

**Caballero, Alicia**

*Capital de riesgo : el “fermento” de la  
economía*

Ensayos de Política Económica N° 1, 2007

Este documento está disponible en la Biblioteca Digital de la Universidad Católica Argentina, repositorio institucional desarrollado por la Biblioteca Central “San Benito Abad”. Su objetivo es difundir y preservar la producción intelectual de la institución.

La Biblioteca posee la autorización del autor para su divulgación en línea.

Cómo citar el documento:

Caballero, A. (2007). Capital de riesgo : “fermento” de la economía [en línea], *Ensayos de Política Económica*, 1. Recuperado de <<http://bibliotecadigital.uca.edu.ar/revistas/capital-riesgo-fermento-economia-caballero.pdf>> (Se recomienda indicar al finalizar la cita bibliográfica la fecha de consulta entre corchetes. Ej: [consulta: 19 de agosto, 2010]).

---

## Capital de Riesgo: el "Fermento" de la Economía

---

Alicia Caballero\*

### Resumen

Las pequeñas y medianas empresas, así como también las nuevas compañías, son cruciales para el crecimiento económico. En general se enfrentan a problemas financieros, principalmente porque no tienen antecedentes crediticios para mostrar, y por el problema de asimetría de información. A veces, la deuda no es la forma más adecuada de financiar a nuevas compañías por el riesgo que implica y por la falta de activos reales.

El rol del capital de riesgo en sus diferentes etapas (inversores angels, capital semilla, capital de riesgo, capital privado) y la creación de fondos de inversión es crucial para el crecimiento y el desarrollo.

A través de una legislación favorable, y un uso apropiado de incentivos tributarios, para estimular la industria de los fondos de capital de riesgo, los gobiernos pueden incentivar la empresariedad, promover el trabajo calificado y acelerar el crecimiento económico.

### Abstract

Small and medium size companies, as well as new companies, are crucial for the economic growth. In general they face financing problems, mainly because they do not have a long credit track record to show, and information asymmetry issue. Sometimes debt is not the most adequate way to finance new companies, because of the risk involved and the lack of real assets.

The role of venture capital, in its different stages (angels investors, seed money, venture capital, private equity) and the creation of capital funds industry is crucial for growth and development. Through a favorable legislation, and the appropriate use of tax incentives, to stimulate the venture capital funds industry, governments are able to enhance entrepreneurship, promote qualified employment and accelerate economic growth.

**Palabras clave:** Pequeñas y medianas empresas, financiamiento, capital de riesgo, fondos de inversión

### Clasificación JEL:

D2 Producción y Organización

G3 Finanzas Corporativas y Administración

**Dirección de contacto:** [alicia\\_caballero@uca.edu.ar](mailto:alicia_caballero@uca.edu.ar)

---

\* Directora de la Carrera de Licenciatura en Economía (UCA).

## I. ¿Por qué interesan las Nuevas Empresas y las Empresas Pequeñas y Medianas?

Estudios empíricos han demostrado la importancia que las nuevas empresas y las pequeñas y medianas empresas tiene sobre el crecimiento económico y el desarrollo social. Las principales razones que pueden mencionarse son:

- a) En general participan en actividades más trabajo intensivas que las empresas grandes (según el Banco Mundial, el capital requerido para la creación de un puesto de trabajo en una pequeña empresa es un tercio del requerido en una gran empresa). El uso del recurso capital es, en promedio más eficientemente utilizado.
- b) Tienen mucha flexibilidad a los cambios de contexto y constituyen un factor dinamizante de toda la economía.
- c) Tienen gran capacidad para crear e implementar nuevas tecnologías. La innovación es la razón del surgimiento de muchas de ellas.
- d) Su dinámica impacta favorablemente la tasa promedio de crecimiento de la economía.

Es por estas razones que en muchos países han surgido iniciativas para facilitar el crecimiento de las pymes dinámicas y crear un clima propicio para el surgimiento de nuevos emprendimientos.

Muchos son los factores que constituyen este “clima propicio”. Tanto el marco institucional como la reducción de la burocracia, la existencia de capacitación o la legislación del empleo impactan sobre la vitalidad de la economía.

Sin embargo la literatura económica señala que un factor altamente crítico para la creación y expansión de nuevas empresas y el desarrollo de las pequeñas y medianas empresas es la disponibilidad de financiamiento en sus diversas formas.

## II. El Problema del Financiamiento

En general, las restricciones al financiamiento limitan seriamente las posibilidades de desarrollo de las empresas de menor tamaño relativo. El financiamiento bancario se ve limitado fundamentalmente por factores que han sido largamente estudiados, tales como:

- 1) *La teoría de la agencia* (“*agency theory*”). El otorgamiento de financiamiento es un contrato. El banco, es el *principal* y la empresa pequeña es el *agente*. Coinciden los intereses del principal y los del agente?
- 2) *Asimetría de información*. Una de las partes no sabe o no puede observar cierta información necesaria para el proceso contractual.
- 3) *Selección adversa*. El banco se arriesga a cometer dos tipos distintos de errores de selección adversa.  
Error de tipo 1. Las empresas de baja calidad consiguen financiamiento, es decir, el banco otorga financiamiento a una empresa que luego fracasa.

---

Error de tipo 2. El banco niega el financiamiento a un emprendimiento que podría haber sido exitoso (difícilmente comprobable).

La selección adversa que ocurre debido a que el banco no puede identificar el riesgo de cada proyecto, no es simplemente una función de la información incompleta sino que puede producirse si el banco elige sólo una parte de la información que se le brinda al momento de tomar la decisión de otorgar el préstamo.

4) Un problema adicional que surge de la asimetría de información es *el riesgo moral*. No existen garantías de que el empresario maneje su empresa de acuerdo a los intereses del banco. Esto se debe a la existencia de *asimetrías de ganancias*. El riesgo para el banco es que los empresarios se aprovechen deliberadamente de esta asimetría de información para realizar acciones que aumenten las ganancias si el proyecto tiene éxito pero que, a la vez, lo haga más riesgoso y con mayores posibilidades de *default*. Sólo en el financiamiento de capital, los intereses de quien financia y del empresario están debidamente alineados.

Es común en muchas empresas el asociar financiamiento pura y exclusivamente a la figura de proveedores o de bancos. A un crédito a corto plazo, o a un financiamiento de importaciones proveniente de un proveedor del exterior.

Pero no debe olvidarse que todos los activos de la empresa (fijos e intangibles) se financian con crédito (deuda a terceros) y también con **capital** de los accionistas (no en vano la regla número uno de la contabilidad es Activo = Pasivo + Patrimonio Neto).

Bajo ciertas circunstancias, el financiamiento a través del crédito puede resultar no sólo muy difícil de obtener, sino también absolutamente inconveniente. Si

- i. la empresa está ya altamente endeudada
- ii. el monto requerido excede fuertemente el valor de los activos
- iii. el plan de crecimiento planteado es sumamente ambicioso y asimismo riesgoso
- iv. no hay certeza acerca de la posibilidad de cumplir con las amortizaciones de capital e intereses convenientemente
- v. los plazos de la inversión exceden los del crédito obtenible en el mercado financiero
- vi. la empresa es muy nueva (start up)

el instrumento más adecuado para el financiamiento es el capital.

### III. Los Proveedores de Capital

Tradicionalmente la fuente excluyente de capital para muchas empresas era su mismo dueño o alguien de su grupo familiar. Esto conllevaba grandes ventajas y quizás algunas desventajas. Dentro de las primeras puede encontrarse seguramente el buen clima, la historia común, la flexibilidad en la organización, la resolución de problemas dentro del clan y el manejo no cuestionado de la información. Dentro de las segundas pueden ser mencionadas algunas situaciones de fuerte interferencia entre lo familiar y lo empresario, el manejo demasiado condescendiente de algunos recursos, etc.

De cualquier manera, cualquiera fuera el resultado de este balance, no había mucha opción. Abrir el capital en la Bolsa era, y en parte sigue siendo, una alternativa para grandes empresas, y los *inversores institucionales de capital de riesgo* recién en los '90 empezaron a incursionar en la Argentina.<sup>1</sup>

*¿Qué buscan estos oferentes de capital?*

- a. El *tipo de empresa objetivo* es, una empresa que no cotiza en Bolsa, perteneciente a sectores dinámicos, con buen potencial de crecimiento. En general dejan de lado aquellas con un volumen de facturación menor a los ocho o diez millones de dólares, ya que no se interesan por transacciones muy pequeñas.
- b. Si aspira a una *participación minoritaria*, considerará de importancia que el management de la empresa sea bueno, y en general no querrá involucrarse en el manejo del día a día de la empresa.
- c. Dado que lo que inyectan es *capital de riesgo*, no crédito, no piden ni garantías de ningún tipo, ni devolución. Por estar asociados al éxito de la empresa, lógicamente van a procurar que la empresa lo logre.
- d. El *aporte a la empresa* consiste, además del capital de riesgo, en participar en aspectos estratégicos y gerenciales. Esto es, agregan valor también a partir de la sinergia que la empresa receptora de la inversión pueda tener con otras administradas por el mismo fondo.
- e. El *plazo* de la inversión oscila entre los tres y los ocho años, aunque obviamente existen excepciones.
- f. En cuanto a la *forma de salida* de la inversión, ésta se realiza a través de la venta de la tenencia accionaria ya sea a inversores estratégicos o a los anteriores dueños, o bien en el mercado de capitales, a partir de la apertura en Bolsa de la empresa.
- g. El *retorno de la inversión* esperado por los fondos es en general superior al 20 % anual promedio. Pero esto no significa que sólo inviertan en aquellas empresas que puedan mostrar semejante rentabilidad, dado que en sectores tradicionales esto resultaría bastante difícil.
- h. En realidad, esta expectativa de *tasa promedio* está *explicada* por un muy buen precio de entrada, un significativo aporte de valor agregado (que permite apreciar la tenencia), y un buen precio de salida, que en el caso de la Argentina está vinculado con la evolución esperada del mercado de capitales.

Los fondos de inversión privada (*private equity funds*) irrumpieron con fuerza en el mercado argentino a partir de 1993, pero en general circunscribieron su actividad inversora a empresas grandes (facturación mínima de \$ 20 millones). Hacia el año 2000<sup>2</sup> funcionaban en Argentina un total de 24 fondos. La crisis del 2001 desalentó mucho el desarrollo de la industria.

Sin embargo, nunca se desarrolló la industria de los fondos de inversión institucionales orientados a empresas de menor tamaño relativo y proyectos (*venture capital funds*). Tampoco apareció otro tipo de inversor vital para proveer el capital semilla: los ángeles inversores o *angels investors*.

1.- Cabe destacar que la década de los '90 fue muy rica en la actividad de socios estratégicos, aquellas empresas de su mismo sector, o de un sector afín que ven en la adquisición parcial o total de otra empresa la manera de mejorar su resultados a nivel operativo (amortización de costos fijos, mejor aprovechamiento de canales de distribución, complementación de marcas, etc. ) a través de joint ventures, fusiones y adquisiciones

2.- Fundación Invertir Argentina, "Fondos de Inversión Privada en Argentina", Buenos Aires, 2000

---

La falta de una legislación adecuada, caracterizada por buenos incentivos, fue un factor crucial en la explicación del porqué no se desarrolló el capital de riesgo en Argentina. Como veremos más adelante muchos países que buscaron atraer este tipo de inversores, enmarcaron su actividad dentro de una legislación con una interesante dosis de incentivos. No perdieron de vista que el incentivo se aplicaría sobre algo que antes de la legislación no existía, por lo que la contribución fiscal, aún después del incentivo, siempre resultaría marginalmente positiva.

#### IV. La Empresarialidad en la Argentina

Varias condiciones se requieren para el impulso de la empresarialidad (creación de nuevas empresas): reducir los costos que impone la burocracia, fortalecer el tejido institucional y facilitar el acceso al capital y al crédito a través de un sistema financiero y un mercado de capitales con profundidad y apertura. El dinamismo de la economía de un país tiene relación directa con su nivel de empresarialidad.

El Global Entrepreneurship Monitor (GEM)<sup>3</sup> es un estudio que tomando como muestra a 37 países, analiza cómo la actividad emprendedora contribuye al crecimiento económico. Si bien la edición 2004 del GEM Argentina<sup>4</sup> arroja resultados alentadores en cuanto a la buena predisposición de los argentinos hacia la empresarialidad, un reciente estudio acerca de la Empresarialidad en Países Emergentes,<sup>5</sup> señala que en América Latina la expansión de las empresas es mucho menos robusta que en el Este de Asia.

Adicionalmente según un informe del Banco Mundial la Argentina está en el puesto 106 (sobre un total de 158 países) en el índice de facilidades para comenzar un negocio. Este índice está compuesto por la cantidad de trámites, tiempo que lleva la iniciación del negocio, el costo y los requerimientos de capital.

La crisis del 2001 y la búsqueda de un sustituto al empleo formal, impulsaron la vocación emprendedora. Sin embargo, de la opinión de los expertos consultados en Argentina, la ausencia de una estrategia integral enfocada en el proceso emprendedor, y en la expansión posterior de la empresa, y la falta de instrumentos que permitan el financiamiento de las empresas pymes y recientemente nacidas son los factores más importantes que afectan la sustentabilidad de las mismas.

Existe consenso acerca de la importancia de agregar valor a la producción local, como mecanismo de aumentar los salarios y mejorar el bienestar. Sin embargo, los "intangibles" (diseño, desarrollo de marca, certificación de calidad, etc) son sumamente difíciles de financiar. El mercado financiero exige garantías "tangibles" para los créditos otorgados, y el mercado de capitales local parte de montos mínimos que resultan muy elevados para muchos emprendimientos.

Según la experiencia recogida por el centro de emprendedores del ITBA, existe aún una brecha muy grande en Argentina entre el mundo de la tecnología y el de las finanzas.

---

3.- "Global Entrepreneurship Monitor" del London Business School y Babson College

4.- Según la citada encuesta del Global Entrepreneurship Monitor (IAE), 2003

5.- Kantis, H., Ishida, M., Komori, M., *Empresarialidad en Economías Emergentes*, Banco Interamericano de Desarrollo, Marzo 2002

## V. El Capital en los Distintos Estadios de la Empresa

Después de la etapa de Desarrollo de una Idea, que generalmente es financiada por el emprendedor, sus amigos o parientes (*friends and family*), y de la fase de Investigación y Desarrollo, eventualmente financiada por recursos para I+D provenientes de fuentes públicas (como Fontar) se abren para la empresa nascente etapas de desarrollo, crecimiento y expansión.

Los *inversores financieros* proveen tres tipos básicos de financiamiento

- Capital Semilla (*seed capital*) financia etapa de desarrollo inicial (1 a 2 años de operación). Muchas veces son los *inversores ángeles* quienes lo proveen
- Capital de riesgo (*venture capital*) financia el crecimiento de la empresa (2 a 5 años de operación)
- Capital Privado (*private equity*) financia la expansión de la empresa (posterior al sexto año de operación)

La existencia de oferta de capital para que las empresas puedan atravesar estas etapas es crucial, no sólo desde la perspectiva microeconómica y empresarial, sino desde la del crecimiento sostenible de la economía del país.

Sin embargo, es importante destacar que los plazos de los distintos estadios de evolución de una empresa en Argentina no son iguales a los de una empresa localizada en un país desarrollado. Muchos factores (como las crisis macroeconómicas recurrentes, la inseguridad jurídica, las limitaciones del tamaño del mercado, etc.), determinan que las etapas mencionadas por la literatura financiera internacional tengan a veces una mayor duración.

Así, la etapa de “desarrollo inicial” puede extenderse bastante más allá de los dos años. Capital Semilla puede también considerarse aquel aporte de capital inteligente (“smart capital”) que logra transformar un productor en un empresario dinámico. Muchas veces el éxito de los programas consiste en adaptar los instrumentos a la realidad. Difícilmente la realidad se adapta a los instrumentos.

No obstante las grandes dificultades y el riesgo que supone invertir en esta etapa de Desarrollo Inicial, existe un gran potencial de crecimiento en estos emprendimientos dinámicos de gran valor añadido dado las nuevas tecnologías o los conceptos innovadores que incorporan.

## VI. La Legislación como Incentivo

Está demostrado el rol crítico que tanto las habilidades empresariales como la financiación tienen en el desarrollo de una empresa joven. Es extremadamente importante complementar los servicios de formación con el acceso a redes de negocios y financiación apropiada al grado de madurez del negocio. Una de las iniciativas más exitosas identificadas, en países con economías muy dinámicas y altas tasas de emprendimiento, y expansión empresarial, ha sido la red de ángeles inversores.

La experiencia internacional indica que la típica falla de mercado derivada de la información asimétrica, convierte a los consorcios o pools de ángeles inversores, en un vehículo mucho más

---

apropiado para estas etapas tempranas de financiamiento, que los ángeles individuales. La transformación del proceso de inversión temprana de un proceso individual a uno organizado en grupos es una de las mayores razones del éxito de la actividad de los ángeles inversores en los USA.<sup>6</sup> En estos países, una legislación adecuada, y los incentivos fiscales correctos han sido un detonador del desarrollo de tales iniciativas.

La realidad es que para impulsar y permitir el desarrollo de muchas iniciativas emprendedoras y empresariales, especialmente aquellas con un importante componente de diferenciación, se hace imperativo la formalización y el impulso al mercado del capital de riesgo en todas sus variantes, y para todos los estadios de evolución (mencionados en el punto 5).

Según la European Venture Capital Association<sup>7</sup> el tratamiento fiscal favorable sobre las ganancias de capital en empresas invertidas por los fondos de capital de riesgo es un incentivo adecuado que reconoce los riesgos inherentes al lanzamiento de nuevos emprendimientos o a la inversión en empresas en marcha que planean saltos cualitativos. Adicionalmente reconoce que en muchos países ciertos beneficios impositivos no se otorgan sólo a los fondos de capital de riesgo sino también a empresas en su fase inicial. También en algunos países se otorgan beneficios impositivos con criterios regionales (para promover determinados emplazamientos) o sectoriales.

Sin embargo, no todos los países que han promovido el capital de riesgo han dictado leyes al respecto. Israel, a través del lanzamiento del programa Yozma<sup>8</sup> logró desarrollar muy exitosamente su industria de capital de riesgo (de 10 fondos iniciales en 1993, pasaron a 100 en el año 2000). Sin embargo, la esencia del programa, era un fuerte incentivo: la compañía privada gerenciadora de los fondos disponía por cinco años de una opción de compra al costo de las acciones propiedad del Estado. De esta manera los privados se "apropiaban" del upside en la medida en que las inversiones hubiesen sido exitosas.

## VII. Ejemplos de Políticas para el Desarrollo del Capital de Riesgo

Si bien los gobiernos de países tan diversos como USA, Francia, España, Reino Unido, Alemania, Chile e Israel han adoptado programas que varían según las características institucionales y culturales de cada uno, hay algunas medidas que, diferencias mediante, se repiten para crear y potenciar el mercado de capital de riesgo (en sus distintas variantes). Estas son:

1. mejorar el clima de inversión: se estimula la inversión de capital de riesgo, permitiendo a las compañías de seguros y de retiro participar con algún porcentaje en este tipo de fondos y dando estabilidad jurídica.
2. Morigerar el riesgo para los inversores: otorgar beneficios impositivos apropiados o bien cubrir con fondos públicos un porcentaje de las pérdidas en inversiones de riesgo
3. Incrementar la liquidez: facilitar la existencia de mecanismos de venta de las participaciones en empresas a través de la profundización y ampliación del mercado de capitales, o la creación de segmentos dentro de la Bolsa de Valores dedicados a este nicho.

Por otra parte, los mecanismos de intervención pueden clasificarse en dos tipologías: directa e indirecta.

---

6.- Según investigaciones del Batten Institute of Darden Business School de la Universidad de Virginia

7.- European Venture Capital Association (EVCA), Policy Priorities for Private equity, Belgium, September 2001.

8.- Teubal & Luukkonen, Venture Capital Industries and Policies: Some Cross Country Comparisons, The research Institute of the Finnish Economy, February 2006.



### 1. Intervención directa:

- Fondos del sector público (no reembolsables o reembolsables a muy bajo interés) que se aplican a nuevos emprendimientos (de base tecnológica o no)
- Otorgamiento de incentivos financieros (deducciones impositivas, garantías, etc.) a los fondos de capital de riesgo
- Regulaciones favorables al capital de riesgo, a través de la autorización a los inversores institucionales de invertir en este tipo de fondos.

### 2. Intervención indirecta:

- Impuesto a las ganancias: la reducción del impuesto a las ganancias tiene un impacto fuertemente positivo en la tasa de creación de nuevas empresas.
- Eliminación de doble imposición: para evitar que la tasa de retorno a los inversores se reduzca, se trata a los fondos de capital de riesgo como estructuras transparentes, que no abonan impuestos.
- Propiedad intelectual: en muchos casos es el principal activo de las nuevas empresas. Los países deben contar con sistemas efectivos de protección mediante patentes y mecanismos de registración rápidos y eficientes.
- Opciones accionarias: las reglas de seguridad que regulan la emisión y el ejercicio de las opciones tienen mucha influencia en la dinámica de los fondos de capital de riesgo.
- Protección de minorías: es un aspecto fundamental especialmente para aquellos fondos que optan por dejarle al emprendedor el control de su empresa.
- Flujo de Información: es importante permitirle a los empresarios el acceso a la información acerca de las fuentes de capital, a través de guías, creación de foros, etc.

Es importante destacar que la meta a largo plazo de la mayoría de los programas es crear, desarrollar y fortalecer un sector privado de capital de riesgo cada vez más independiente del apoyo del gobierno. Podemos decir que el éxito de una política de fomento del capital de riesgo consiste en el amplio efecto catalizador de los fondos provenientes del sector privado.

## VIII. Conclusiones

Así es mucho lo que aún puede hacerse por el impulso a la empresariedad, y la dinamización de las empresas de menor tamaño relativo. La experiencia internacional muestra que en general se han adoptado políticas de largo plazo, sostenidas por los sucesivos gobiernos. En todos los casos hay un denominador común: lejos de “combatir el capital”, se lo atrae y se lo “abraza”. Según la European Venture Capital Association<sup>9</sup> el impacto económico del capital de riesgo y su contribución al desarrollo de las empresas pequeñas y medianas es claro. A través del apropiado uso de los incentivos fiscales, tanto para estimular la creación de fondos, como la inversión directa en determinado tipo de empresas (según tamaño, sector o región) se puede lograr alto impacto.

La dialéctica política podrá refutarlo, pero la realidad demuestra que sin una combinación adecuada de talento humano, trabajo y capital, enmarcada en sólidas instituciones, no hay posibilidad ninguna para los habitantes de una nación, de alcanzar el bienestar.

9.- European Venture Capital Association, “Venture Capital Incentives in Europe”, Edited by S.J.Berwin & Co, October 1997