

Ideas innovadoras para una mejor práctica de negocios



Temas de Management

Volumen IV, Marzo de 2006

El Desarrollo Tecnológico en Comunicaciones ¿Requiere de una Nueva Ética?

Luisa Montuschi

Pág. 3

Emprendedor por Necesidad: Víctima de las Circunstancias

Hernán Visconti

Pág. 10

El Abogado y la Creación de Valor en los Negocios

Martín E. Paolantonio

Pág. 16

Marco Legal e Iniciativas de Regulación para el Desarrollo de la Industria de Private Equity y Venture Capital

Procedencias del 2do Foro sobre Private Equity y Venture Capital

Pág. 21



UCEMA



MARCO LEGAL E INICIATIVAS DE REGULACIÓN PARA EL DESARROLLO DE LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY Y VENTURE CAPITAL

Procedencias del 2do Foro sobre Private Equity y Venture Capital

INTRODUCCIÓN

En octubre de 2005 se llevó a cabo el *2do Private Equity (PE) and Venture Capital (VC) Forum*, organizado por el Centro de Investigaciones en Management, Entrepreneurship e Inversiones (CIMEI) de la Universidad del CEMA, y bajo el auspicio de Latin American Venture Capital Association (LAVCA).

Acudieron al mismo profesionales y especialistas de la industria tanto de la Argentina como del resto de Latinoamérica y el Caribe. El objetivo de este evento fue ofrecer a los actores de fondos privados de inversión, instituciones de mercado de capitales y organismos relacionados, un espacio de debate sobre los desafíos institucionales del financiamiento de empresas privadas y las potenciales vías de desarrollo a través del mercado de capitales del private equity y del venture capital. El tema convocante en esta edición fue "Marco legal e iniciativas de regulación para el desarrollo del Private Equity y el Venture Capital" bajo la premisa que los aspectos de regulación impactan en el desarrollo de este tipo de industria. El Foro se estructuró como es habitual en dos paneles, uno titulado "El Entorno Legal para el Private Equity y el Venture Capital: realidades y desafíos" moderado por el Sr. Ariel Scaliter, y el otro "Marco Regulatorio y Mejores Prácticas para el Private Equity y Venture Capital" moderado por el Dr. José Pablo Dapena.

EL ENTORNO LEGAL PARA EL PRIVATE EQUITY Y EL VENTURE CAPITAL: REALIDADES Y DESAFÍOS

El objetivo de esta sección fue evaluar si el actual marco regulatorio facilita el desarrollo del capital de riesgo. Participaron como expositores:

- **Alejandro Fuiza** (Marval, O'Farrell & Mairal)
- **Daniel Vergara del Carril** (Cárdenas, Di Ció, Romero y Trasitano)
- **Vanessa Helman** (Ludwig Investment)
- **Manuel Tanoira** (Uriburu, Bosch y Asociados)

Extracto de la exposición del Dr. Alejandro Fuiza

Desde su punto de vista, los principales problemas que enfrenta el PE y el VC vienen dado por el desconocimiento del sector en los medios no especializados y en el Gobierno y las malas experiencias derivadas de la crisis.

Tipificación

El capital de riesgo es una actividad financiera cuyo objeto de inversión, son generalmente emprendimientos en áreas de economía donde la financiación bancaria y bursátil es escasa, la volatilidad alta, con riesgos y expectativas de rendimientos elevados (Ej. Investigación y Desarrollo, PyMES). Existe una participación activa del VC en la identificación, estructuración y monitoreo de las oportunidades de inversión, y posterior aportes de capital o deuda convertible con una visión no de largo plazo (*Exit Strategy*). A su vez, los títulos que reciben no cotizan, al menos al principio, salvo "going private transactions" ("illiquid securities") y exigen una alta tasa de retorno compuesta (IRRs) sobre el total de la inversión, para compensar por pérdidas derivadas de fracasos. Delegan confianza en la capacidad de gestión de los administradores ("Bet on the jockey, not on the horse"). Finalmente, pueden ejercer o no el control, pero no pierden su condición de inversor estratégico.

Desde el punto de vista del marco jurídico, existen dos actividades diferenciadas:

- **"Capital raising"** o esfuerzo para buscar fondos: conlleva consideraciones respecto de la estructura del Fondo. La obtención de fondos permite estructurar el mismo; usualmente son esfuerzos realizados en el exterior, mediante ofertas privadas de participaciones cuyos destinatarios son Inversores Institucionales e individuos de alto patrimonio. Inicialmente se adopta la forma de una *Limited Partnership* (similar a una SEC) con "*Limited Partners*" (Inversores) y "*General Partner*" (Venture Capitalist). Este último encargado de la gestión del Fondo y remunerado, entre otros, con un carried interest. El fondo se constituye en una jurisdicción al menos fiscalmente neutra (*Tax Haven*) y sujeto a la ley extranjera que los Inversores eligen (relación entre LPs y VCs.)

- **Inversión propiamente dicha:** conlleva consideraciones acerca de la estructura de la inversión. Respecto de la inversión, es relevante la necesidad de aislar restantes activos del Fondo del riesgo del emprendimiento local (y de manera fiscalmente neutra), usualmente a través de Sociedad con Responsabilidad Limitada (*Portfolio Company*) o SA 99/1%, o a través de la constitución de una Sociedad Holding (*Special Purpose Vehicle SPV*), con socios locales (*Management*). Se busca protección de derechos del Fondo mediante la elección de ley extranjera (para SPV - Holding y el Convenio de Accionistas). Se tiene especiales consideraciones respecto de:

- *Corporate Governance* (derechos de minorías, directorio independiente, transparencia, etc.);
- Salida / *Exit* Venta de participaciones (oferta pública (IPO) venta directa) o liquidación.;
- Incentivos al *Management* (*Equity - based compensation*).

Después de la crisis de fines de 2001 sobrevino el "diluvio"

Se dictaron normas de emergencia (quiebras, laboral), se puso control de cambios y encaje (Banco Central); se dictaron nuevas normas de la IGJ que afectan un presupuesto legal básico del

VC: el aislamiento del riesgo mediante SPVs "Holding" extranjeras y la responsabilidad limitada.

Las principales normas de la IGJ fueron:

- **Responsabilidad Limitada:** (Coca Cola – Femsa y Art. 55 Res. 7/05): ponen en duda el uso de sociedades anónimas con participaciones de accionistas 99/1% arguyendo una ficción.

- **Sociedades Vehículo Holding Extranjeros:** a través de la Res. 7/03 se reglamenta el Art. 124 de la Ley de Sociedades Comerciales (LS) estableciendo que la sociedad extranjera debe demostrar que desarrolla su actividad principal en el exterior, fundamentalmente acreditando que tiene activos no corrientes significativos fuera de Argentina, donde el "Capital raising" no se considera actividad; a través de la Res. 2/05 se prohíbe registración de Sociedades "Off-shore".

Estas modificaciones en la regulación traen aparejado desde el punto de vista societario que:

- Estructurar inversiones de VC es notoriamente más complejo y costoso, ya que si quiere ser extranjera y gozar de responsabilidad limitada, su sociedad debería (si no cumple con estos recaudos se corre el riesgo de "Argentinización"):
 - o Invertir primero en el exterior y después (¿?) en Argentina (Res 7/03);
 - o no ser una sociedad off-shore (Res 2/05);
 - o nunca adquirir más del 90-95% en la Sociedad Local (Coca-Cola Femsa);
 - o ser solvente (o al menos ilíquida) comparada con su inversión local (Res 7/03) lo que puede ser discriminatorio.
- Este sistema genera desincentivos para la inversión e incentivos perversos (Ej. uso de prestanombres). En un sentido económico estricto: maximiza los costos para todos los inversores (especialmente para los legítimos) mientras que reduce los beneficios para el público que tiene interés en conocer la identidad de los inversores (normas antilavado; etc).

- La reacción inicial de inversores extranjeros haya sido de perplejidad

Como conclusión se puede ensayar que el modelo de los 90 de atraer inversores exclusivamente con la ley extranjera parece estar en crisis; los países huéspedes deberían esforzarse para atraer inversiones con la ley propia pero los inversores institucionales extranjeros son reacios a sujetar a la ley local su relación con el VC y otros inversores (tan extranjeros como ellos). Si esta fuente de capital interesa, debemos hacer algo al respecto y reducir los costos inconducentes. Si se busca promover fondos locales, para constituir un fondo de VC bajo Ley Argentina, existen algunos obstáculos:

- AFJPs sólo pueden invertir en títulos admitidos por régimen de oferta pública y que cotizan en ciertos mercados (Art. 78, Ley 24,241¹). Se requiere de calificación de riesgo. No pueden invertir en el mercado de capitales de oferta privada.
- FCI/ Fideicomisos/ CEVAs. Requieren, por motivos diversos, oferta pública de los títulos y cierta homogeneidad².
- Societarias: SA solo participan de otras SAs (no SEC ni SRLs) – Art. 30 Ley de Sociedades Comerciales.
- "Exit" o Salida: Limitaciones cambiarias y costos de oferta pública para ciertas Pymes.
- Tratamiento fiscal desfavorable a la venta de participaciones y cuotas

¹ Existen límites máximos para invertir en fondos de inversión directa (Art. 8, Instrucción SAFJP 22/2003): Entre otros 10% del fondo o 1,5% del fondo por emisor.

² Los fondos comunes de inversión abiertos (con rescate) sólo pueden invertir en acciones que cotizan (Ley 24,083, Art. 1). Los Fondos cerrados (sin rescate) no deben cotizar, pero requieren al menos ser admitidos a la oferta pública para ser vendidos en el mercado secundario. Fideicomisos financieros son una alternativa, al igual que los recientemente creados CEVAS (CNV Res. 483/05, Art. 25(d)), pero requerirían oferta pública de los títulos a ofertar y cierta homogeneidad. En Brasil, los Fondos de Inversión en Participaciones permiten la inversión de Inversores Calificados sin oferta pública de los títulos, en la medida que los inversores cumplan ciertos recaudos

En síntesis, promover el Venture Capital requeriría:

- ⊗ Compatibilizar el legítimo interés del Estado de controlar flujos ilícitos con el interés de promover la inversión, incluida la de inversores institucionales extranjeros;
- ⊗ Reformas legislativas para promover la actividad de VC local.

En una potencial propuesta de Ley de Entidades de Capital de Riesgo, se debería tener en consideración:

- Eximir de la Res. 7/03 a fondos de VC y PE extranjeros y sus vehículos que tengan un probado track record o participación de inversores institucionales extranjeros, por desarrollar una de sus principales actividades (fund raising) en el exterior.
- Facilitar la inversión de AFJPs en fondos especializados en VC y PE, sea que coticen o no. Para ello, como sucede en España y Brasil³, los fondos y/o soc. gestoras que aspiren a recibir fondos de AFJPs deberían:
 - Registrarse con la CNV (sean condominios (Brasil; España), fideicomisos o sociedades (España).
 - Estar dirigidos a cierto número de inversores calificados.
 - Hacer oferta privada de participaciones y cumplir con recaudos similares (e.g. las Entidades de Capital de Riesgo del Régimen Simplificado Español⁴).
- Los restantes no deberían registrarse.

³ Instrucción CVM 391, 16/7/2003 (Fundo de Investimento em Participações). Fondos de Pensión extranjeros podrían invertir en ellos.

⁴ Proyecto Modificadorio de la Ley 1/1999 del 5 de Enero: Oferta privada; 20 Inversores (Institucionales o €500,000 para no institucionales) y requisitos de idoneidad técnica y solvencia económica (coeficiente de inversión y libre disponibilidad)

Extracto de la exposición del Dr. Daniel Vergara del Carril

El financiamiento se debe generar a través de recursos genuinos de capital, tales como los aportes de capital en el acto constitutivo, acciones ordinarias y preferidas, acciones con privilegio en el voto, clases de acciones en "joint ventures" corporativos y acciones convertibles y rescatables.

Los aumentos de capital (por emisión de acciones como contraparte del financiamiento) tienen aparejado el derecho de preferencia, con excepciones en aportes en especie y capitalización de créditos. Asimismo, existen aportes irrevocables a cuenta de futuros aumentos de capital originados en la necesidad de recomposición y compensación de pérdidas de capital por giro del negocio. Sin embargo las Resoluciones 466/04 CNV y 25/04 IGJ han dispuesto la capitalización o retiro de dichos aportes, lo que ha llevado a que se devuelvan los mismos provocando una virtual reducción de capital y abriendo la ventana para una salida del mismo, siendo esto totalmente contraproducente.

Un instrumento bastante usado en el financiamiento de capital de riesgo es la emisión de *Títulos de Deuda Convertibles en Acciones* que desde el punto de vista contractual es muy atractivo, ya que la conversión puede ser voluntaria u obligatoria. En los mismos se debe fijar adecuadamente la paridad de conversión del valor nominal de la deuda hacia su equivalente en acciones, y corre la aplicación del derecho de preferencia con utilización de las estructuras fiduciarias.

Históricamente la conducta empresarial con respecto a las opciones de financiamiento ha estado condicionada por los elevados ratios de endeudamiento en las crisis cíclicas. Actualmente el panorama es favorable para la financiación con capital pero es necesario preservar la seguridad jurídica. El temor a la apertura de capital es latente. Su apertura conlleva costos y beneficios, y la pregunta es si hay buenos premios para compensar los riesgos para el oferente y el tomador, ¿cómo se preserva el control? No se debe exagerar en el precio de salida, y se debe establecer claramente la política de dividendos y la creación de un fondo de reserva. Proporcionar

información oportuna y tratar adecuadamente como socio al accionista externo minoritario lo hace aliado en las buenas y en las malas. Finalmente se debe contar con buenas estructuras de Gobierno Corporativo, que permitan una mayor transparencia para la firma. El PE y el VC pueden funcionar como antesala de la apertura de capital, ayudando a la profesionalización a través de las buenas prácticas de Gobierno.

Extracto de la exposición de la Dra. Vanesa Helman

Los temas desarrollados estuvieron vinculados a la experiencia respecto de la nacionalización de las Compañías "Off Shore" accionistas de sociedades locales, las problemáticas existentes y las propuestas.

Cuando una firma piensa en constituirse jurídicamente, la elección de la estructura legal cuenta entre sus consideraciones primarias el objetivo de:

- Buscar la mejor manera de proteger los activos de la Empresa;
- Una buena estrategia impositiva para minimizar los costos impositivos, maximizando los beneficios fiscales que hubiera, tratando de evitar cualquier tipo de doble imposición;
- Estrategia para los empleados que apuestan a este nuevo proyecto.

La forma legal más utilizada en el país para la constitución de inversiones ha sido a través de la creación de una sociedad en el extranjero - sociedad "Holding" (se han constituido estas sociedades generalmente en paraísos fiscales; los accionistas de esta sociedad son los "Founders" y los Inversores)- y esta sociedad Holding adquiere el 99% de las acciones de la sociedad local, que desarrolla el negocio en el país. Este tipo de instrumentación se ha visto afectada por las resoluciones mencionadas anteriormente.

Actualmente, entre los problemas existentes surge la dificultad para el ingreso de capitales que no están tipificados en "money laundry", la imposibilidad de discriminar entre actividades lícitas que se benefician con fiscalidades exentas y

no alcanzadas por el concepto ‘money laundry’; y la falta de diferenciación entre los países centrales y los países importadores y dependientes de capitales externos.

En ese sentido la propuesta radica en generar legislación que permita el ingreso de capitales con previo control (money laundry) de países de baja o nula fiscalidad siempre y cuando cumplieran con distintos requisitos conforme la siguiente discriminación:

- Por zona geográfica;
- Por número de años de mantenimiento de la inversión en el país;
- Por actividades preestablecidas.

Extracto de la exposición del Dr. Manuel Tanoira

En temas vinculados a entrepreneurship y capital de riesgo es bueno tener presente la historia reciente. Luego del ‘boom’ de internet han surgido pocos emprendedores dispersos, con casos exitosos aislados; los fondos se encuentran en retirada; aparecen algunas instituciones que apoyan a los emprendedores (Ej.: Fundación ENDEAVOR) con el nacimiento de los primeros centros de emprendedores en Argentina (tales como el IAE, San Andrés, UCEMA, ITBA, etc.). Existen inversores (personas físicas) con voluntad de apostar nuevamente en el país, pero son cuentan con el vehículo apropiado debido a la inexistencia absoluta de políticas gubernamentales y apoyo estatal a la actividad, y por inseguridad jurídica. A su vez, los proyectos estaban empañados por la alta tasa de desempleo que fomentaba el nacimiento de nuevos emprendimientos por necesidad y no por detección de una verdadera oportunidad, o por grandes oportunidades de inversión pero ausencia de capitales para llevarlas a cabo.

Actualmente la Universidades están tomando un rol protagónico en el proceso; se vislumbra el nacimiento de los emprendedores profesionales impulsados y apoyados por los nuevos centros de emprendedores; se observa el regreso del ‘Seed Money’ y la unión de los Inversores Ángeles; se

generan Foros de discusión sobre los distintos temas vinculados a la actividad emprendedora.

Sin embargo, es notoria la inexistencia de políticas que apoyen a la actividad, a pesar de la aparición de algunas iniciativas aisladas por parte del Gobierno Nacional y Provincial, fundamentalmente a través del otorgamiento de créditos ‘blandos’ y subsidios gubernamentales. (Ej.: Buenos Aires Emprende). Tampoco se cuenta con una legislación específica que fomente la actividad, en especial las inversiones (societaria, laboral, impositiva, etc.), y la existente se encuentra teñida de cierta inseguridad jurídica.

El desafío pasa por la generación de proyectos (desarrollo impulsado por la demanda de fondos), con la transformación de los centros de emprendedores en verdaderas incubadoras de empresas. A su vez, debe generarse la conexión entre los Inversores y los centros para la búsqueda y certificación de proyectos de alto valor agregado. Debe surgir un fomento de las inversiones a través de reglas claras, con seguridad jurídica y con una legislación apropiada (principalmente en materia de sociedades, impuestos y laboral).

Preguntas

- *¿Qué habría que cambiar de la ley de sociedades para optimizar el uso de los fondos del Private Equity?*

Manuel Tanoira: Uno de los aspectos que habría que modificar (por eso lo puse como ejemplo) es que varios tipos de sociedades que hoy han quedado en desuso en la ley sean sustituidos por otros tipos societarios, lo que implicaría "aggiornar" mas la ley a lo que es el estilo anglosajón, que es un poco hacia donde van las sociedades. Sea por las estructuras de los fondos de VC y por el lavado de dinero, como dice el gobierno, la AFIP ha servido más para tener reuniones de directorio sin la necesidad de tener sentados a todos los directores en una reunión el mismo día, hacer publicaciones algunas obsoletas y costosas... en fin, se debería darle más dinámica a lo que es la Governancia de la sociedad. Básicamente tomar figura con derecho anglosajón, que es mucho más desestructurado en ese sentido. Una cosa puntual que nos serviría muchísimo a quienes estamos en el área legal asesorando a emprendedores, y que yo les

comento hay para dar mucho, es el tema de los "treasury shares", o acciones del tesoro; lamentablemente las sociedades anónimas argentinas no pueden ser tenedoras de sus propias acciones, esto implica que cuando la misma (sobre todo cuando está en un emprendimiento que busca constantemente capital) necesita salir rápido a buscar capital privado, se debe hacer una oferta de capital y se termina licuándole la participación a los socios. Entonces este mecanismo lo que permitiría es tener nuevas acciones en cartera para esos nuevos inversores o, por ejemplo, para un plan de "Stock options" para los empleados.

- *¿Que hicieron con todo el dinero que ya estaba en la Argentina cuando hubo que capitalizarlo o retirarlo? le dijeron a la gente que tienen que salir con ese dinero... ¿hay un plazo para hacerlo?*

Vanessa Helman: Hay aportes de capitales mensuales para mantenimiento de las sociedades locales, significaba capital genuino que era utilizado y gastado por las sociedades, con lo cual una cosa es el patrimonio de la sociedad y otra cosa es el capital social de la sociedad. Por eso la nueva reglamentación dice que si en 180 días no se capitaliza el capital social (y no el patrimonio), eso se transforma en préstamo que genera intereses, IVA sobre esos intereses y devolución de dicho préstamo al exterior, con lo cual el patrimonio se reduce, quedando un quebranto impositivo. Una cosa es el capital social y otro es el patrimonio, el patrimonio se utilizó, se gastó, el dinero ingresó.

- *¿Pero que pasó con la propiedad del activo, dado que las sociedades extranjeras no podían tener proyectos bajo la vieja metodología con la nueva legislación?*

El 99% de las acciones se vendieron a tenedores locales, que generalmente eran personas físicas, ni siquiera personas jurídicas. ¿Por qué esto está mal? porque el interés del fondo común de inversión afuera es tener onda con financiamiento, ¿entonces que hago? invierto en una sociedad de afuera, una cantidad de inversores que se sienten cómodos entre sí, generan un "profit" dentro de esa sociedad que después se venderá afuera a otro inversor; o ingresará otro inversor con otra

valuación de las acciones del exterior (no de las acciones locales, estas son el patrimonio de las acciones del exterior) entonces finalmente lo que se va a vender son las acciones del exterior, donde va a haber accionistas nuevos, etc. Si yo nacionalizo todo, el inversor externo que no se siente cómodo en la Argentina con el cambio de normativas que hay continuamente en este país, se va de la Argentina.

MARCO REGULATORIO Y MEJORES PRÁCTICAS PARA EL PRIVATE EQUITY Y EL VENTURE CAPITAL

El panel apuntó a la comparación de mejores prácticas a nivel internacional, evaluando las ventajas y deficiencias del actual marco regulatorio para el desarrollo de la industria de PE y VC, estableciendo oportunidades de cambio y mejora. Participaron como expositores:

- **Hugo Medina** (Banco Central de la República Argentina)
- **Susana García Robles** (Inter American Development Bank - Multilateral Investment Fund)
- **Ricardo Daud** (Santander Investment)
- **Daniel Córdova Cayo** (Universidad UPC Programa Invertir - Procapitales - Perú).

Extracto de la exposición del Dr. Hugo Medina

En su exposición disiente con varios de los conceptos vertidos en el panel anterior, por ejemplo en lo referente a las modificaciones de los aportes irrevocables: ¿qué son los aportes irrevocables? Irrevocable es que no puede ser revocado, entonces se debe incorporar en la cuenta capital, no se debe utilizar un puente para tener ventajas. Con respecto a las sociedades "off-shore", en la provincia de Buenos Aires el 45% de las propiedades están a nombre de sociedades

"off-shore". Con la resolución 7 esto no se pudo hacer más, entonces se hace la pregunta ¿quien se vio perjudicado? Los estudios jurídicos que eran quienes asesoraban a las personas para que pudiesen tener sus bienes en sociedades "off-shore", entonces en Buenos Aires se podían constituir sociedades uruguayas, panameñas y de otros paraísos fiscales que perseguían este fin, y no el de generar inversiones genuinas. Sostiene que esta tendencia se está dando en todo el mundo, tratando de regular los paraísos fiscales para que se pueda saber quienes son los verdaderos tenedores de las acciones. Afirma que como presidente del organismo de control (Comisión Nacional de Valores) le ha pasado que pregunta quienes son los accionistas de una determinada sociedad y no saben o no le han podido decir. Entonces se debe proponer un discurso coherente con la actitud: si se quieren reglas de juego clara y seguridad jurídica, se debe aceptar que el mundo va en este sentido y que en Argentina se pueda saber quienes son los que invierten en este país.

Respecto de "aggiornar" la ley de Sociedades para que se parezca al derecho anglosajón, sostiene que dicha propuesta lo deja estupefacto ya que nuestro sistema legal esta forjado en el derecho europeo, entonces una ley de sociedades basada en el derecho anglosajón chocaría con nuestro código civil, nuestro código de comercio. No se podría encontrar un canal de comunicación para tener una fuente de derecho confiable si se piensa que por tener la solución de "stock options" se contarán con mejores sociedades comerciales. Propone un sinceramiento, ya que teniendo una vertiente jurídica de carácter europeo continental, y con un mundo que se debate en estos dos modelos, que se tenga uno u otro... no significa que la solución pase por cambiar estas cuestiones.

Respecto al problema del desarrollo del PE, sostiene que el mismo posee dos vertientes principales:

- la falta de buenas ideas de negocio,
- el financiamiento.

Afirma que el entrepreneur en Argentina no quiere, no acostumbra tener socios ya que le cuesta tener gente que pida explicaciones acerca de cómo se maneja el negocio. Por ello los entrepreneur prefieren endeudarse y, si es posible,

hacerlo con una sola persona. Durante la década pasada la mayoría de las ONs que salían al mercado eran en realidad préstamos sindicados donde se utilizaba el sello de la CNV y de la Bolsa de Comercio pero luego no salían a cotizar públicamente y que eran préstamos sindicados; así se llegó a tener 20.000 millones de dólares. Cuando esto se modificó con el fin de garantizar que las ONs saliesen al mercado, esta práctica se acabó: no se quiere tener un grupo de acreedores, se busca un acreedor, un dueño. Por otro lado, los que invierten en esa empresa son todo lo contrario: no quieren ser el único acreedor, quieren tener información y una cartera diversificada. Entonces no se puede promover el VC. Emitir deuda es mucho más fácil para una empresa pequeña que emitir capital en forma de acciones ya que estar en la Bolsa significaría tener una política de Governancia, directores independientes, etc. Para que esto suceda, debe estar promovido por recursos financieros a tasas muy bajas.

Finalmente, afirma que escasean las buenas ideas de negocios, no hay proyectos empresarios (abundan las "monoideas" o "autoempleo"), entendiendo por buen proyecto uno que tenga perspectivas de desarrollo empresario; los proyectos que le ha tocado ver no son buenos, y los recursos están disponibles (a su juicio), sosteniendo que hay muchos mas recursos disponibles que ideas para ser llevadas a cabo.

Extracto de la exposición de la Dra. Susana García Robles

El proceso de creación de una industria de capital de riesgo es muy prolongado y sus resultados deben medirse en décadas. La experiencia internacional indica que el desarrollo de las inversiones de capital de riesgo/capital privado requiere de:

- Un considerable apoyo financiero e institucional, con inversores pacientes
- Un entorno en el que ya exista una serie de condiciones que hayan creado una masa crítica de oportunidades y agentes con experiencia, por ej.: administradores

- hábiles y una amplia base de pericia empresarial,
- Condiciones legales, tributarias y reguladoras estables y que no discriminen contra este tipo de actividad,
- Un entorno económico previsible,
- Buenas fuentes de información,
- Un sistema tributario y legal adecuado,
- Un mercado de capitales dinámico que ofrezca, con el tiempo, una vía de salida.

La industria del capital de riesgo en América Latina y el Caribe (LAC) está aún en su etapa inicial. Las inversiones se encuentran en una etapa relativamente inmadura. Pocos fondos han terminado su período de inversión y pocos han vendido siquiera partes importantes de su cartera

La industria del capital de riesgo requiere conglomerados y una masa crítica, con el apoyo de la infraestructura adecuada. Para desarrollarse hay que tener una amplia base de empresarios, científicos y personal calificado, con la asistencia de una red de entidades de servicio. Si no existen hay que crearlos. Este proceso requiere un importante compromiso financiero de instituciones públicas o cuasipúblicas. La falta de algunos de los factores mencionados en la región LAC abre las puertas a una mayor intervención del gobierno y hace necesario un nivel de compromiso sostenido y a largo plazo que acompañe cualquier esfuerzo serio por desarrollar la industria.

En ese contexto, se pueden señalar los siguientes impedimentos para el desarrollo de la Industria de Capital de Riesgo:

- **Riesgos macroeconómicos y de mercado**, desastres naturales, etc., que afectan especialmente a las PyMEs
- **Escasez de cultura empresarial y talento gerencial probado**, que resulta en escasez de administradores profesionales locales con experiencia para desarrollar el pipeline y negociar contratos
- **Riesgo específico de las inversiones** en PyMEs: problemas de gobernabilidad: muchas compañías no están preparadas para una inversión de capital (i.e, no

quieren abrirse del círculo familiar, aceptar otros directores, cumplir con regulaciones medioambientales, están muy centradas en la persona que empezó la compañía y les falta un equipo de gestión, no entienden el proceso legal y se asustan, transparencia en la contabilidad y los asuntos impositivos)

- **Costos de transacción** muy elevados y disminuyen el retorno esperado
- **Carencia de personal capacitado** y bien remunerado, la curva de crecimiento es lenta
- **Difícil acceso** al mercado internacional.
- **Difícil salida** a través del mercado de valores (es el que respalda las valoraciones más altas y genera resultados comprobados).

La legislación tributaria y normativa que rige los instrumentos de inversión suele ser excesivamente restrictiva, ya que en general no hay legislación que se refiera concretamente a la industria del capital de riesgo/capital privado. Hay incertidumbre sobre la validez de los contratos en las cortes, en algunos países el entorno legal es confuso con respecto a los posibles perjuicios que los inversores puedan tener cuando una compañía en el fondo tiene problemas, los derechos de los accionistas minoritarios no están bien protegidos. Mientras los inversionistas en los países desarrollados utilizan activamente las leyes y los reglamentos vigentes para estructurar sus inversiones, los sistemas legales y reguladores de la región son menos flexibles. Asimismo no se encuentran en todos los países de la región elementos comunes referentes a la estructuración de operaciones tales como la utilización de opciones, los pactos para votar de determinada manera, la recompra de acciones y una protección eficaz de los accionistas minoritarios. En ese sentido, las siguientes son lecciones aprendidas

Lecciones y Mejores Prácticas con respecto a las Compañías del Portafolio

Se debe:

- **Usar estructuras simples**, y con mezcla de deuda y capital (el entorno legal no es sofisticado). Las pequeñas empresas tienen su propio ciclo de crecimiento por

lo que no se debe forzarlas a crecer más allá de límites realistas y se deben usar instrumentos de deuda orientados al flujo de caja (el capital es un instrumento de financiación sólo apto para empresas con alto potencial de crecimiento, no es panacea universal).

- **Estudiar, al planear la inversión, si la empresa necesitará otras ruedas de financiamiento a futuro;** si el pedido se origina después, muchas veces termina siendo porque la empresa tiene problemas, no porque esté creciendo.
- **Tener una visión realista** de las posibilidades de las compañías: las valuaciones han sido exageradas y los planes de negocios demasiado optimistas.
- **Monitorear las empresas semanalmente** y tener control sobre las cuentas de las empresas (¿cuánto disponen en efectivo?) ¡Nunca se conoce suficientemente a una compañía!
- **Conocer el mercado** y la potencialidad de crecimiento del sector.
- **Usar "screening tools"** para desarrollar un inventario de proyectos (pipeline): monitorear productividad de la empresa, cualidad de los estados financieros.
- **Desembolsar en tramos;** condicionar el dinero a metas a alcanzar, definir el uso de los recursos y monitorear que el dinero se use para lo que fue aprobado. La causa más frecuente de fracaso en las empresas es la inhabilidad de proyectar o administrar adecuadamente el flujo de caja diario. Tener controles para los desembolsos y seguir las "huellas" de los recursos desembolsados, "¿se usaron para lo previsto?"
- **Identificar y negociar la forma de salida** antes de entrar en la inversión. Se debe ser prudente al invertir, a veces es mejor esperar a hacer malas inversiones. Paciencia y no ceder en las negociaciones, proteger los intereses del fondo.
- **Ir por industrias y sectores que son resistentes a la recesión,** exportan y generan efectivo. Invertir en compañías

que compañías más grandes quieran comprar

- **Evaluar las empresas dentro de cada fondo que no alcancen los resultados esperados.** En algunas se podría convertir el capital en deuda o liquidar la inversión a favor de nuevas operaciones.
- **Orientar hacia dos o tres tramos de inversión** y aumentar las inversiones en las empresas que probablemente hayan de obtener mejores resultados. El objetivo inicial podría ser del orden de 15 a 20 empresas, el segundo tramo incluiría únicamente cinco a siete y el último debería financiar entre una y tres inversiones. Así se aumentarían las posibilidades de lograr una elevada rentabilidad financiera (efecto de demostración positivo).
- **Tener presente que se invierte en gente,** gente y gente.
- **Chequear los posibles perjuicios:** si la compañía vende en negro, si respeta las condiciones medioambientales, si paga impuestos. Si la compañía tiene que cambiar bastante o drásticamente en estos temas, ponerla a prueba antes de invertir, condicionar desembolsos, etc.
- **Completar todos los documentos legales** antes de desembolsar el dinero, chequear antes de negociar cláusulas más sofisticadas como el "drag along" y "tag along" si en verdad son válidas en el país. Si no lo son, buscar otras protecciones.

Lecciones y Mejores Prácticas con respecto a la Estructuración del Fondo

- Los fondos para PyMEs son más exitosos si se usan estructuras de deuda y cuasi capital, no capital
- Cláusulas de divorcio "sin razón" entre inversores y gerente
- Especificar antes de invertir los requisitos de información que se esperan por parte del gerente y de los inversores (a nivel fondo y a nivel compañía).

- No sucumbir a querer cerrar el fondo con un monto muy pequeño: pocas veces se logra capitalizarlo más. Esto importa porque los costos de administración son los mismos, pero el "management fee" es menor.
- Estructura del fondo: el período de inversión debería ser de 4 a 5 años, siempre se tarda más de lo pensado en encontrar buenas compañías y en venderlas.
- Cuando cambia el personal del fondo o de la compañía, asegurarse que se cambian las firmas en los bancos, poderes legales de representar al fondo o la compañía, etc

Extracto de la exposición del Sr. Ricardo Daud

La situación actual en Argentina encuentra entre sus aspectos impulsores la disponibilidad de emprendimientos: entre 300 y 400 al año (estudio JICA y UNGS, 2003), una estructura de fomento a la creación y revitalización de empresas de alto potencial, interés por parte de las AFJPs y grandes grupos económicos en participar de este tipo de inversiones, alineación con las estrategias políticas, económicas y sociales de la mayoría de los actores políticos, y jugadores con experiencia en el proceso de inversión en CR.

Entre las barreras se pueden contar la restricción para los inversores institucionales a invertir en CR (por la necesidad de calificación de riesgo), la falta de regulación de la actividad de CR, y la poca oferta pública.

Existió una intención de legislación a través de la Ley 25.548, que fue aprobada por el Congreso y vetada por el PEN el 26/12/2001 (Presidencia Rodríguez Saa). Dicha ley buscaba regular la actividad de CR, y fue vetada porque el PEN entendía que esto podía hacerse con las normativas e instituciones vigentes a la fecha, por lo que se duplicarían funciones, se agregarían erogaciones y se crearía conflictos de interpretación en los regímenes jurídicos aplicables.

Entre las propuestas para el desarrollo de la industria, se puede citar la necesidad de flexibilizar las regulaciones de inversión definidas por la SAFJP, el fomento de un proyecto de ley de CR al estilo España y un cambio en la normativa de la Comisión Nacional de Valores para incorporar la figura de Fondo de Capital de Riesgo. Estas innovaciones permitirían generar impacto económico y social, con aumento de la competitividad y alineación con las estrategias de gobierno de la mayoría de los actores políticos

Proyecto de Ley: La Experiencia Española (Ley 121/000029 13 de Junio de 2005)

Regula la actividad de CR en los siguientes actores:

- Sociedad de Capital-Riesgo
- Fondo de Capital-Riesgo
- Sociedad Gestora de Capital-Riesgo
- Sociedad de Instituciones de Inversión Colectiva que gestionen entidades de CR

El Reglamento de Gestión prevé:

- el Plazo de duración,
- el Régimen de suscripciones y rescates (con Plazo de duración de la prohibición de suscripciones y rescates, si las hubiese),
- la periodicidad del cálculo del valor de las participaciones a efectos de suscripciones y desembolsos,
- la determinación y forma de distribución de resultados, los Requisitos para la modificación del contrato de constitución, del Reglamento de Gestión y condiciones para ejercer, en su caso, el derecho de separación del partícipe;
- la sustitución de la Sociedad Gestora;
- normas para la disolución y liquidación del Fondo,
- tipos de remuneración de la sociedad gestora;
- y política de inversiones.

Con respecto a la política de inversiones, tiene en cuenta:

- los sectores empresariales hacia los que se orientarán las inversiones;
- las áreas geográficas hacia las que se orientarán las inversiones;
- los tipos de sociedades en las que se pretende participar y criterios de selección;
- los porcentajes generales de participación máximos y mínimos de mantenimiento de las inversiones y fórmulas de desinversión;
- el tipo de financiación que se concederá a las sociedades participadas;
- las prestaciones accesorias que la sociedad gestora del mismo podrá realizar a favor de las sociedades participadas, tales como asesoramiento o servicios similares;
- las modalidades de intervención de la entidad gestora en las sociedades participadas, y fórmulas de presencia en sus correspondientes órganos de administración.

Entre otras cosas trata también la valoración del Patrimonio, valor liquidativo y distribución de resultados, las posibilidades de fusión, disolución y liquidación, la sustitución de Gestoras y la delegación de la Gestión financiera.

Extracto de la exposición del Dr. Daniel Córdova Cayo

La problemática en Perú es muy similar a la existente en otras economías de Latinoamérica: la existencia de fondos disponibles y la poca industria de intermediación financiera en etapas primarias de los proyectos que permita financiar una escasa también cantidad de emprendimientos.

¿Por qué no hay nuevos emisores en el mercado de valores?

Se requiere de una escala mínima por los costos de emisión; existe un exceso de costos de transacción por el regulador originados en

necesidades de información y por Reglamentación dispersa; los inversionistas buscan activos financieros poco riesgosos (niveles por encima de calificación de riesgo AA) y monto superior a US\$ 15 MM; con poca disposición a la internacionalización y al cambio en general; y ausencia de buen gobierno corporativo (Transparencia en información económica y financiera; Ausencia de planificación estratégica; y órganos de gobierno poco ordenados). En síntesis la mayoría de potenciales emisores del Perú saldría con montos de emisión pequeños, con costos de emisión elevados, y con categorías de riesgo de niveles III (BBB) o IV (BB y B), lo cual hace poco viable la captación directa de recursos financieros en el mercado de valores, generando un descalce entre la oferta y la demanda.

¿Por qué no hay más fondos de capital de riesgo?

La explicación subyace en:

- un déficit de instituciones y profesionales con conocimientos especializados en esta actividad,
- el carácter incipiente de la cultura del capital de riesgo;
- la ausencia de canales permanentes para identificar empresas de gran potencial;
- la falta de procesos organizados para atraer inversionistas y establecer nexos con empresarios y administradores de fondos
- y la falta de mecanismos de salida identificables para los inversionistas.

Normativa y Agenda Pendiente

Entre los avances normativos generales se pueden citar las principales modificaciones implementadas:

- Fondos privados de pensiones pueden invertir en fondos de capital de riesgo.
- Fondos de inversión en general pueden invertir en instrumentos emitidos por oferta privada.
- Se permite el desarrollo de fondos de inversión que realicen operaciones de

“Confirmer”. (Compass- Fondo de Inversión para Pymes)

- Régimen de impuesto a la renta: el partícipe del fondo paga los impuestos y no el fondo de inversión.
- Se incrementó la participación máxima que puede mantener un partícipe en cuotas de un fondo (de 1/4 a 1/3 del patrimonio del fondo de inversión).
- Los gestores deciden el nivel de diversificación adecuado de los fondos.

Sin embargo la agenda deja cuestiones pendientes, sobretudo la necesidad de eliminar el diferencial de impuesto a la renta entre ganancia por inversión en capital de riesgo y ganancia por inversión en Bolsa. Asimismo sería conveniente dinamizar el papel promotor de COFIDE siguiendo por ejemplo el modelo CORFO (Chile), eliminando regulaciones absurdas (del ritmo de "cash calls", de la frecuencia de reuniones de comités de inversiones, etc.), reduciendo también el requerimiento de capital mínimo para la constitución de sociedades administradoras de fondos y eliminando la causal de revocación de funcionamiento de administradora.

Preguntas

- *Sobre los fondos peruanos: qué tamaño tienen, como se constituyeron en términos de inversores locales, de dónde obtienen la experiencia y si han hecho algún tipo de emprendimiento.*

Daniel Córdova Cayo: El primer fondo tiene un origen particular que son los curas salesianos, ellos son los principales inversores de ese fondo, y lo principal es que funciona. Tiene todos los estamentos e inversiones en "agribusiness". Tienen fondos entre 18 y 20 millones de dólares. El segundo fondo pertenece a una institución muy importante, una conocida consultora AC capital. Y están invirtiendo en todo lo que es infraestructura. El tercero es de un administrador que ha tenido una pésima experiencia en Perú, sin embargo han logrado 15 a 20 millones de dólares y tienen inversiones en Perú y Colombia. Los distintos fondos han demostrado que pueden funcionar bien, pero hay mucho para hacer.

- *Una pregunta para la refutación de las off-shore. Resultaba fundamental para muchos*

argentinos sacar la plata de Argentina en la crisis. ¿Que opciones cree que podrían haber existido para cuidar un poco el capital utilizando un mecanismo de llevar dinero al exterior como argentino? Racionalmente, no era ilógico que la gente quisiera cuidar su capital como se dice que lo hizo la provincia de Santa Cruz.

Hugo Medina: Yo creo que no ha sido la inversión en el exterior o el girar dólares argentinos producto de la crisis... sino que una conducta de los argentinos... antes de la crisis había 100000 millones de dólares en el exterior. Entonces estas nuevas directivas vienen a reconocimiento de una situación: a nadie le piden que traiga la plata, sino que declare la que tiene acá. Nadie puede estar ajeno a lo que pasó en Cromagnon... el dueño del local era una sociedad *off shore*... se murieron 200 chicos y no hay responsables, no puede haber un sistema jurídico que no responsabilice a alguien con patrimonio. A mi me interesa que en mi país se sepa quien invierte, por lo que es correcto que se controle ese aspecto informativo de las sociedades.

- *Con respecto a los Bonos de Carbono: ¿tienen fondos destinados para este tipo de emprendimientos?*

Susana García Robles: Específicamente en el 2000 existía la posibilidad de hacer financiamiento de manera conjunta con el BID, no estoy segura que lo tengan pero el BID lo está investigando. El BID es una institución tan compleja y grande que no le sabría decir con exactitud cual es el grado de avance del proyecto.

CONCLUSIONES

Luego de las exposiciones y de diferentes visiones por parte de los integrantes de los paneles, surgieron las siguientes consideraciones:

- La industria de private equity y capital de riesgo está en su etapa inicial en Argentina, en América Latina y en el Caribe. Asimismo, existe un desconocimiento en los medios no especializados y en el Gobierno, y se están

soportando consecuencias de las malas experiencias derivadas de la crisis.

- El combate contra el dinero ilegal y la evasión fiscal, y la promoción de transparencia societaria que se manifiesta en las recientes normas de la IGJ (7/03 sobre activos, 2/05 sobre sociedades off shore, 22/04 sobre atribución de responsabilidad) ejercen influencia sobre la arquitectura societaria que usualmente a nivel internacional utilizan los fondos de capital de riesgo y de private equity, que en general intentan no estar sometidos a la jurisdicción local utilizando vehículos societarios intermedios.

- Se debe buscar un sano equilibrio entre el legítimo interés del Estado de controlar flujos ilícitos de fondos y de responsabilidad, con el interés de promover inversiones locales y del exterior que ayuden a crear empleo y explotar oportunidades de negocios, quizá a través de una ley de Entidades de capital de riesgo, que avale excepciones conducentes a la promoción de inversiones en la industria.

- No se puede lograr desarrollo de la industria de private equity y de venture capital sino se logra al mismo tiempo el desarrollo del Mercado de Capitales, que actúe como vía de salida concreta para los inversores iniciales. Tampoco es posible desarrollar el Mercado de Capitales sin la participación concreta de los inversores institucionales (AFJP's, Fondos comunes de inversión y firmas de seguros), que constituyen un pilar fundamental del mismo. El inconveniente de la participación es que los mismos están limitados en sus inversiones a títulos admitidos en régimen de oferta pública y que cotizan en ciertos mercados (Art. 78 Ley 24241), por lo que se dificulta su intervención en el financiamiento primario o en el mercado secundario.

- Para ello se requiere revisar los instrumentos de inversión y adecuar la normativa sobre inversiones autorizadas y sus requisitos, creando de ser necesario alguna suerte de vehículo de inversión que actúe como instrumento en el financiamiento, asociado a una adecuada diversificación y sin generar riesgos sobre la totalidad de los fondos administrados. Recientes innovaciones en la regulación de la CNV

autorizando instrumentos que cotizan para invertir en sociedades que no cotizan son un avance.

- El mercado de inversiones también adolece de la falta de buenos proyectos conducidos por adecuados gestores. Prima en general las ideas que apuntan al autoempleo (monoideas), y es difícil encontrar buenos proyectos, innovadores y con expectativas de crecimiento, que permitan explotar economías de escala y con gestores con cultura empresarial. Esta evidencia se manifiesta de manera regional en diferentes economías latinoamericanas. La capacitación suma un aspecto relevante en este sentido.

- Las comparaciones de buenas prácticas regionales aconsejan estructuras de capital y contratos simples, ya que en muchos casos frente a conflictos en la justicia, los jueces no siempre poseen los conocimientos necesarios para interpretar contratos complejos, que solamente logran confundirlos. Asimismo, debe primar el convencimiento que la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo constituyen un aspecto positivo en el crecimiento de las empresas.

- La experiencia regional aconseja el uso de instrumentos de inversión tales como el *cuasiequity* y la deuda convertible, adicionalmente a los tradicionales de *equity* y deuda. Asimismo, se precisa de inversores pacientes, condiciones legales, tributarias y reguladoras estables que no discriminen hacia este tipo de actividad sino que por el contrario, la promuevan, buenas fuentes de información y un entorno económico previsible.

- Los organismos multilaterales debieran ayudar no solo al inicio del proceso (con capacitación y desarrollo de los emprendimientos) sino también trabajar en conjunto con los actores regionales (Bolsas, Fondos) para facilitar las salidas de las compañías a los inversores, ya que este es el escenario ideal aunque muy poco usado en América Latina debido a la poca profundidad de los mercados de capitales.