio. Definen al inversor interno como un fondo de capital de riesgo que posee la misma información que el empresario sobre el proyecto. Es decir, que no existe información asimétrica entre ambos.

Pero no solamente tiene efecto sobre los problemas de información la labor gerencial de los FCR. Schertler (2002) sostiene que una de las condiciones para que se produzca este tipo de financiamiento es que los FCR puedan con su asesoramiento agregar un valor a las empresas que los dueños por su cuenta no podrían. Lerner (1995), por su parte, encontró que la participación de los FCR en los directorios aumenta en el momento de cambios gerenciales, sugiriendo que esto se debe a que poseen flexibilidad para monitorear a las empresas cuando es más necesario.

b. Reputación

Los Fondos de Capital de Riesgo, en países donde la industria se ha desarrollado, brindan reputación a las empresas en las que invierten tanto frente a clientes y proveedores, como frente a potenciales inversores. Esto último, especialmente, se debe a que los Fondos de Capital de Riesgo acuden en reiteradas oportunidades al mercado de capitales para hacer oferta pública de las diferentes empresas que poseen en su cartera (Gilson y Black, 1999). Debido a que la empresa que desea hacer oferta pública de sus acciones lo hará en una sola oportunidad, la ventaja que podría obtener falseando información es muy grande. Haciendo que los inversores externos no tengan suficiente seguridad sobre la fiabilidad de la información revelada.

En estos casos, la existencia de una tercera parte que certifique la calidad de la información de la empresa emisora brinda a los inversores externos mayor seguridad acerca de la calidad de la información. Para que la certificación sea creíble se deben cumplir tres condiciones: i) que el agente certificador ponga en juego su propia reputación (reputational capital), que perdería en caso de falsear información; ii) el capital comprometido (reputational capital) debe ser superior a la ganancia que podría obtener por falsear información en una transacción; y iii) debe ser costoso para la empresa obtener los servicios del certificador (Megginson y Weiss, 1991).

Una característica saliente de las finanzas de las PyME es la opacidad informativa, que les impide dar cuenta de su calidad de manera creíble y dificulta la creación de una buena reputación (Berger y Udell, 1998). Es por este motivo que esta función de los FCR es especialmente valiosa para este tipo de empresas.

c. Economías de escala y alcance

Además de las actividades mencionadas, el valor agregado de los FCR reside en que operan en un mercado con información imperfecta, colectando información a un costo inferior al de los inversores individuales por tres motivos:

- economías de escala, obtenidas por recolectar la misma información que obtendrían todos los inversores que aportan al fondo. Aún cuando se suponga que los costos de conseguir la información son los mismos para los intermediarios y los inversores, los primeros tienen la posibilidad de volver a usar la información con distintos clientes (inversores), logrando economías de escala (Chan, 1983);
- economías de alcance, dado que pueden invertir en diferentes empresas o emprendimientos para los cuales se nutre de una red de contactos; y
- posibilidad de volver a utilizar la misma información para diferentes empresas de la misma industria (Fried y Hisrich, 1994). En cuanto al último aspecto, Garmaise (1997) argumenta que el capital de riesgo

puede sustituir a la deuda en caso que los capitalistas tengan mejor información sobre el negocio que los dueños, sugiriendo una reversión en el orden de jerarquía de las fuentes de financiamiento.

d. No exigibilidad de los costos financieros

A diferencia de los de la deuda bancaria, los costos financieros de los aportes de capital no son exigibles. Para empresas con problemas de liquidez esta característica es muy deseable. Sin embargo, aunque los costos no sean exigibles, están incluidos en la valuación de la empresa que se realiza para determinar la porción de participación accionaria que obtiene el FCR. En caso que la empresa se muy riesgosa, el valor actual de los futuros flujos de fondos será pequeño y la participación de la inversión del FCR será mayor .

Otra ventaja de los FCR es que pueden enfrentar los mayores riesgos de invertir en pequeñas y medianas empresas recibiendo como compensación ganancias no limitadas, como es el caso de los intereses de deuda. Un inversor privado puede aceptar no recibir dividendos durante su permanencia como accionista si esto contribuye al crecimiento de la empresa y le permite recibir con la venta de su participación accionaria un monto que satisfaga su retorno requerido.

e. Inversión en sucesivas etapas

La inversión en sucesivas etapas también es un mecanismo que permite disminuir el problema de información asimétrica, debido a que el aporte de una pequeña suma de dinero inicial le da al fondo de capital de riesgo la opción de abandonar el proyecto en caso que la nueva información indique que se trata de una mala inversión. Por otra parte, la aceptación de esta condición por parte del empresario es una señal de confianza en su empresa (Barry, 1994).

Para Ketterer (2001), esta estrategia de capitalización en varias rondas privadas en las que participen Fondos de Capital de Riesgo y una posterior apertura pública del capital es la mejor solución para el problema del endeudamiento de las empresas en los mercados emergentes dado su tamaño.

En resumen, los Fondos de Capital de Riesgo como intermediarios aportan beneficios tanto del lado de la oferta como del lado de la demanda (Fried y Hisrich, 1994). Por un lado reducen los costos totales de búsqueda y análisis de la información sobre las empresas, haciéndolo de manera más eficiente que los inversores individuales. En esto no se diferencian de otros intermediarios financieros. Pero, por otro lado, se relacionan de manera directa con los empresarios y aportan no solamente capital, sino también conocimientos gerenciales y redes de contactos que contribuyen al desarrollo de la empresa o proyecto y aumentan la probabilidad de cumplir con los resultados esperados.

4.2.3 Conclusión

En esta sección, por un lado, se han señalado las ventajas que poseen los Fondos de Capital de Riesgo para resolver los problemas de agencia e información asimétrica. Sin embargo, cuando se habla de capital de riesgo en la literatura tradicional, usualmente se hace referencia a empresas en sectores relacionados con la tecnología. En países en desarrollo puede resultar difícil encontrar una serie de emprendimientos de alta tecnología que posean gran potencial de crecimiento. Pero, la innovación que caracteriza a la actividad emprendedora no solamente es aquella derivada de la invención tecnológica. Puede provenir de la aplicación de tecnologías existentes o de una nueva forma de hacer negocios (Amit et al., 1990).

Brewer et al. (1996), al considerar el tipo de empresas que mayores beneficios obtiene del financiamiento con capital mencionan las siguientes características:

- Mayor volatilidad en sus flujos de fondos, por el riesgo de quiebra.
- Mayores oportunidades de crecimiento.
- Actividades más difíciles de monitorear.

Si bien se trata de propiedades de las empresas de base tecnológica, también corresponden a las PyME según lo descrito en 2.1.

En economías con sectores industriales atomizados y limitado desarrollo tecnológico existen oportunidades de crecimiento que podrían ser aprovechadas por empresarios y por los Fondos de Capital de Riesgo. Para Sagari y Guidotti (1992), el capital de riesgo podría crecer en sectores de baja tecnología y en el sector de servicios, donde pueden encontrarse ventajas competitivas derivadas de sistemas de distribución o estrategias comerciales innovadoras. Esta visión es compartida por Allen y Song (2002) y Scheela y Chua (2003). También puede resultar ideal para financiar a empresas dinámicas basadas en trabajo artesanal para que puedan acceder a nuevas tecnologías o a empresas con perfil exportador. Estas empresas tienen flujos de fondos insuficientes para cumplir con obligaciones con acreedores financieros, la información sobre sus operaciones y proyecciones es costosa o imposible de conseguir y el nivel de capitalización es muy bajo. Todas estas características generan problemas de riesgo ético que pueden ser mejor controlados por un inversor externo y no por los acreedores (Sagari y Guidotti, 1992).

Por otro lado, también se ha destacado la falta de incentivos para el desarrollo de este tipo de financiamiento. En el resto del trabajo se mostrará la manera en que las iniciativas privadas y los incentivos por parte del Estado pueden contribuir a generar condiciones para resolver los problemas de financiamiento de las PyME con potencial de crecimiento a través del capital privado.

En el Cuadro 4 se resumen las características del financiamiento con deuda bancaria y con capital privado señaladas hasta aquí. En la Columna A se muestran las consecuencias observadas de los problemas de financiamiento con deuda bancaria y capital privado, que son las que motivan este trabajo. En la Columna B se señalan las causas de estos problemas de financiamiento, separadas según si están relacionadas con características de las PyME, el tipo de instrumento o el intermediario que provee el financiamiento. En la Columna C se exponen las características de los instrumentos e intermediarios que resultan ventajosas para el financiamiento de las PyME con potencial de crecimiento.

Cuadro 4. Financiamiento de las PyME con deuda bancaria y capital privado

	Problemas de financiamiento				Ventajas (C)	
	Consecuencias observadas (A)	Causas (B)				
		PyME	Instrumento	Intermediario	Instrumento	Intermediario
Deuda bancaria	<ul style="list-style-type: none"> - Alto costo financiero - Corto plazo - Racionamiento - Límite al crecimiento 	<ul style="list-style-type: none"> - Calidad crediticia - Garantías - Informalidad 	<ul style="list-style-type: none"> - Exigibilidad 	<ul style="list-style-type: none"> - Costos de transacción - Riesgo ético - Selección adversa - Ganancia limitada 	<ul style="list-style-type: none"> - No se diluye el control 	<ul style="list-style-type: none"> - Incentivos fiscales
Capital privado	<ul style="list-style-type: none"> - Existencia limitada 	<ul style="list-style-type: none"> - Informalidad 	<ul style="list-style-type: none"> - Dilución o pérdida del control 	<ul style="list-style-type: none"> - Falta de un mercado para deshacerse de la inversión - Falta de incentivos fiscales - Selección adversa 	<ul style="list-style-type: none"> - Costo financiero no exigible 	<ul style="list-style-type: none"> - Aporte gerencial - No hay límite al crecimiento - Ganancia ilimitada - Reputación

Fuente: Elaboración propia.

5. Desarrollo de la industria de Capital de Riesgo

El desarrollo de la industria de capital de riesgo ha ocurrido de manera diferente en cada país, pero en todos los casos se combinaron esfuerzos públicos y privados. En la literatura que estudia esta industria se analizan las intervenciones de ambos tipos de actores, su contribución al desarrollo y las condiciones pasadas y actuales del sector, así como también las perspectivas futuras.

En esta sección, en primer lugar, se realiza una revisión de los aspectos más importantes a considerar para el desarrollo de la industria de capital de riesgo. En segundo lugar, se presenta una metodología de análisis de la evolución del sector. Finalmente, se exponen datos sobre la inversión en capital de riesgo en distintos países y la distribución de los fondos de acuerdo con la intensidad tecnológica y la etapa de la vida de las empresas financiadas. El contenido de la sección resultará útil para identificar similitudes y diferencias con la situación argentina para poder, en la última sección, realizar recomendaciones para el desenvolvimiento de la industria de capital de riesgo.

5.1. Condiciones para el desarrollo de la industria de Capital de Riesgo

Para analizar los factores que contribuyen al desarrollo de este tipo de financiamiento se tomará como base la metodología empleada por la OECD al evaluar las condiciones de la industria de capital de riesgo en sus países miembro. Estos estudios se enfocan en cinco atributos: i) Programas de financiamiento con capital; ii) Incentivos fiscales; iii) Regulaciones sobre inversión; iv) Creación de redes de ángeles inversores; y v) Creación de segundos mercados de valores (Baygan, 2003 a). Los tres primeros están directamente relacionados con la participación del Estado en el desarrollo de la industria. En los dos últimos es la iniciativa privada el factor más importante.

5.1.1 El rol del Estado

a. Programas de financiamiento con capital

El objetivo de esta intervención es cerrar la brecha durante el inicio del proceso de creación del mercado de capital de riesgo. El aporte puede ser a través de FCR financiados y manejados enteramente por el Estado. Estos fondos suelen tener problemas para llevar adelante sus tareas, ya que los funcionarios no necesariamente tienen las habilidades requeridas para brindar asesoramiento ni poseen incentivos para monitorear a las empresas financiadas. Para resolver estos problemas pueden estructurarse FCR financiados por el Estado y administrados por profesionales ajenos a la función pública. Una forma alternativa de participación estatal es la conformación de Fondos de Capital de Riesgo de estructura mixta (Sagari y Guidotti, 1992).

Esta última es la forma que se utilizó en Estados Unidos, con los Small Business Investment Companies (SBIC) y en Israel, con el programa Yozma (Gompers y Lerner, 1999; Avnimelech y Morris, 2002; Avnimelech et al., 2004).

Una diferencia entre los procesos de desarrollo de las industrias de capital de riesgo en Estados Unidos e Israel es que el primero estuvo principalmente guiado por los privados, mientras que en el segundo el impacto del programa estatal Yozma fue decisivo para el establecimiento de los Fondos de Capital de Riesgo (Avnimelech et al., 2004).

Por otra parte, si las condiciones bajo las que se estructuran estos fondos limitan excesivamente las pérdidas y el potencial de ganancia de los privados, como fue el caso de los WFG en Alemania, el objetivo de cerrar la brecha inicial no será cumplido y no se logrará el desarrollo del mercado de capital de riesgo (Gilson, 2002).

b. Incentivos fiscales

Los incentivos fiscales tienen por objetivo dar una compensación a los inversores por colocar capital en emprendimientos riesgosos. Así como la deducibilidad del pago de intereses de la deuda opera como

mecanismo para aumentar el uso de este instrumento (ver Sección 4.1), es posible generar incentivos al financiamiento con capital de acuerdo con las características del instrumento.

Hay diferentes formas de implementar estos incentivos:

- **A los inversores en Fondos de Capital de Riesgo. Al inicio.**

Se puede permitir la deducción de los aportes realizados a los FCR de la base imponible del impuesto a las ganancias de los inversores (Sagari y Guidotti, 1992). Este tipo de incentivos tiene como principal ventaja que los inversores perciben el beneficio de forma inmediata. Sin embargo, puede generar conductas que solamente busquen el ahorro de impuestos y no el desarrollo de los FCR (Carullo, 2003).

Este tipo de incentivos existe en el Reino Unido y Taiwán (Lagua, 1999; Kenney et al., 2002). En 2003 se llevó a cabo una reforma impositiva en Australia para incentivar el crecimiento del capital de riesgo, eximiendo del pago del impuesto a las ganancias a los inversores extranjeros de Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia y Canadá (Invest Australia, 2003).

- **A los inversores en Fondos de Capital de Riesgo. Al final.**

Se puede eximir del impuesto a las ganancias a los individuos y corporaciones que mantengan su capital invertido por determinado tiempo. De esta manera se incentiva la reinversión de fondos tanto en los FCR como en las empresas financiadas.

En Taiwán están exentas en el año en que se producen el 80% de las ganancias obtenidas por la inversión en los FCR, otorgando un año de gracia. También se permite la deducción total de las ganancias obtenidas y reinvertidas en los FCR (Kenney et al., 2002).

- **A los FCR, sobre los dividendos recibidos**

La desgravación de los dividendos recibidos de las empresas en las que invierten, implementado en España en 1999 brinda la posibilidad a los fondos de emplear esos dividendos en nuevas inversiones (Tejada, 2003; Sagari y Guidotti, 1992).

c. Regulaciones sobre inversión

Una de las trabas al desarrollo de la industria de capital de riesgo en Estados Unidos en 1974 fue la limitación a la inversión por parte de los fondos de pensión en FCR (Christofidis y Debande, 2001). Remover, total o parcialmente, las trabas a la participación de inversores institucionales en los Fondos de Capital de Riesgo aumenta considerablemente el monto de dinero que estos últimos pueden utilizar en el financiamiento de empresas con alto potencial de crecimiento.

Las limitaciones a la creación de instrumentos financieros usualmente empleados por los FCR, como por ejemplo stock options para alinear los intereses de los dueños – gerentes con los del resto de los accionistas, elimina los elementos con los que este tipo de agentes solucionan los problemas de información asimétrica.

Algo similar ocurre con los derechos de los inversores minoritarios. Al no haber un marco legal que los proteja, los inversores solamente están dispuestos a financiar empresas en las que pueden tener control. Esto conlleva dos problemas. Por un lado, dado que los empresarios PyME tienen una preferencia acentuada por el control, esto excluye del financiamiento con capital de riesgo a muchas empresas. Por otro lado, disminuye la posibilidad de diversificar la inversión de los FCR.

d. Creación de redes de ángeles inversores

Si bien la participación del Estado es limitada en este aspecto, hay cuestiones relacionadas en las que puede tener un fuerte impacto. Una de ellas es el armado de programas de capacitación para las PyME, donde se exponga a los empresarios los beneficios de participar de este tipo de programas y los prepare para cumplir con los requisitos de información de los ángeles inversores y Fondos de Capital de Riesgo.

5.1.2 El rol de los privados

Como se mencionó más arriba, las instituciones privadas tienen dos campos en los que pueden actuar para desarrollar la industria de capital de riesgo.

a. Creación de redes de ángeles inversores

Este título responde a la clasificación de la OECD, sin embargo es posible considerar algunos aspectos adicionales. Las redes de ángeles inversores son importantes como una manera de formalizar el contacto más directo que pueden tener los empresarios PyME con fuentes de financiación con capital.

Por otro lado, la creación de redes conjuntas de ángeles inversores y Fondos de Capital de Riesgo puede generar un efecto aprendizaje y brindar la posibilidad de co-invertir en empresas para eliminar parte del riesgo de la actividad.

b. Segundos mercados de valores

Una parte de la literatura sobre problemas de acceso al financiamiento de las PyME, sugiere que los segundos mercados de valores o mercados para pequeñas y medianas empresas pueden contribuir a la solución de esta falla. Schulman (1999) señala que un segundo mercado de capitales posee múltiples objetivos:

- Proveer un terreno que promueva el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas hasta que puedan cotizar en el mercado tradicional.
- Brindar a los individuos e instituciones la posibilidad de invertir en la economía local.
- Brindar a los dueños la posibilidad de transformar en dinero parte o toda su participación de las empresas.

Schulman no menciona el atractivo que la creación de un mercado de valores para PyME tiene para los Fondos de Capital de Riesgo. Sin embargo, diferentes autores señalan que el desarrollo del financiamiento con capital privado se verá favorecido en países en los que los proveedores de capital tengan una opción para salir de la inversión en el mediano plazo, haciendo oferta pública de sus acciones en mercados de valores receptivos para las PyME (Sagari y Guidotti, 1992; Mullineux y Murinde, 2001). Debido a los altos costos que deben afrontar las empresas más pequeñas para hacer oferta pública de sus valores, se han creado mercados especialmente diseñados para estas empresas, que brindan la oportunidad de salir de la inversión a los Fondos de Capital de Riesgo. Se espera que estas empresas accedan a los mercados principales después de un tiempo (Mullineux y Murinde, 2001).

A continuación se exponen los motivos por los que es deseable una interrelación entre los mercados de capital privado y público en el ciclo de crecimiento financiero de las PyME.

Chemmanur y Fulgheri (1999) analizan la decisión que puede hacer un empresario entre la colocación pública o privada del capital de su empresa. Para los autores esta decisión depende de la relación entre el poder de negociación y la diversificación de los inversores en cada uno de los mercados; y los costos en que deban incurrir para adquirir información sobre la empresa. En el mercado de capitales la empresa vende acciones a gran cantidad de inversores que tienen una participación individual pequeña en el capital total de la empresa, están completamente diversificados y solamente invierten una porción reducida de su riqueza. Una colocación privada, por el contrario, es una transacción en la que una pequeña cantidad de inversores negocian en forma directa con la empresa y adquieren una porción importante del capital, aportando una parte importante de su propia riqueza. En el mismo sentido, Michelacci y Suarez (2002), plantean una diferencia entre las tasas de descuento empleadas por los empresarios y Fondos de Capital de Riesgo y aquellas utilizadas por los inversores en el mercado de valores. La diferencia entre ambas tasas se debe a que al hacer oferta pública, las acciones de la empresa quedarán en manos de inversores que poseen una cartera diversificada y no están sometidos a la falta de liquidez característica de los activos privados. Las menores tasas que requieren los inversores en el mercado de capitales tienen un efecto sobre los precios que están dispuestos a pagar por las empresas que hacen oferta pública. Para los FCR, esto significa cerrar el ciclo de financiamiento de la PyME, habiendo obtenido un beneficio que compense por los riesgos asumidos durante el proceso.

Ahora se puede ver como el ciclo de crecimiento financiero se completa. El financiamiento privado, a través de un fondo de capital de riesgo, brinda el beneficio de tener un pequeño número de inversores que monitorea desde cerca las operaciones de la empresa. Debido a que las empresas jóvenes enfrentan mayores costos para acceder al mercado de capitales, una alternativa viable es la de establecer fuertes lazos con un monitor hasta que sus ganancias potenciales sean más claras y los problemas de información disminuyan. De esta manera, los monitores aportan capital, experiencia y reputación para garantizar que las empresas cumplan sus compromisos (Michelacci y Suarez, 2002). Sin embargo, a medida que la empresa crece, estos inversores esperan recibir una compensación por la falta de liquidez y diversificación a la que se exponen. En el momento en que estas desventajas sobrepasan a los beneficios, según Ritter (1998), es óptimo para la empresa hacer oferta pública de sus acciones.

Michelacci y Suarez (2002) sostienen que el mercado de capitales facilita el reciclaje del capital informado (Fondos de Capital de Riesgo), creando una complementación entre dos fuentes de financiamiento que son tratadas como sustitutos. De esta manera se crea un círculo virtuoso en el que las empresas más maduras pueden acceder al mercado de valores, liberando montos de capital informado que serán empleados para financiar el nacimiento y la expansión de nuevas empresas.

La iniciación de este proceso no es sencilla, dado que para la creación de un mercado de capitales exclusivo y separado del principal tiene que haber algún tipo de señal sobre futuras ventas de empresas financiadas por los FCR. Gilson y Black (1999) marcan esta dependencia mutua entre el segundo mercado de capitales y el mercado de capital de riesgo mencionando la situación en Alemania.

Otro atractivo que posee un mercado de capitales receptivo es que permite a los empresarios recuperar el control de sus negocios, ya que la venta de la participación del FCR se distribuirá en un grupo atomizado de inversores. La oportunidad que tiene el empresario de retomar el control al hacerse la oferta pública le brinda un incentivo adicional a los puramente financieros. Si esta posibilidad no existe y solamente se puede hacer la venta a un comprador estratégico, el empresario perderá toda posibilidad de retomar el control (Gilson y Black, 1999). Esta característica es sumamente importante si se considera el interés que demuestran los dueños de pequeñas y medianas empresas por tener control sobre el negocio. De esta manera, el financiamiento con un FCR se convierte en una situación temporaria que brinda a la empresa la posibilidad de obtener un crecimiento que no hubiera alcanzado de otra manera.

Una vez en marcha este proceso puede generar externalidades positivas sobre la liquidez. Estas externalidades pueden ocurrir porque la existencia de otras empresas similares que coticen: i) le brinde a los inversores un mecanismo para eliminar el riesgo idiosincrásico; ii) permita el uso de mecanismos de control para los gerentes; y iii) permita a los intermediarios involucrados en las ofertas públicas obtener economías de escala y experiencia en la recopilación de información y establecimiento del precio de la oferta (Michelacci y Suarez, 2002).

Subrahmanyam y Titman (1999) muestran que la liquidez y la información generada en un mercado de valores dependen de la cantidad de empresas cotizadas. Cuando el número de empresas cotizadas es bajo, la información es menos precisa y el beneficio de hacer oferta pública es menor. Por este motivo, la decisión de una empresa de hacer oferta pública o recibir financiamiento privado depende del tamaño del mercado de valores. Por estos motivos, para el desarrollo de los mercados de capitales de economías emergentes es necesario reducir los costos de transacción y hacer que la información sobre las empresas cotizadas sea más fácil de acceder. De esta manera, con un acceso más fluido de inversores, se pueden generar incentivos para que mayor cantidad de empresas tomen la decisión de hacer oferta pública, aumentando la liquidez del mercado y su eficiencia en la valoración de las empresas. Esto, a su vez, llevaría a más empresas a tomar la misma decisión.

En el Cuadro 5 puede verse la evolución de los Segundos Mercados de Valores en los países de la OECD. Además del NASDAQ, se destacan los segundos mercados de Canadá, Corea del Sur y el Reino Unido. Lo demás mercados no han tenido el mismo crecimiento, aunque por tratarse de estructuras de creación reciente no se puede concluir que no han cumplido su cometido.

Cuadro 5. Segundos Mercados de Valores en países de la OECD (2003)

País (Mercado)	Inicio	Número de empresas				Capitalización (%PBI)			
		1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
Suecia (O-List)	1988	150	228	240	235	28,3	24,0	23,3	18,5
Estados Unidos (NASDAQ)	1971	4829	4734	4109	3725	56,5	36,9	28,9	16,5
Canadá (Venture Exchange)	1999	2358	2598	2688	2504	1,7	10,2	12,7	9,7
Corea de Sur (KOSDAQ)	1996	453	604	721	843	22,0	5,6	9,5	5,0
Noruega (SMB List)	1992	78	77	79	79	4,2	1,8	1,5	1,2
Reino Unido (AIM)	1995	347	524	629	704	1,5	1,6	1,2	1,0
Irlanda (ITEQ)	2000	-	7	8	8	-	3,6	1,7	0,7
Italia (Nuovo Mercato)	1999	6	40	45	45	0,6	2,2	1,2	0,6
Alemania (Neuer Markt) ⁽¹⁾	1997	201	338	326	240	5,7	6,0	2,4	0,5
Francia (Nouveau marché)	1996	111	158	164	154	1,1	1,7	1,0	0,5
Suiza (SWX New Market)	1999	6	17	15	9	-	3,0	0,9	0,2
Finlandia (NM List)	1999	-	17	16	15	-	0,7	0,3	0,2
Dinamarca (Dansk AMP)	2000	3	3	4	7	0,1	0,1	0,1	0,1
España (Nuevo Mercado)	2000	-	12	-	14	-	3,4	-	-
Japón (Mothers in Tokyo)	1999	2	29	-	-	0,2	0,1	-	-
Japón (Hercules in Osaka)	2000	-	-	32	-	-	-	0,3	-
Países Bajos (EURO.NM)	1997	13	15	-	-	0,3	0,2	-	-
Bélgica (EURO.NM)	1997	13	16	-	-	0,2	0,2	-	-
Europa (EASDAQ)	1996	56	62	-	-	-	-	-	-
NASDAQ Europe	2001	-	-	49	43	-	-	-	-
Austria (Growth Market)	1999	2	2	-	-	0,01	0,01	-	-

⁽¹⁾ Discontinuado

Fuente: Elaboración propia en base a Baygan (2003 b), compilado por OECD.

5.2. Un proceso evolutivo

Hasta aquí se han señalado las condiciones necesarias para lograr que el capital de riesgo llegue a las pequeñas y medianas empresas con potencial de crecimiento. También se ha mencionado que una cuestión difícil de resolver es la necesidad de aparición simultánea de diferentes factores necesarios para el desenvolvimiento de la industria. En este sentido, y a partir de una comparación entre los ciclos de desarrollo de la industria de capital de riesgo en Estados Unidos e Israel, Avnimelech et al. (2004) encontraron etapas comunes a ambos procesos.

Condiciones que fomentan el surgimiento: en los casos estudiados se relaciona con avances tecnológicos que generaron la necesidad de una forma diferente de financiamiento. Sin embargo, también mencionan que la preocupación por el escaso financiamiento de las PyME en sectores tradicionales puede operar como un factor desencadenante de la industria.

Pre-surgimiento: etapa en que se producen los primeros financiamientos de este tipo y comienza a verse la viabilidad y los beneficios de la operatoria. No existe una estructura formal definida, pero los FCR comienzan a mostrarse como una alternativa a los demás intermediarios financieros.

Surgimiento: es el momento en que la industria de capital de riesgo toma forma, comienza a crecer sostenidamente y se evalúan distintas formas organizacionales. Es aquí cuando el apoyo estatal puede jugar un importante papel. Por otra parte, en esta etapa se generan incentivos para que comiencen a desarrollarse servicios profesionales especializados, como estudios contables y de abogados.

Crisis: período en que la industria se depura después del crecimiento experimentado en la etapa anterior y se prepara para la consolidación.

Consolidación: aquellos FCR que pasan la etapa anterior se consolidan junto con la industria.

Por otra parte, Avnimelech y Morris (2002) distinguen dos clases de desarrollo en el nacimiento de la industria de capital de riesgo, de acuerdo con los patrones de rentabilidad de los FCR y el impacto social de sus actividades. La primera de ellas (Clase A), observada en Israel, donde los fondos precursores son rentables y contribuyen al crecimiento futuro de la industria por medio de externalidades positivas, reputación y armado de redes. La segunda clase (Clase B), es aquella en que los FCR no son rentables pero generan condiciones para el desarrollo de la industria. Esta segunda clase, dentro de la que se encuentran los países en desarrollo, es la que requiere para su crecimiento de mayor apoyo estatal.

El conocimiento de la etapa en que se encuentra y la identificación de la clase la industria de capital de riesgo de un país es clave para, a partir de las experiencias de los países que tienen una industria madura, tomar decisiones desde el sector público y privado que contribuyan a solucionar los problemas inherentes y así lograr el desenvolvimiento de la industria. Este marco es el que se utilizará en la sección 6 para el caso argentino.

5.3. Captación y canalización de la Inversión de los FCR

En el Cuadro 6 puede verse el nivel de inversión recibida por los Fondos de Capital de Riesgo en países de Europa, Asia, Oceanía y América (Estados Unidos) en el año 2000 en relación con el Producto Bruto Interno.

Los países en los que los Fondos de Capital de Riesgo reciben más capital en relación con el PBI son aquellos que tienen mayor orientación hacia industrias de base tecnológica y/o sistemas financieros basados principalmente en el mercado de capitales. Entre los primeros se destacan Israel, Singapur, Hong Kong y Suecia. Mientras que el Reino Unido se encuentra en el segundo caso. Estados Unidos conjuga las dos características.

Cuadro 6. Fondos captados por los FCR en relación al PBI (2000)

País	Fondos captados / PBI
América	0,94%
Estados Unidos	0,94%
Asia y Oceanía	0,67%
Australia	0,28%
China	0,19%
Corea del Sur	0,43%
Filipinas	0,12%
Hong Kong	1,94%
India	0,26%
Israel	3,41%
Japón	0,10%
Malasia	0,19%
Nueva Zelanda	0,30%
Pakistán	0,01%
Singapur	1,98%
Sri Lanka	0,04%
Taiwán	0,52%
Tailandia	0,25%
Europa	0,41%
Alemania	0,30%
Austria	0,11%
Bélgica	0,26%

Dinamarca	0,40%
España	0,32%
Finlandia	0,42%
Francia	0,44%
Grecia	0,25%
Irlanda	0,19%
Italia	0,24%
Noruega	0,23%
Países Bajos	0,67%
Portugal	0,08%
Reino Unido	1,12%
Suecia	1,27%
Suiza	0,25%

Fuente: Elaboración propia en base a Allen y Song (2002)

En el Cuadro 7 se muestran, para los mismos países, los destinos que los FCR eligieron para invertir el capital recibido, de acuerdo con el tipo de industria y con la etapa de desarrollo de las empresas financiadas. Aquí se destaca una característica muy importante para los propósitos de este trabajo, y es que en 20 de los 33 países relevados los Fondos de Capital de Riesgo invierten al menos la mitad del capital en empresas tradicionales (no tecnológicas). Este sesgo es más notable en Europa y en los países menos desarrollados de Asia.

Cuadro 7. Inversiones de Capital de Riesgo por Etapa e Industria (2000)

País	Tipo de Industria (Tecnología)			Etapa		
	Alta	Media	No Tecnológica	Temprana	Expansión	Madurez
América	85%	7%	8%	23%	54%	23%
Estados Unidos	85%	7%	8%	23%	54%	23%
Asia y Oceanía	42%	5%	53%	33%	45%	22%
Australia	26%	7%	67%	16%	53%	31%
China	30%	7%	63%	43%	43%	14%
Corea del Sur	41%	1%	57%	28%	38%	34%
Filipinas	44%	0%	56%	19%	63%	18%
Hong Kong	37%	6%	57%	26%	35%	39%
India	53%	6%	42%	49%	42%	9%
Indonesia	39%	3%	58%	9%	63%	28%
Israel	66%	9%	25%	51%	36%	13%
Japón	36%	2%	63%	19%	44%	37%
Malasia	47%	3%	50%	30%	48%	22%
Nueva Zelanda	50%	8%	43%	29%	57%	14%
Pakistán	17%	3%	80%	80%	20%	0%
Singapur	53%	9%	38%	30%	44%	26%
Sri Lanka	33%	2%	66%	53%	37%	10%
Tailandia	31%	3%	67%	17%	48%	35%
Taiwán	65%	6%	30%	33%	42%	25%
Europa	37%	9%	54%	24%	43%	33%
Alemania	37%	16%	47%	35%	45%	20%
Austria	43%	8%	49%	37%	54%	9%
Bélgica	47%	9%	43%	47%	46%	7%
Dinamarca	26%	29%	45%	13%	46%	41%
España	29%	6%	65%	18%	51%	32%
Finlandia	39%	17%	44%	35%	29%	36%
Francia	44%	6%	50%	22%	36%	43%
Grecia	60%	0%	40%	5%	57%	39%
Irlanda	81%	6%	13%	50%	45%	5%

Italia	28%	3%	69%	18%	33%	49%
Noruega	43%	5%	53%	35%	63%	2%
Países Bajos	32%	6%	62%	19%	55%	26%
Portugal	34%	1%	66%	17%	57%	26%
Reino Unido	23%	15%	62%	12%	34%	54%
Suecia	19%	8%	73%	10%	15%	76%
Suiza	16%	5%	79%	9%	20%	71%

Fuente: Elaboración propia en base a Allen y Song (2002)

6. Capital de Riesgo en Argentina: condiciones actuales y propuestas

6.1. Desarrollo reciente

El financiamiento con capital privado en Argentina ha tenido sus primeras experiencias durante la década de los 90, a partir de la apertura a la inversión extranjera directa. Baltin y Bell (2001) separan este fenómeno en tres fases: i) privatización de las empresas del Estado, hasta 1994; ii) Private equity dirigido a empresas medianas que necesitaban capital para afrontar el aumento de la competencia, entre 1995 y 1998; y iii) capital de riesgo, entre 1998 y 2000. Esta última fase tuvo como participantes a nuevos FCR, así como también a Fondos de Private Equity (FPE) .

El trabajo más exhaustivo sobre el financiamiento con capital privado en Argentina fue realizado por Pereiro (2000). En base a entrevistas realizadas a 23 FPE y FCR, se encontró que el mayor interés se centraba en los sectores de alimentos, servicios, distribución y logística, comercio minorista y agroindustria.

Por otra parte, el 35% de los fondos brindaba asesoramiento estratégico y se involucraba en el gerenciamiento de las empresas financiadas, el 61% solamente proveía asesoramiento estratégico y el 4% se comportaba como inversor pasivo. Solamente el 13% de los fondos proveía capital por montos menores a \$5 millones. En estos resultados se denota un sesgo hacia empresas de mayor tamaño, propio del financiamiento con Private Equity. Por otra parte, también muestra que los inversores tuvieron menor participación en el gerenciamiento de las empresas financiadas del que se esperaba para el tipo de operaciones en mercados emergentes.

En Argentina, el 60% de los FPE y FCR consultados por Pereiro (2000) consideraba la salida de sus inversiones a través de una oferta pública de acciones. Esta visión de los inversores es similar a la de aquellos en mercados más desarrollados, pero no es compatible con la situación del mercado de valores local.

Las inversiones en empresas pequeñas o emprendimientos estuvieron centradas en proyectos relacionados con el comercio electrónico, emulando lo que ocurría en los mercados más desarrollados (Carullo, 2002; Morrison & Foerter, 2001). La inversión en este tipo de empresas también se diluyó cuando se produjo la depuración del mercado de capital de riesgo, especialmente en Estados Unidos.

6.2. Condiciones para el desarrollo del Capital de Riesgo en Argentina

En esta sección se hace una evaluación de las condiciones de la industria de capital de riesgo en Argentina, siguiendo a Baygan (2003 a) .

a. Programas de financiamiento con capital

En Argentina no existen Fondos de Capital de Riesgo impulsados con aportes públicos.

La creación del Programa de Capital de Riesgo para Empresas del Área de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva (CREAR-CIT) dentro de la Secretaría de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva (SEC-TIP) fue el primer paso del estado para promover este tipo de financiamiento. Entre los objetivos del programa se encuentran (CREAR-CIT, 2003):

- impulsar el desarrollo de la inversión de capital de riesgo en el país,

- estimular el desarrollo de la cultura sobre el capital de riesgo entre emprendedores, inversores, gestores de vinculación y agentes del mercado,
- crear puentes entre emprendedores e inversores privados, orientando la inversión hacia proyectos y empresas de base tecnológica, y
- fomentar la creación de nuevas empresas para explotar resultados de proyectos de I+D financiados por la Agencia Nacional de Promoción Científica y Tecnológica.

Por el lado de los organismos internacionales, en 2001 se creó Inverpymes, un Fondo de Capital de Riesgo integrado por el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Credicoop y el Banco Ciudad de Buenos Aires. Este FCR está dirigido a pequeñas y medianas empresas con potencial de crecimiento. Originalmente contaba con us\$ 20 millones que tenían pensado utilizar para financiar unas 25 empresas. Lamentablemente no hay información sobre el desarrollo y los resultados del fondo.

b. Incentivos fiscales

No existen incentivos fiscales para los FCR o FPE, ni para los aportes iniciales, ni para la reiversión de utilidades (Baltin y Bell, 2001; REDES, 2003).

El programa CREAR-CIT presentó el Proyecto de Ley N° 25.548 para establecer un marco normativo para la creación del Sistema Nacional de Capitales de Riesgo dirigido al desarrollo de Empresas de Base Tecnológica. La ley, sancionada por el Congreso de la Nación, fue vetada en noviembre de 2001 por el Poder Ejecutivo Nacional por la posible duplicación de funciones, superposición de facultades e incremento del gasto público (REDES, 2003).

En febrero de 2003 la SECTIP elevó al Poder Ejecutivo Nacional un Proyecto de Decreto para crear un Programa de Fomento de la Inversión de Capital de Riesgo en Empresas del Área de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva. En el mismo se contempla la creación de Fondos Fiduciarios de Inversión de Capital de Riesgo y que las empresas que realicen aportes a estos podrán solicitar la asignación de un crédito fiscal por el 50% del capital invertido (CREAR-CIT, 2003).

c. Regulaciones sobre inversión

Las Administradoras de Fondos de Pensión y Jubilación y los Fondos Comunes de Inversión en Argentina no pueden involucrarse en inversiones de riesgo (Baltin y Bell, 2001; Carullo, 2002; Morrison & Foerster, 2001), tal como ocurriera en Estados Unidos en 1974.

Creación de redes de ángeles inversores

No existe en Argentina una asociación que reúna a los Fondos de Capital de Riesgo (REDES, 2003).

Una iniciativa interesante en este sentido es Endeavor, una organización sin fines de lucro formada por emprendedores que buscan fomentar la creación de nuevas empresas con potencial de crecimiento a través del establecimiento de redes de emprendedores y potenciales fuentes de financiación.

Endeavor hace una búsqueda y selección de emprendedores a quienes presta asesoramiento y una red de contactos para poder acceder a financiamiento. Entre los emprendimientos seleccionados se encuentran Eki Descuento, Southern Winds, Finca Pilar, Asatej y Quinta Fresca.

d. Creación de segundos mercados de valores

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires reconoció en 1999 tener intenciones de crear un segundo mercado, al mismo tiempo que señaló las limitaciones que encuentra para tal fin (Schulman, 1999):

- Los dueños de las PyME tienen miedo de perder el control de su negocio si la compañía ofrece sus acciones al público.
- Muchas PyME se rehúsan a divulgar sus estados contables y estrategias.
- El sistema tributario favorece el financiamiento a través de deuda.
- Las pequeñas y medianas empresas suelen tener sistemas contables poco desarrollados y les resulta muy costoso actualizarlos.

Mediante la Resolución General N° 362/00, la Comisión Nacional de Valores autorizó la creación de un panel especial para empresas tecnológicas, También se establecen requisitos diferenciales, pero el panel nunca comenzó a operar.

6.3. Propuestas

De acuerdo con el proceso de evolución de la industria de capital de riesgo planteado por Avnimelech et al. (2004), podría decirse que la industria de capital de riesgo en Argentina está atravesando la crisis previa a la consolidación, ya que ha existido cierta actividad de los FCR en la segunda mitad de los 90 y se ha detenido por una supuesta depuración del tipo de empresas que recibía financiamiento y por problemas macroeconómicos. Si esto fuera cierto, sería de esperar que la industria se desarrolle plenamente en los próximos años. Sin embargo, el escaso nivel de actividad desarrollada por los FCR y los resultados obtenidos indican que la industria se encuentra en la etapa de Pre-Surgimiento. Por otra parte, la escasa cantidad de financiamientos exitosos indica que, de acuerdo con la tipificación de Avnimelech y Morris (2002), la industria de capital de riesgo en Argentina es de Clase B.

Estas características indican la necesidad de implementar políticas de promoción por parte del estado para impulsar el desarrollo del capital de riesgo en Argentina. Aquí se señalan dos propuestas que están directamente relacionadas con el objeto de estudio de este trabajo, las PyME con potencial de crecimiento.

a. Incentivos a la inversión

Hay dos aspectos clave al respecto. Por un lado, la necesidad de implementar incentivos fiscales para los aportes que se realicen a los FCR. Para que esto sea posible, además, debe darse una forma legal a los Fondos de Capital de Riesgo según la propuesta de decreto de la CREAR-CIT.

La segunda consideración que debe hacerse está relacionada con las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión. En todos los países en los que se ha desarrollado la industria de capital de riesgo el mayor flujo de inversión provino de este tipo de organizaciones. Tratándose de inversores institucionales con una alta aversión al riesgo por el tipo de fondos que manejan, aunque la experiencia reciente en Argentina no indique esto, podrían establecerse niveles máximos de inversión en los FCR.

b. Definición clara de las empresas objeto del capital de riesgo

Desde el estado no hay políticas claras en relación a la industria y no existe una definición precisa de las condiciones por las cuales es necesario que exista una industria de capital de riesgo desarrollada en Argentina. Por un lado el programa CREAR-CIT hace grandes esfuerzos por mostrar la conveniencia de este tipo de financiamiento para las empresas de base tecnológica, pero al mismo tiempo se desestiman las propuestas que surgen desde el programa para crear un marco legal y generar incentivos para atraer fondos.

Probablemente la mayor limitación de la propuesta que realiza CREAR-CIT se encuentre en la orientación exclusiva hacia empresas de base tecnológica, que proviene de una revisión de las mejores prácticas en países como Israel y de tratarse de una iniciativa que depende de la Secretaría de Ciencia, Tecnología e Innovación Productiva. Esta propuesta no está completamente alineada con las condiciones que deberían impulsar el financiamiento con capital de riesgo en Argentina. Como fuera mencionado a lo largo del trabajo, el impulso de la industria de capital de riesgo debería ser la búsqueda de una alternativa de financiamiento para las PyME con potencial de crecimiento, sin importar si proviene de una innovación tecnológica, de la aplicación de una ya existente o de una idea novedosa sobre la manera de desarrollar un negocio.

Tanto la experiencia de los países de la OECD (Cuadro 7, punto 4.3) como la reciente en Argentina demuestran que buena parte de la inversión de los FCR se dirige a empresas en sectores tradicionales. Si los beneficios por los que pugna CREAR-CIT se limitan a financiamiento para empresas de base tecnológica, se corre el riesgo de excluir a las demás PyME con potencial de crecimiento, objeto del presente trabajo.

En tal sentido, sería preferible que el programa de desarrollo del capital de riesgo dependa de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional, como ocurrió en Estados Unidos con la Small Business Administration (SBA). Esto no significaría eliminar el programa CREAR-CIT, sino mantenerlo para canalizar los resultados de la investigación aplicada a la creación de empresas de base tecnológica.

La extensión del marco de financiamiento con capital de riesgo a empresas en sectores tradicionales tiene una ventaja con respecto al diseño actual. En todo inicio de una industria las tasas de fracaso son elevadas. El capital de riesgo no es ajeno a esta situación. Si todos los FCR se dirigen a empresas de base tecnológica, el riesgo implícito en las operaciones tendrá sumados los componentes de una empresa pequeña y de una nueva tecnología. Si parte de los FCR trabajan en industrias tradicionales en las que existen posibilidades de crecimiento vía consolidación, se puede generar un efecto demostración que atraiga nuevos fondos y empresarios.

Un caso reciente de empresa tradicional con potencial de crecimiento en Argentina es Farmacity, una cadena de farmacias que adoptó el modelo de negocio del sector en Estados Unidos. La empresa, que comenzó con 3 sucursales, posee en 2004 un total de 48 y posee una línea de productos con marca propia. Parte del financiamiento para el crecimiento de la cadena fue aportado por G Partners, un FPE que también se involucra en las etapas iniciales de empresas en el comercio minorista.

7. Conclusiones

A lo largo del trabajo se ha demostrado que los FCR son intermediarios financieros que pueden contribuir a solucionar los problemas de acceso al financiamiento de las PyME con potencial de crecimiento. También se ha brindado evidencia de que este tipo de financiamiento, que se relaciona usualmente con empresas de base tecnológica, se dirige en buena medida a empresas en sectores tradicionales tanto en países desarrollados como en aquellos que se encuentran en desarrollo.

Al hacer una revisión de la evolución reciente del financiamiento con capital privado en Argentina se encontró que está en estado embrionario, tanto por la escasa aceptación por parte de los empresarios a compartir la tenencia de sus negocios, como por la falta de un marco institucional que instrumente e incentive la creación de este tipo de intermediarios. Asimismo, se indicó la presencia de iniciativas privadas que intentan cerrar la brecha de información entre empresarios e inversores (Endeavor), y de fondos creados con el apoyo de organismos internacionales (Inverpymes).

En este contexto se señaló la importancia del apoyo estatal, que existe en Argentina, pero con dos limitaciones: i) falta de coordinación entre el desarrollo del programa CREAR-CIT y las políticas implementadas por el Poder Ejecutivo; y ii) un sesgo hacia empresas de base tecnológica.

Para posibilitar el acceso al financiamiento de las PyME con crecimiento es imprescindible divulgar en el ambiente empresario los beneficios del capital de riesgo y crear condiciones para existan aportes sustanciales de fondos que puedan ser direccionados por intermediarios con capacidades gerenciales que estén en condiciones de resolver los problemas de información asimétrica que enfrentan empresarios e inversores.

8. Referencias Bibliográficas

- Admati, Anat R.; Pfleiderer, Paul. (1994). Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, N° 2. Jun, 1994.
- Akerlof, George A. (1970). The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 84, Issue 3. Aug, 1970.
- Allen, Franklin y Song, Wei-ling (2002). Venture Capital and Corporate Governance. Financial Institutions Center – University of Pennsylvania, Working Paper 03-05.
- Amit, Raphael; Glosten, Lawrence y Muller, Eitan (1990). Entrepreneurial Ability, Venture Investments And Risk Sharing. *Management Science*, Vol 36, N°10. Octubre, 1990.
- Avnimelech, Gil; Kenney, Martin y Teubal, Morris (2004). Building Venture Capital Industries: Understanding the U.S. and Israeli Experiences. School of Business Administration, The Hebrew University.
- Avnimelech, Gil y Teubal, Morris (2002). Venture Capital Policy in Israel: A comparative Analysis & Lessons for other Countries. School of Business Administration, The Hebrew University.
- Axiss (2002). The Australian Venture Capital Industry. Developments and Trends. Axiss Australia.
- Baltin, Matthias y Bell, Phillips (2001). Venture Capital in South America. Unlocking the Potential for Venture Creation in an Emerging Market. Otto Beisheim Graduate School of Management.
- Banco Mundial (2002). Small and Medium-Sized Enterprises in Argentina. A Potential Engine for Economic Growth and Employment. Agosto, 2002.
- Banco Mundial (2000). World Business Environment Survey 2000.
En: <http://info.worldbank.org/governance/wbes/index1.html>
- Barry, Christopher B. (1994). New Directions in Research on Venture Capital Finance. *Financial Management*. Vol. 23, N° 3. Autumn, 1994.
- Bathala, Chenchuramaiah; Bowlin, Oswald D. y Dukes, William P. (2003). Empirical Examination of Sources of Capital and Debt Finance in Small Firms. Academy of Entrepreneurial Finance 2003 Annual Conference.
- Baygan, Günseli (2003 a). Venture Capital Policy Review: United Kingdom. Organisation for Economic Co-operation and Development, Working Paper 2003/1, Enero, 2003.
- Baygan, Günseli (2003 b). Venture Capital Policy Review: Norway. Organisation for Economic Co-operation and Development, Working Paper 2003/17, Diciembre, 2003.
- Bebczuk, Ricardo (2001). Pautas para el diseño de un sistema de garantía estatal de préstamos para pequeñas y medianas empresas. Departamento de Economía, Universidad Nacional de La Plata. Documento de Trabajo N° 36, Noviembre 2001.
- Berger, Allen N. y Udell, Gregory F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*. Volume 22, 1998.
- BID (2002). Acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento. Grupo DFC, Banco Interamericano de Desarrollo. Marzo 2002.
- Brewer, Elijah III; Genay, Hesna; Jackson, William E. III y Worthington, Paula R. (1996). How are small firms financed? Evidence from small business investment companies. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, Nov. 1996.
- Brophy David J. y Shulman, Joel M. (1992). A Finance Perspective on Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Spring 92, Vol. 16, Issue 3.
- Campbell, Tim S. y Kracaw, William A. (1980). Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, Vol. 35, Issue 4. Sep. 1980.
- Carullo, Juan C. (2003). Políticas públicas e instrumentos para el fomento de la industria de Capital de Riesgo (CR): reflexiones en base a la experiencia internacional. Centro REDES.
- Carullo, Juan C. (2002). El Capital de Riesgo en la Argentina: Surgimiento, Crisis, Experiencias y Propuestas. Universidad Nacional de Quilmes – Instituto de Estudios Sociales de la Ciencia y la Tecnología.
- Chan, Yuk-Shee (1983). On the positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. *The Journal of Finance*, Vol. 38, Issue 5. Dec. 1991.
- Chemmanur, Thomas; Fulghieri Paolo (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, 1999.
- Christofidis, Constantin y Debande, Olivier (2001). Financing Innovative Firms Through Venture Capital. European Investment Bank, Febrero 2001.
- CREAR-CIT (2003). Proyecto de Decreto; Inversión de Capital de Riesgo en Empresas de CTIP. Boletín N° 2, Año 1, Abril, 2003.

- Diamond, Douglas W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, Vol. 51, Issue 3. Jul. 1984.
- Diamond, Douglas W. (1996). Financial Intermediation as2 Delegated Monitoring: A Simple Example. *Economic Quarterly*, Vol. 82/3, Summer 1996. Federal Reserve Bank of Richmond.
- ECI Ebony Consulting International (2002). Private Equity and Capitalisation of SMMEs in South Africa: Quo Vadis? Working paper No. 34, International Labour Organisation.
- Escudé, Guillermo J.; Burdisso, Tamara; Catena, Marcelo; D'Amato, Laura; McCandless, George y Murphy, Tomás E. (2001). Las MIPYMES y el mercado de crédito en la Argentina. Banco Central de la República Argentina. Documento de trabajo N° 15. Julio, 2001.
- FIEL (1996). Las pequeñas y medianas empresas en la Argentina. Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas, Buenos Aires.
- Fried, Vance H. y Hisrich, Robert D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*. Vol. 23, N° 3. Autumn, 1994.
- Gatto, Francisco (1999). Desafíos competitivos del Mercosur a las pequeñas y medianas empresas industriales. *Revista de la CEPAL*, N° 68. Agosto 1999.
- Gentry, William M., and R. Glenn Hubbard (2000). Entrepreneurship and Household Saving. NBER Working Paper #7894. En: <http://www.nber.org/papers/w7894>
- Gilson, Ronald J. (2002). Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. John M. Olin Program in Law and Economics - Stanford Law School, Working Paper N°248.
- Gilson, Ronald J. y Black, Bernard (1999). Does Venture Capital Require an Active Stock Market? The Center for Law and Economic Studies - Columbia Law School, Working Paper N°166.
- Glen, Jack (1999). Philippines: H&Q Venture Capital Funds. Results on the Ground N° 3, International Finance Corporation.
- Gompers, Paul A. y Lerner, Josh (1999). What Drives Venture Capital Fundraising? NBER Working Paper #6906. En: <http://www.nber.org/papers/w6906>
- Hamilton, Robert T. y Fox, Mark A. (1998). The financing preferences of small firm owners. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour and Research*. Vol. 4 N° 3, 1998.
- Hellmann, Thomas y Puri, Manju (2000). Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. Working Paper No. 1661, Graduate School of Business, Stanford University.
- Invest Australia (2003). Venture Capital Opportunities in Australia. New Rules: New Game Plan. Commonwealth of Australia, 2003.
- Jensen, Michael C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. Harvard Business School Working Paper #00-058, revised 2/2001.
- Jensen, Michael C. y Meckling, William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N° 4. Oct. 1976.
- Kaplan, Steven N. y Strömberg, Per (2001). Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring. NBER Working Paper #8202.
En: <http://www.nber.org/papers/w8202>
- Kenney, Martin; Han, Kyonghee y Tanaka, Shoko (2002). The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan. International Conference on Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital.
- Ketterer, Juan A. (2001). A Strategy for Emerging Capital Markets. Capital Market Roundtable. IADB, Sustainable Development Department.
- Laguna, Benel P. (1999). Capital Start-up for Small Medium Enterprises: The Venture Capital Approach. Foundation for Economic Freedom.
- LeCornu, Mark R., McMahan, Richard G. P., Forsaith, David M. y Stanger, Anthony M. J. (1996). The Small Enterprise Objective Function. An Exploratory Study. *Journal of Small Business Management*, Vol. 36, Issue 3. Julio 1996.
- Leeds, Roger y Sunderland, Julie (2003). Private Equity Investing in Emerging Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 15, Num. 4, Spring 2003.
- Leland Hayne E.; Pyle David H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, Vol. 32, Issue 2. May 1977.
- Lerner, Josh (1995). Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 50, Issue 1. Mar 1995.
- McDermott Gerald A. (2002). Argentine SMEs and their Support Programs: The Barriers and Possibilities for Local Learning. Documento de Trabajo N° 9/2002. IAE.
- McMahan, Richard G. P. y Stanger, Anthony M. J. (1995). Understanding the Small Enterprise Financial Objective Function. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, Summer 95, Vol. 19, Issue 4.

- Megginson, William; Weiss, Kathleen (1991). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, Vol. 46, Issue 3. Jul 1991.
- Michelacci, Claudio y Suarez, Javier (2002). Business Creation and the Stock Market. *Centro de Estudios Monetarios Y Financieros*. En: <ftp://ftp.cemfi.es/pdf/papers/cm/creati60.pdf>
- Mishkin, Frederic S. (1994). Preventing Financial Crises: An International Perspective. NBER Working Paper #4636. En: <http://www.nber.org/papers/w4636>
- Morrison & Foerster LLP (2001) Impediments to Risk Capital in Argentina, Brazil, Chile, El Salvador and Mexico. MIF – IADB.
- Mullineux, Andy W. y Murinde, Victor (2001). Developing Financial Structures to Foster Enterprise Development. The University of Birmingham.
- Pereiro, Luis E. (2000). Tango & Cash: Entrepreneurial Finance and Venture Capital in Argentina. Universidad Torcuato Di Tella – Center for Entrepreneurship and Business Venturing.
- Rassiga, Fernando y Reineri, Néstor (2000). Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina: ¿Organizaciones para el desarrollo de las PyMEs o de las grandes empresas? *Anales de la 35ª Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política*.
- REDES (2003). Actores claves de la industria de Capital de Riesgo en la Argentina. Centro de Estudios sobre Ciencia, Desarrollo y Educación Superior (Centro REDES)-
- Ritter, Jay R. (1998). Initial Public Offerings. *Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance*. Edited by Dennis Logue and James Seward.
- Sagari, Silvia B.; Guidotti, Gabriela (1992). Venture Capital. Lessons from the Development World for the Developing Markets. World Bank - IFC, Discussion Paper N°13.
- Scheela, William y Chua, Ronald (2003). Venture Capital in a Developing Country: The Case of the Philippines. *The Seventh International Conference on Global Business and Economic Development*, 8 al 11 de Enero, 2003.
- Scherlis, Daniel y Sahlman William (1989). A Method For Valuing High-Risk Long-Term investments. *The Venture Capital Method*. Harvard Business School.
- Schertler, Andrea (2002). Under what Conditions do Venture Capital Markets Emerge? *Kiel Institute for World Economics, Working Paper N°1119*.
- Schulman, Michael Ashley (1999). Small and Medium Size Business Markets. FIBV – International Federation of Stock Exchanges.
- Subrahmanyam, Avaniidhar y Titman, Sheridan (1999). The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets. *The Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 3. June 1999.
- Tejada, Ricardo (2003). Venture Capital Policy Review: Spain. *Organisation for Economic Co-operation and Development, Working Paper 2003/18*, Didiembre, 2003.
- UNIDO (2001). Venture Capital for Africa. *United Nations Industrial Development Organization*. Julio 2001.

Anexo 1. El desarrollo del capital de riesgo en diferentes países

Estados Unidos de Norteamérica

Es el país en el que se crearon los primeros fondos y donde mayor progreso ha alcanzado el sector. El primer FCR fue American Research and Development, creado en 1946 con el objetivo de invertir en empresas que trabajaban con tecnologías desarrolladas durante la segunda guerra mundial (Gompers y Lerner, 1999). La creación de los Small Business Investment Companies (SBIC), Fondos de Capital de Riesgo garantizados por el gobierno federal desde la Small Business Administration, fue una respuesta a la preocupación por la falta de financiamiento de las PyME, dirigiendo fondos a pequeñas y medianas empresas con alto potencial de crecimiento (Avnimelech y Morris, 2002).

Los SBIC tuvieron gran presencia en los años 60 y 70. El sistema colapsó a principios de los 70 debido a fraudes y violaciones de la normativa vigente (Gompers y Lerner, 1999). Otro factor que contribuyó a la crisis en la industria de capital de riesgo fue el ERISA Act de 1974, que hacía responsables penalmente a los gerentes de fondos de pensión que invirtieran en activos riesgosos por las pérdidas que pudieran ocasionar.

La aplicación más laxa de las regulaciones del ERISA Act, la disminución de la alícuota del impuesto a las ganancias y la creación del NASDAQ fueron factores que contribuyeron a la consolidación de la industria en Estados Unidos.

Israel

La industria en Israel tuvo un desarrollo más rápido que la de Estados Unidos, especialmente porque se basó en la aplicación de tecnologías que ya estaban disponibles. La creación del programa Yozma por parte del estado, un fondo de us\$ 100 millones con el que se crearon 10 fondos que aportaron otros us\$ 150 millones. El programa Yozma fue decisivo porque logró la coordinación necesaria entre los actores y para alcanzar una masa crítica de negocios que permitiera lograr economías de escala en la industria (Avnimelech y Morris, 2002).

Para Avnimelech et al. (2004) la industria en Israel está en la etapa de crisis a partir del colapso de los sectores tecnológicos en los mercados de valores que cerró la posibilidad de hacer nuevas ofertas públicas.

Reino Unido

El Reino Unido es el segundo mercado de capital de riesgo más desarrollado. Algunos de los motivos que para Laguna (1999) explican el crecimiento de la industria en este país son: i) el efecto demostración de la exitosa experiencia en Estados Unidos; ii) el establecimiento de organizaciones regionales de capital de riesgo; iii) un esquema de incentivos fiscales para los aportes realizados en empresas que no cotizan en el mercado de valores; y iv) la creación del Unlisted Securities Market con requisitos muy laxos para la apertura de capital de las pequeñas y medianas empresas.

El Alternative Investment Market de Londres (AIM) es un mercado público para la cotización de empresas pequeñas con alto potencial de crecimiento. Hasta 1999, cerca de 70 empresas respaldadas por Fondos de Capital de Riesgo hicieron oferta pública en este mercado (Schulman, 1999).

Taiwán

Dentro de Asia, Taiwán es el país con el mercado de capital de riesgo más activo. El crecimiento de la industria de capital de riesgo está estrechamente vinculado con la característica emprendedora de los dueños de empresas, los vínculos con Estados Unidos, la especialización en la industria electrónica y un estado que apoyó el desarrollo (Kenney et al., 2002).

En 1983 se generaron incentivos fiscales, con deducciones de hasta el 20% de la inversión, para aquellos individuos que invirtieran en los Fondos de Capital de Riesgo por dos años. Estos incentivos fueron extendidos a inversores corporativos. En 1999 se eliminaron estos beneficios porque se consideró que la industria estaba en su etapa de madurez (Kenney et al., 2002).

Por otra parte, el 80% de las ganancias obtenidas por la inversión en los FCR están exentas en el año en que se producen, otorgando un año de gracia. También se permite la deducción total de las ganancias obtenidas y reinvertidas en los FCR. Estas medidas buscan incentivar la reinversión de utilidades en los Fondos de Capital de Riesgo (Kenney et al., 2002).

Alemania

Alemania es mencionada como un caso en que el apoyo estatal no fue suficiente para el desarrollo de la industria de capital de riesgo. En 1975 el estado alemán creó la WFG (Fundación Alemana de Capital de Riesgo). El programa recibió aportes de 29 bancos, incentivados porque el estado garantizaba el 75% de los aportes. También se daba a los empresarios PyME un call para recomprar la participación del fondo en su empresa pagando un interés muy bajo. Estas dos características eliminaban los incentivos de los fondos para encarar negocios con alto potencial de ganancia, ya que tenían limitada la pérdida por las garantías estatales y también las ganancias por la opción de compra de los dueños de las PyME (Gilson, 2002).

Por otra parte, los WFG sólo podían tener una participación minoritaria en las empresas que financiaban. Esta característica, junto con las señaladas en el párrafo anterior, explica que los FCR no tuvieran estrategias de inversión activas ni brindaran asesoramiento o aportes gerenciales a las empresas financiadas. El armado institucional no brindaba incentivos para buscar el éxito de las inversiones ni poder para monitorear adecuadamente la operatoria de las empresas financiadas (Gilson, 2002).

India

Hasta 1985 no habían FCR en India, pero si existía un considerable apoyo a las PyME en sectores tradicionales por considerarlas fuente de desarrollo económico. En los 90, las empresas manejadas por empresarios con educación formal comenzaron a inclinarse hacia las nuevas tecnologías, cuestión que provocó el crecimiento de la industria del software (Avnimelech y Morris, 2002).

Otro factor que contribuyó al crecimiento de la industria de capital de riesgo fue que India contaba con uno de los mercados de valores más sofisticados dentro de los países en desarrollo. Este mercado pudo adaptarse a las pequeñas empresas de base tecnológica con la creación en 1991 del Securities & Exchange Board (Avnimelech y Morris, 2002).

La tercera causa del desarrollo del capital de riesgo fue el gran número de profesionales que obtuvieron conocimientos técnicos y de negocios al irse a estudiar a Estados Unidos. Muchos de estos individuos volvieron a India con sus propias empresas tecnológicas, se convirtieron en ángeles inversores o crearon FCR, aprovechando la experiencia de Silicon Valley (Avnimelech y Morris, 2002).

Australia

En 1970 se estableció el primer FCR australiano. En la década de 1980, el estado creó el programa Management Investment Company (MIC), generando incentivos fiscales para inducir los flujos de inversión hacia las empresas más jóvenes (early stage financing). El programa tuvo como resultado un incremento sustancial en la inversión, llegando a los us\$ 300 millones. A fines de los 80 y comienzos de los 90, las inversiones se centraron mayormente en empresas maduras (Axiss, 2002). En 2003 se llevó a cabo una reforma impositiva para incentivar el crecimiento del capital de riesgo, eximiendo del pago del impuesto a las ganancias a los inversores extranjeros de Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Alemania, Francia y Canadá (Invest Australia, 2003).

Sudáfrica

En Sudáfrica la industria de capital de riesgo se ha dirigido tanto a sectores de alta como de baja tecnología. El nivel de desarrollo es aceptable, con 58 fondos en 2001 y un tamaño del 4,2% del PBI. Esta relación es superior a la de muchos países europeos. El desarrollo de la industria de capital de riesgo en Sudáfrica se realizó a partir de la creación del Development Capital Market en 1984 y el Venture Capital Market en 1989. A pesar de estos esfuerzos, los FCR no se inclinan mayormente por las PyME. La propuesta de fusionar los dos mercados y elevar los requisitos para cotizar en ese mercado empeora la situación de las PyME (ECI, 2002).

Nigeria

UNIDO (2001) describe problemas de acceso a financiamiento de las pequeñas empresas en África similares a las que fueron señaladas a lo largo de este trabajo. En el análisis se hace especial hincapié en las limitaciones que tienen las empresas para acceder a financiamiento bancario por la escasez de recursos propios.

Si bien existen inversiones de capital en grandes empresas, las pequeñas no reciben financiamiento debido a que los altos riesgos y requerimientos de asistencia no son compensados por los resultados de las empresas. UNIDO (2001) destaca la importancia de la asistencia gerencial que pueden aportar los FCR y han desarrollado un programa conjunto con el sector privado. La participación de UNIDO es el financiamiento y el manejo de la asistencia técnica para el desarrollo de las empresas. Es difícil evaluar a esta altura los resultados del programa, pero es significativo en términos de cambio en las políticas de desarrollo que están implementando organismos como Naciones Unidas.

Filipinas

Scheela y Chua (2003), analizando el mercado de capital de riesgo de Filipinas, sugieren que el limitado desarrollo institucional y los problemas de agencia generan inconvenientes para el desenvolvimiento de las organizaciones en los países en desarrollo. A pesar de las limitaciones señaladas, existe un activo mercado de capital de riesgo. Este mercado, a diferencia de los de otros países en desarrollo, se enfoca en empresas maduras y no en nuevas empresas tecnológicas, debido a la escasa orientación de los empresarios hacia este sector.

Lagua (1999) destaca la creación de un segundo mercado de valores, el SME Capital Market Board, para otorgar una posibilidad de salida a los Fondos de Capital de Riesgo. Este mercado es un anexo al Philippine Stock Exchange que solamente contaba con 14 empresas en 1999.

Hambecht & Quist Asia Pacific (H&QAP) fue el primer FCR en ingresar a Filipinas, con la intención de transferir tecnologías que manejaba en Estados Unidos a países de Asia. H&QAP es un ejemplo de FCR que al establecerse en países en desarrollo redireccionan sus negocios hacia sectores más tradicionales de la economía. La entrada de H&QAP, por otra parte, coincidió con una etapa de mayor dinamismo del mercado de valores de Filipinas (Glen, 1999).

