



Comité de Donantes

Para consideración

MIF/GN-78-11
29 de enero de 2004
Original: inglés

Al: Comité de Donantes
Del: Secretario
Asunto: Evaluación de los Proyectos del FOMIN: Desarrollo del capital de riesgo

Consultas a: Señor Bernardo Guillamon (extensión 1583)

Observaciones: El presente informe forma parte integral del programa de trabajo de la Oficina de Evaluación y Supervisión (OVE) dirigido a evaluar las actividades del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) desde el inicio de sus operaciones en 1993, conforme al mandato de su Comité de Donantes. La labor de OVE tiene por finalidad dar una imagen cabal de las actividades emprendidas por el Banco en apoyo del sector privado, y en especial por el FOMIN, según lo dispuesto en el documento MIF/GN-78 de febrero de 2002.

La evaluación, iniciada en 2002, abarca cuatro grupos temáticos de proyectos: métodos alternativos de resolución de disputas (documento GN-78-2), microfinanzas (documento GN-78-3) y reforma financiera y mercados de capital (documento GN-78-4). Durante 2003, según estipula el programa aprobado por el Comité de Donantes (documento GN-78-1), los grupos de proyectos a evaluar comprenden el resto de los ámbitos temáticos de intervención del FOMIN, a saber, i) provisión privada de servicios de infraestructura; ii) desarrollo de recursos humanos (incluidas las normas sobre aptitudes profesionales y la reforma del mercado de trabajo); iii) servicios de desarrollo empresarial (incluidas las normas de calidad y la promoción del comercio y la inversión); iv) **desarrollo del capital de riesgo**; v) medio ambiente; y vi) promoción de la competencia y la protección del consumidor.

Una vez completadas las evaluaciones de los grupos temáticos en el 2003, los resultados se compilarán en un informe general de evaluación, en el que se integrarán los resultados de evaluación para los 10 años de operaciones del FOMIN.

Referencias: MIF/GN-78(2/02), MIF/GN-78-1(11/02)



MIF/GN-78-11

***Evaluación del FOMIN –
Desarrollo del capital de
riesgo***

***Oficina de Evaluación y Supervisión,
OVE***

Banco Interamericano de Desarrollo
Washington, D.C.
Diciembre de 2003

ÍNDICE

PRÓLOGO

RESUMEN EJECUTIVO

I.	EVOLUCIÓN DEL CONTEXTO PARA EL DESARROLLO DEL CAPITAL DE RIESGO	1
A.	El capital de riesgo: una visión general	1
B.	Orígenes de la inversión de capital de riesgo: la experiencia de los Estados Unidos	4
C.	Israel, ejemplo de éxito en la promoción del capital de riesgo	7
D.	El contexto económico y los mercados de capitales en América Latina y el Caribe	9
E.	El desarrollo del capital de riesgo en la región	12
F.	Una nota sobre la rentabilidad del capital de riesgo/privado y la importancia de las administradoras de los fondos	18
G.	Resumen y conclusiones	20
II.	ESTRATEGIA DEL FOMIN PARA EL DESARROLLO DEL CAPITAL DE RIESGO	22
A.	La evolución de los objetivos de la estrategia del FOMIN respecto de los fondos de capital de riesgo (1993-2000)	22
B.	La estrategia para el desarrollo del capital de riesgo, 2001-2005	24
C.	La división de tareas entre la CII y el FOMIN en el campo del capital de riesgo	25
D.	La asignación de recursos del FOMIN en el desarrollo del capital de riesgo	27
E.	Clasificación de los fondos del FOMIN	27
III.	EVALUACIÓN DEL PROGRAMA DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO	31
A.	Pertinencia	33
B.	Eficacia	36
C.	Eficiencia	42
D.	Innovación	44
E.	Sostenibilidad	48
F.	Adicionalidad	51
G.	Evaluabilidad	53
H.	Resumen del desempeño de los fondos	57
IV.	CONCLUSIONES Y ÁMBITOS DE OPORTUNIDAD	62
A.	Factores positivos	63
B.	Elementos negativos	65
C.	Peligros	67
D.	Las oportunidades y las próximas etapas posibles	67

1.	Medidas a corto plazo	68
2.	Medidas a mediano plazo y decisiones estratégicas	69

Los anexos y apéndices que se indican a continuación se pueden consultar en el sitio virtual de OVE en Intranet: <http://ove/> All about OVE / Docs. Sent to Board / Independent Evaluation of the MIF). Si necesita un ejemplar impreso sírvase ponerse en contacto con OVE.

ANEXOS

Anexo I	Desarrollo del capital de riesgo: contenido y evolución
Anexo II	Estrategia del FOMIN para el desarrollo del capital de riesgo
Anexo III	Evaluación del programa del FOMIN de fondos de capital de riesgo ¹
Anexo IV	Lista de proyectos
Anexo V	Bibliografía
Anexo VI	Lista de personas consultadas

APÉNDICES

Apéndice I	Ejemplo de evaluación de un fondo y de aplicación de la metodología de OVE.
------------	---

¹ Confidencial (sólo se puede obtener previa solicitud especial al Subdirector de OVE, Sr. Sixto Aquino – sixtoa@iadb.org)

SIGLAS Y ABREVIATURAS

ABCR	Associação Brasileira de Capital de Risco
ADR	Certificados americanos de depósito de acciones extranjeras [American Depository Receipts]
AFP	Administradoras de Fondos de Pensiones
AMEXCAP	Asociación Mexicana de Capital Privado
AOL	America Online
ARDC	American Research and Development Corporation
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDESPAR	BNDES Participações S.A.
CFI	Corporación Financiera Internacional
CII	Corporación Interamericana de Inversiones
CONACYT	Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología
CORFO	Corporación de Fomento de la Producción
CRP	Companhia Riograndense de Participações
FIDE	Fondo de Inversión y Desarrollo Empresarial
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FIPE	Fondo de Inversiones para la Pequeña Empresa
FMIEE	Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes
FOMIN	Fondo Multilateral de Inversiones
FONTEC	Fondo Nacional de Desarrollo Tecnológico y Productivo
LAVCA	Asociación de Capital de Riesgo de América Latin
NAFIN	Nacional Financiera
NASBIC	National Association of Small Business Investment Companies
NBER	National Bureau of Economic Research
OVE	Oficina de Evaluación y Supervisión
PIB	Producto interno bruto
SAIC	Sociedad Anónima de Inversión Comercial
SBA	Small Business Administration
SBIC	Small Business Investment Corporation
SBIR	Small Business Innovation Research
SINCA	Sociedad de Inversión y Capital Anónima

PRÓLOGO

El informe correspondiente a este grupo de proyectos constituye un elemento integral del programa de trabajo de la Oficina de Evaluación y Supervisión (OVE) dirigido a evaluar las actividades del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) desde el inicio de sus operaciones en 1993, de conformidad al mandato de su Comité de Donantes. Es objetivo de la labor de OVE esbozar una imagen cabal de las actividades del Banco en apoyo del sector privado, y en especial de las del FOMIN, según lo dispuesto en el documento MIF/GN-78 de febrero de 2002.

Al efecto de dicha evaluación, OVE elaboró un marco metodológico especial que tuviese en cuenta las características específicas de las intervenciones del FOMIN. Asimismo, se efectuó una estimación inicial de su cartera total de proyectos, identificando en ella los principales grupos temáticos de proyectos para los que cabe establecer hitos de referencia comunes y extraer lecciones útiles. La evaluación, iniciada en 2002, abarca cuatro categorías de proyectos: i) Reforma financiera; ii) Mercados de capital; iii) Microfinanzas; y iv) Métodos alternativos de resolución de disputas comerciales. Estas cuatro categorías representaron en conjunto 134 proyectos en 16 países, con un monto total aprobado de US\$159,75 millones en recursos del FOMIN.

A tenor del plan pormenorizado de trabajo que se incluye en el Informe de Progreso para 2002 aprobado por el Comité de Donantes (documento MIF/GN-78-1), los grupos de proyectos a evaluar en el transcurso de 2003 comprenden los demás ámbitos primordiales de intervención del FOMIN, a saber: i) provisión privada de servicios de infraestructura; ii) desarrollo de recursos humanos (incluidas las normas sobre aptitudes y reformas del mercado de trabajo); iii) servicios de desarrollo empresarial (incluidos los criterios de calidad y el fomento del comercio y la inversión); iv) fondos de capital de riesgo; v) medio ambiente y ecoeficiencia; y vi) impulso a la competencia y protección del consumidor. Durante el primer semestre de 2003 se completó la evaluación correspondiente a los dos primeros grupos, mientras que la de los últimos cuatro se ultimó en el segundo semestre del año.

Al término de 2003, una vez concluido el trabajo de evaluación para los principales grupos temáticos de proyectos, OVE debía elaborar un informe global en el que se sintetizaran los resultados de la labor de evaluación conducida durante los 10 años de operaciones del FOMIN y se abordaran cuestiones referentes a los procesos y mecanismos institucionales.

RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este informe consiste en presentar los resultados de la evaluación de la iniciativa adoptada por el FOMIN de prestar apoyo al desarrollo del capital de riesgo² en la región. Hasta fines de 2002 el FOMIN había aprobado 35 proyectos en este sector. Se había comprometido financiamiento del FOMIN por valor de US\$178 millones para fondos y US\$17,3 millones para 21 componentes conexos de asistencia técnica. Un pequeño grupo de esos proyectos de asistencia técnica (nueve proyectos por un total de US\$12,9 millones) se puso en marcha con la estrategia de desarrollar nuevas sociedades (por ejemplo mediante incubadoras de empresas), particularmente en ámbitos de mayor contenido tecnológico, así como intervenciones orientadas a mejorar el marco legal e institucional del desarrollo del capital de riesgo. En total, los fondos para la pequeña y mediana empresa recibieron US\$105 millones (58%) en compromisos de capital del FOMIN, en comparación con US\$38,4 millones (22%) en el caso de los fondos para el medio ambiente y US\$34,8 millones (20%) en el de los fondos de tecnología. En cifras agregadas, el programa ha tenido en los tres últimos años un volumen medio de compromisos de US\$27 millones.

El programa del FOMIN para el desarrollo del capital de riesgo constituye probablemente uno de los más ambiciosos y difíciles que haya emprendido la institución hasta la fecha. La presente evaluación tomó como punto de partida la experiencia internacional en cuanto al desarrollo de la pequeña y mediana empresa/capital de riesgo y a los beneficios que este dinámico sector puede aportar para la economía en general. El presente informe puso de manifiesto que el proceso de creación de una industria de capital de riesgo es muy prolongado y que sus resultados deben medirse en décadas. Este proceso a largo plazo requiere un considerable apoyo financiero e institucional, únicamente puede tener lugar en un entorno en que exista ya una serie de condiciones que hayan creado una masa crítica de oportunidades y agentes con experiencia, únicamente prosperará donde las condiciones legales, tributarias y reguladoras sean estables y no discriminen contra este tipo de actividad y requiere un dinámico mercado de capitales (o éste lo facilitará en gran

² **Por capital de riesgo se entiende la provisión de financiamiento, principalmente mediante instrumentos de capital y cuasicapital, a empresas pequeñas y en sus primeras etapas a medida que desarrollan sus ideas, productos o actividades.** Es una subserie del capital privado, que tiene que ver con empresas de diverso tamaño y en diversa etapa de desarrollo, incluidas empresas bien establecidas. El objetivo consiste en encontrar empresarios que tengan las ideas y la capacidad necesarias para crear una empresa con potencial para crecer sustancialmente en el curso del tiempo. Una importante característica de quienes invierten capital de riesgo consiste en que añaden a las empresas de su cartera un valor que excede del financiamiento que aportan. Las administradoras de capital de riesgo son inversionistas que ayudan al propietario/gerente de las empresas en que invierten a desarrollarlas comercialmente. Habida cuenta de lo difícil que es estimar el riesgo existente, las empresas con este tipo de perfil generalmente no son buenas candidatas para recibir crédito comercial. En cambio, al tener una distribución de la rentabilidad sumamente sesgada (alta probabilidad de rentabilidad baja/baja probabilidad de rentabilidad alta), son buenas candidatas para inversiones relacionadas con el capital. Éstas permiten participar en una rentabilidad que puede ser excelente y, por lo tanto, recompensan el hecho de asumir el riesgo adicional.

medida). Todas estas condiciones ponen de relieve que se trata de una tarea compleja y difícil, como lo demuestra la experiencia internacional.

El FOMIN emprendió el desarrollo de la industria del capital de riesgo utilizando básicamente el instrumento de los fondos de capital cuando éstos prácticamente no existían en la región. A todos los efectos prácticos no había administradoras con experiencia y no había modelos para emular ni empresas locales que hubiesen tenido éxito. El programa comenzó con un entorno macroeconómico favorable y mercados de capitales razonablemente pujantes. Ambas condiciones se deterioraron al comenzar el nuevo siglo, en particular el auge de los mercados de capitales en todo el mundo. La dispersión inicial en el planteamiento estratégico del programa y la falta de precisión en cuanto a los objetivos que se había de alcanzar, tal vez hayan constituido otro obstáculo. De hecho, el programa trató de promover empresas de tecnología, demostrar que las empresas con una orientación ecológica podían ser buenos negocios, apoyar la utilización de fondos de capital como instrumento con fines de lucro para el desarrollo de la comunidad (en algunos fondos regionales) y promover el concepto de que el capital y el apoyo a una gestión “moderna” podían impulsar un proceso dinámico en la pequeña empresa (todos los fondos genéricos para la pequeña y mediana empresa). El único elemento común es el tamaño de la empresa. La evolución del programa indica índices importantes de aprendizaje y cambio. De hecho, tras un punto de partida en que se insistía resueltamente en los fondos de capital como instrumentos principales para el desarrollo de la industria del capital de riesgo/pequeña y mediana empresa (particularmente hasta 2000), las nuevas actividades del programa han comenzado a conectarse con otras actividades en los países.

El principal problema a que se hacía frente en la evaluación era que las inversiones se encontraban en una etapa relativamente inmadura. Ningún fondo ha terminado su período de desinversión y pocos han vendido siquiera partes importantes de su cartera. Por lo tanto, si bien en términos estrictos no se conocen aún los resultados financieros definitivos, de todas maneras es posible analizar distintos factores para determinar en qué situación se encuentran los fondos y arriesgar un pronóstico a futuro. Además, el marco de evaluación y la metodología empleados³ tenían cuidadosamente en cuenta todas las dimensiones de la evaluación en las distintas etapas de la ejecución del proyecto.

Se prestó especial atención a un minucioso análisis del desempeño del grupo de fondos que habían llegado pronto a la etapa de los desembolsos⁴ y, por lo tanto, podían ofrecer más información y tenían un mayor historial. En este grupo de fondos podía haber un sesgo hacia actividades más antiguas en que no se tuvieran en cuenta la evolución ni los

³ La metodología que se utilizó para la evaluación era básicamente la misma establecida por OVE para todas las evaluaciones del FOMIN, si bien se introdujeron algunos ajustes para adaptar los instrumentos de evaluación (formato y encuestas) según la índole de las actividades relativas al capital de riesgo. Para mayores detalles, véanse el Capítulo III y el Apéndice I.

⁴ Según los criterios fijados por el Grupo de Cooperación en Materia de Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo, 11 fondos habían llegado a esta etapa.

ajustes recientes de las inversiones del FOMIN que aún han de desembolsarse en el futuro. En todo caso, se introdujeron ajustes en dicho grupo para representar adecuadamente la combinación de países y tipologías de fondos del universo según la asignación del financiamiento⁵. Tras estos ajustes, el grupo quedó integrado por 14 fondos que representaban el 30% del capital comprometido y el 90% de las pequeñas y medianas empresas en que se habían hecho inversiones. Para formarse una idea clara de los problemas que se plantean en los distintos niveles de ejecución o que han venido evolucionando en el curso del tiempo, el equipo de evaluación visitó una muestra de 17 fondos que se encuentran en diversas etapas de ejecución. Esos fondos comprendían más del 40% del capital comprometido en este programa e iban desde algunos creados al inicio mismo del programa hasta otros aprobados a fines de 2002. En estos casos se realizaron extensas entrevistas con administradoras, empresas en que se habían hecho inversiones u otros participantes. La evaluación incluyó también un detallado cuestionario enviado a 25 de las administradoras de fondos. Se examinaron también documentos del FOMIN tales como memorandos de los donantes, contratos de gestión, propuestas concretas de comités de inversiones, informes especiales, correspondencia, fichas de evaluación, informes anuales, informes provisionales de evaluación del FOMIN y estados financieros comprobados de los fondos.

La industria del capital de riesgo en América Latina y el Caribe está aún en su etapa inicial. A medida que llegaban a la región flujos de inversiones sin precedentes y la actividad del capital privado se intensificaba en un período muy breve, la industria tuvo que funcionar al principio en las condiciones y con la infraestructura existentes. Lo que llevó varias décadas en otros lugares se estaba comprimiendo en la región en un período de menos de 10 años. Si bien el entorno subyacente ha ciertamente evolucionado en el curso de los años, es dudoso que en los años noventa su evolución haya ido a la par de la velocidad con que llegaba capital a la región y se concertaban operaciones.

Tienen que transcurrir décadas, según demuestra la experiencia internacional, para que se den las condiciones necesarias a fin de desarrollar una industria de capital de riesgo. Los países que han tenido las mejores experiencias en el establecimiento de una industria de capital de riesgo, como los Estados Unidos e Israel, indican que ésta no creció de la noche a la mañana, por sí misma ni a partir de la nada. Había que sentar las condiciones para que pudiera prosperar en un contexto en que las normas y los incentivos promovieran el espíritu empresarial y el desarrollo tecnológico. El enorme desarrollo en estos países habría sido imposible si no hubiese sido por las normas y los incentivos que comenzaron décadas antes y subsisten en la actualidad. Por ejemplo, la inversión organizada de capital de riesgo comenzó en los Estados Unidos hace unos 55 años y el patrocinio del gobierno comenzó 10 años después. Desde entonces se han establecido diversos programas de gobierno para complementar y ampliar el ámbito del programa original. Además del financiamiento formal, el marco tributario y regulador de los Estados Unidos ha venido evolucionando constantemente para facilitar el desarrollo de la industria.

⁵ Por ejemplo, este grupo de fondos incluía otros en que los desembolsos eran sustanciales (el 50% más) para que la combinación se asemejase a la asignación del financiamiento en el total. De todos los recursos comprometidos a este grupo, 64% eran fondos para la pequeña y mediana empresa, 16% fondos para el medio ambiente y 19% fondos de tecnología.

Sin embargo, es importante señalar que las instituciones de inversión de capital de riesgo no constituyen la única manera de promover el empresariado y la creación de nuevas empresas. Ciertamente no ha sido el sendero universal que han seguido todos los países desarrollados que lograron gran éxito en el fomento del sector privado. Bien puede ocurrir que el modelo sea adecuado para algunos países y no para otros y, en particular, el éxito de las empresas de tecnología avanzada que se ha observado en los Estados Unidos e Israel tal vez pueda repetirse únicamente en unos pocos países más.

En el caso de América Latina y el Caribe, a principios de los años noventa no había actividad organizada de capital de riesgo. Sin embargo, al ir cambiando el escenario económico, se convertía en terreno fecundo para la inversión extranjera en general y la de capital privado en particular. El capital privado se hacía cada vez más popular en los Estados Unidos y los fondos fluían en cantidades cada vez mayores, por lo que la industria necesitaba encontrar formas nuevas e innovadoras de colocar capital. Una manera evidente consistía en repetir la experiencia del país en el extranjero. Los capitales públicos en América Latina y el Caribe ya habían sido “descubiertos” de principios a mediados de los años noventa y el número cada vez mayor de empresas que trataban de ser cotizadas en las bolsas de valores de los Estados Unidos por conducto de los ADR⁶ dio mayor visibilidad a la región. Repentinamente parecía que los mercados de América Latina y el Caribe podían servir también de mecanismo de salida adecuado y, por lo tanto, se convirtieron en destino natural para los fondos de capital privado. Los fondos de capital privado institucionales, que apuntaban principalmente a empresas más grandes y a empresas privatizadas de servicios públicos en América Latina, hicieron su aparición en 1994-1995, atrayendo un considerable volumen de capitales a la región. Las sumas comprometidas pasaron de US\$107 millones en 1992 a US\$3.700 millones en 1998 y, en general, desde 1992 estos fondos han captado cerca de US\$16.000 millones.

Más allá de este auge de la inversión de capital privado en la región, las empresas más pequeñas pasaban inadvertidas y seguían teniendo dificultades para conseguir capital. Como resultado, y a pesar de que los flujos de inversiones aumentaron enormemente, éstas fueron a dar en su mayor parte a las empresas más grandes y mejor establecidas de las principales economías o a nuevas empresas de Internet. Se estima que únicamente el 5% de los fondos captados hasta 2002 estaban destinados a la pequeña y mediana empresa.

En el ámbito de las inversiones de capital de riesgo, el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) ha sido un precursor en la región, generalmente en asociación con el banco nacional de desarrollo del país receptor. Tal vez el Brasil haya sido el primero en participar en la prestación de apoyo a las inversiones de capital de riesgo/capital privado y es el país en que la industria está más desarrollada. México y Chile son los otros dos países en que los gobiernos han tratado de promover la industria del capital de riesgo. En los países más pequeños, los fondos patrocinados por el FOMIN han hecho posible inversiones de capital de riesgo mediante la creación de fondos para cada país o mediante

⁶ American Depositary Receipts (ADR): certificados de valores emitidos fuera de los mercados de los Estados Unidos y cotizados en la Bolsa de Valores de Nueva York.

fondos regionales. Además de su cuantificable aportación monetaria a fondos de inversión y proyectos de asistencia técnica, el FOMIN ha ocupado un lugar de vanguardia en el debate acerca de cómo estructurar el entorno legal y regulador adecuado para que la industria prospere en la región.

Después de la implosión de NASDAQ, el capital se hizo escaso y los fondos captados en 2002 ascendieron únicamente a US\$407 millones, la cifra más baja desde 1993. Las instituciones multilaterales (la CFI, la CII y el FOMIN) siguieron participando sistemáticamente en el financiamiento de capital de riesgo/capital privado en todo el período. A medida que se acababan las fuentes de financiamiento su contribución se hacía aún más visible y, para 2002, sus obligaciones en ese contexto representaban el 22,5% de todo el capital comprometido en estos fondos en la región. En el nicho en que opera el FOMIN, es probable que los fondos que patrocina constituyan la única fuente nueva de capital de riesgo para la pequeña y mediana empresa en la región.

La experiencia internacional indica que el desarrollo de las inversiones de capital de riesgo/capital privado requiere inversionistas pacientes, administradoras hábiles, una amplia base de pericia empresarial, un entorno económico previsible, buenas fuentes de información, un sistema tributario y legal adecuado y un activo mercado de capital que ofrezca, con el tiempo, una vía de salida. La falta de algunos de estos factores en la región 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. La concentración de la riqueza constituye un obstáculo adicional en la región, ya que limita la base de compradores calificados y, de esta manera, reduce las posibilidades del capital de riesgo/capital privado de buscar el mejor lugar para la inversión.

Las inversiones de capital de riesgo requieren aptitudes concretas de un tipo especial de “administradoras de fondos”. La capacidad de identificar empresas, invertir fondos en ellas, hacerlas crecer y desinvertir es un talento que se afina con el tiempo y la experiencia. Las primeras administradoras de fondos en el programa del FOMIN tenían calificaciones de tipo más bien financiero y jurídico y, por lo tanto, no estaban necesariamente en condiciones de proporcionar el mayor valor añadido a los empresarios locales. Tenían reducida experiencia directa en gestión, que es precisamente el campo en que se espera que las administradoras de capital de riesgo aporten la contribución más importante. La presencia de un gran número de inversionistas de capital de riesgo constituye también un catalizador para la industria. Reduce el costo en muchas dimensiones y establece un grupo de interesados directos que han de promover un cambio favorable a esta actividad.

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 paciencia y un importante compromiso financiero de instituciones públicas o cuasipúblicas.

La industria, para crecer, precisa de éxitos palpables con un claro “efecto de demostración”. De esta manera se crea un círculo virtuoso en que se asignan recursos a la inversión de capital de riesgo, se logra con mayor rapidez una masa crítica y hay más

empresarios dispuestos a asumir riesgos. La oferta y la demanda se mueven a un nivel más alto y con mayor rapidez.

De todas las posibilidades de salida, un mercado de valores en auge es el que respalda las valoraciones más altas y genera resultados comprobados. Esta meta ha resultado difícil de alcanzar en América Latina y el Caribe. Cuando hay períodos de auge en el mercado de valores la industria tiene las mayores posibilidades de avanzar. No se trata de un factor que pueda controlarse mediante medidas de política sino que hay que aprovecharlo cuando se materializa. Se necesitan paciencia y flexibilidad para determinar el momento adecuado para la desinversión.

Al buscar oportunidades de inversiones de capital de riesgo/para la pequeña y mediana empresa en la región es indispensable tener presente la índole del empresariado en la región. Hay que señalar que la abundancia de pequeñas y medianas empresas en la región no se concreta necesariamente en una elevada demanda potencial de inversiones de capital de riesgo. Una gran proporción de quienes se describen como empresarios en la región lo son por necesidad y no porque traten de aprovechar una determinada oportunidad comercial. Sobre la base de los resultados de la evaluación, se puede suponer que la mayoría de las pequeñas y medianas empresas no han de representar probablemente una importante oportunidad de crecimiento para las inversiones de capital de riesgo. Muchas pequeñas y medianas empresas hacen frente, entre otros obstáculos, a limitaciones de estructura, gestión, productos y mercado que las excluye como candidatos potencialmente viables y de elevado crecimiento para el capital de riesgo. Antes de comprometer recursos en fondos de inversión en capital, hay que hacer un minucioso análisis *ex ante* del mercado para determinar la viabilidad de invertir capital de riesgo.

La legislación tributaria y normativa que rige los instrumentos de inversión suele ser excesivamente restrictiva, ya que no hay legislación que se refiera concretamente a la industria del capital de riesgo/capital privado. Subsisten además en la región otros obstáculos para el empresariado y para la actividad comercial. Además del tiempo y el dinero que se necesitan para establecer una empresa, una vez en funcionamiento hay que sufragar sustanciales gastos de cumplimiento de normas, procedimientos administrativos, etc.

En el curso del tiempo se observan importantes señales de aprendizaje institucional y de ajustes en las operaciones y en el planteamiento estratégico. En 2001, después del informe del Grupo de Trabajo, el FOMIN preparó una estrategia quinquenal para el desarrollo del capital de riesgo que tomó en consideración muchos aspectos de un estudio de antecedentes y las recomendaciones de ese informe. La estrategia establecía la necesidad de consolidar la experiencia en la financiación de la pequeña empresa, extraer lecciones de sus primeras actividades, divulgarlas para crear un efecto de demostración y adaptar sus programas a las necesidades concretas de los distintos países y entornos en que funciona. El FOMIN, que en el año 2000 ya había hecho un importante número de inversiones, se proponía ser más selectivo para identificar operaciones nuevas y optar por aquellas que ofrecían las mayores posibilidades de ser reproducidas.

Los resultados de la evaluación están organizados en torno a tres tipos de fondos: a) fondos de tecnología; b) fondos para medio ambiente/energía renovable; y c) fondos para la pequeña y mediana empresa. A continuación se resumen los resultados en cada categoría.

Fondos tecnológicos: Los resultados financieros son débiles hasta ahora, pero las inversiones en muchos casos tienen razonables probabilidades de éxito. Un número muy reducido de inversiones tienen posibilidades de una elevada apreciación a largo plazo o después de otra serie de infusiones de capital. La gran mayoría de las empresas dan cuenta de un alto grado de adicionalidad financiera y no financiera. Este es el único sector que ha comenzado a atraer algo de capital del sector privado y, por lo tanto, hay esperanzas de sostenibilidad. Vale la pena seguir apoyando el financiamiento de empresas de tecnología si forma parte de un grupo de actividades con sólidos interlocutores en el país (como en el Brasil y en Chile). En otros casos es necesario identificar a los interesados e incluso ayudar a “crearlos” antes de comenzar directamente las actividades del fondo facilitando, por ejemplo, alianzas con empresas de mercados desarrollados. Debe quedar en claro desde el principio que el esfuerzo tomará décadas y no sólo un año.

Fondos para la pequeña y mediana empresa: Este grupo de fondos incluye una combinación de distintos tipos de operaciones y comprende fondos destinados a actividades regionales, agroindustriales u orientadas hacia la exportación, así como las pequeñas y medianas empresas “básicas”. Los resultados de los fondos más “maduros” del grupo parecen en general deficientes. Algunos indican que la actividad de inversión es reducida debido a las dificultades para encontrar oportunidades de inversión. Las mejores probabilidades parecen residir en los casos en que se estructuraron operaciones de crédito. La información financiera respecto de este grupo por lo general es incompleta y deficiente. La innovación no constituye una característica importante. Al igual que los otros, hay una elevada adicionalidad financiera. No hay mayores posibilidades de que las actividades en este grupo se hagan sostenibles. Salvo el cumplimiento con la obligación de presentar estados financieros formales de las actividades del fondo, las administradoras de los fondos de este grupo registraban más deficiencias porque no presentaban información completa acerca de los resultados de las empresas en que habían invertido.

Fondos para el medio ambiente: Los resultados financieros han sido muy deficientes en general y se prevé que muchos terminarán con pérdidas cuantiosas. Se trata de una tipología de fondos a la que ya prácticamente se ha puesto fin sobre la base de los malos resultados observados y del aprendizaje institucional del FOMIN. En algunos casos se experimentaron dificultades para encontrar oportunidades de inversión atractivas. La evaluación recomienda que se ponga término a este tipo de fondos. La experiencia del FOMIN con seis fondos indica que únicamente hubo buenos resultados cuando: a) las administradoras ampliaron el concepto para hacer inversiones que tienen sentido pero tienen escaso contenido “ambiental” y/o b) el fondo se concentraba en operaciones de crédito (en comparación con operaciones de capital) con proyectos de tipo relativamente convencional. Para apoyar este sector sería preferible aplicar un programa diferente que utilizase otros instrumentos de financiamiento más apropiados. En el curso de la evaluación se observaron oportunidades comerciales interesantes, pero se necesitaría apoyo técnico para desarrollar nuevos mercados e instrumentos financieros. No contribuyen a que haya efectos positivos de demostración en el programa de fondos para capital de riesgo/pequeña y mediana

empresa. Los buenos proyectos para el medio ambiente constituirían inversiones elegibles para los nuevos tipos de fondos propuestos por esta evaluación, como se explica más adelante. La innovación en este grupo es dispar y la actividad de los fondos tiene muy pocas posibilidades de ser sostenible a menos que sea subvencionada por entidades sin fines de lucro. La adicionalidad ha sido el gran elemento positivo pero, en vista de los resultados generalmente malos, los recursos se habrían podido utilizar mejor en otros sectores. La evaluación y supervisión han sido deficientes. Los efectos en el desarrollo, expresión que se utiliza con frecuencia en relación con estos fondos, no pueden verificarse en razón de la falta de seguimiento de los indicadores y datos básicos.

Si se han de mantener los fondos para la pequeña y mediana empresa (salvo las empresas de tecnología), habría que empezar por establecer una clara distinción entre las empresas que son pequeñas, y probablemente seguirán siéndolo, y las que tienen un gran potencial de crecimiento. El primer grupo tiene un tope para el crecimiento que obedece a muchas razones: mercados competitivos, escasa diferenciación entre los productos, falta de economías de escala, inestabilidad de los precios o la oferta, vulnerabilidad al clima, modelo comercial no innovador, etc. Además, la gestión de la empresa puede revelar deficiencias. Por ejemplo, la falta de una mentalidad de capital de riesgo en América Latina y el Caribe queda de manifiesto cuando los empresarios parecen considerar que las inversiones en capital minoritario son préstamos sin interés y sin garantía. Si bien es cierto que la mayoría de las pequeñas y medianas empresas tienen poco acceso a recursos del sector financiero, esto no significa que el capital de riesgo sea el instrumento adecuado para apoyarlas. Hay otros productos, como el arrendamiento financiero, el factoraje, el financiamiento de la cadena de abastecimiento y los fondos fiduciarios de crédito especializados que podrían resultar mejores para ellas. El FOMIN podría estudiar la posibilidad de prestar apoyo a fin de establecer un modelo comercial viable para las instituciones que puedan obtener un bajo costo de transacción en la prestación de otros servicios financieros a las pequeñas y medianas empresas, como se ha hecho con buenos resultados con el microfinanciamiento.

A. Factores positivos

El programa ha tenido altas calificaciones en cuanto a la innovación y la adicionalidad. El FOMIN ha sido el agente más importante en la región y es reconocido como tal. La unidad de inversiones del FOMIN se ha convertido en un grupo con un elevado grado de profesionalismo y dedicación al programa. En el curso del tiempo ha aprendido a actuar en forma más resuelta cuando las administradoras cometen errores o cuando los fondos hacían agua por falta de empeño de la administración. También ha extraído lecciones de sus propios errores mejorando las operaciones más recientes.

Si bien los resultados financieros de la cartera “madura” probablemente hayan de ser deficientes, tal vez en algunos casos ocurra lo contrario. En particular, el conjunto de actividades, fondos, cambios reguladores y desarrollo institucional que se logró en el Brasil es un modelo que merece ser afianzado y exhibido como ejemplo. El efecto de demostración de este caso es importante habida cuenta del tamaño y la visibilidad del Brasil en la región y en el mundo. Pone de manifiesto una estrategia sistemática y coherente en que

inversionistas de capital de riesgo e instituciones públicas o semipúblicas se han convertido en importantes entidades directamente interesadas.

INOVAR, un programa financiado por el FOMIN en el Brasil, integra notablemente bien en una plataforma toda la labor de años de inversión en tecnología e innovación, servicios de apoyo comercial, administradoras de fondos institucionales y otros. En ese caso, el FOMIN ayudó a establecer los mecanismos institucionales para compartir experiencias y promover la industria del capital de riesgo mancomunando distintos esfuerzos por conducto del organismo de ejecución (FINEP) y facilitando así la creación de un “círculo virtuoso” para promover la industria del capital de riesgo.

Las intervenciones del FOMIN están dando los primeros indicios de la creación de una industria de capital de riesgo en el Brasil y se están logrando grandes progresos en Chile, donde el FOMIN ha tenido un papel fundamental y ha apoyado el establecimiento de un marco regulador más adecuado. Claramente están apareciendo una mentalidad de capital de riesgo y mecanismos modernos en la materia (clusters tecnológicos, incubadoras, eventos para empresarios e inversionistas de capital de riesgo, etc.) y al parecer han de subsistir. En la presente evaluación se llega a la conclusión de que, si los beneficios no quedan de manifiesto en los próximos años, muy probablemente lo harán en el futuro mientras subsistan la paciencia y la persistencia. Trasplantar este tipo de experiencia a otros países en la región no será fácil y llevará tiempo; además, el compromiso sustancial de entidades públicas o semipúblicas directamente interesadas constituiría un requisito previo para reproducir los casos en que se obtuvieron buenos resultados.

Como indicación del crecimiento de la industria, en los últimos años se han constituido varias asociaciones nacionales y una asociación regional de capital de riesgo/capital privado, como la Associação Brasileira de capital de Risco (ABCR) en Brasil (2000), la Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP) en México (2003) y la Asociación de Capital de Riesgo de América Latina (LAVCA) en los Estados Unidos (2002), de la cual el FOMIN es patrocinador activo. En el caso del Brasil, recientemente se constituyó una asociación de inversionistas llamada *Associação Gávea Angels*. Todas estas entidades sirven de foro para que los empresarios y las administradoras de fondos locales formen redes y también, y esto tal vez sea más importante, ayuden a sumar fuerzas para ejercer presión en favor de los cambios que, a su juicio, son necesarios para que su industria crezca.

Otro importante resultado positivo que habría que seguir tratando de conseguir es la compilación de los obstáculos legales/tributarios/institucionales que se oponen al desarrollo de la industria del capital de riesgo en la región. El programa de fondos ha constituido una fuente inestimable de información sobre estas cuestiones y, en algunos casos, ha influido de forma decisiva en la introducción de cambios positivos, como ocurrió en Chile y el Brasil. El FOMIN ha venido desempeñando un papel muy activo al dar a conocer a los gobiernos los obstáculos que imponen los marcos legal y regulador. Esta aportación se hizo mediante estudios y conferencias y, particularmente, en situaciones concretas en que los fondos de inversión hacían frente a restricciones. Estas situaciones y el diálogo de política correspondiente fueron incorporados luego en procesos de reforma a fin de establecer un entorno más propicio para la industria del capital de riesgo.

Hay muchas oportunidades que podrían aprovecharse más si se utilizara esta experiencia preliminar del FOMIN y se hiciera valer la influencia del Banco, habida cuenta de que en muchos países no existen el marco regulador ni las condiciones básicas para las empresas de rápido crecimiento. Subsisten sin embargo importantes obstáculos en muchos países que se oponen a un flujo eficiente de capital de riesgo para invertir en la pequeña empresa o como capital inicial, lo que con muchas probabilidades disuade de invertir ciertos capitales en este tipo de actividad. 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. No se encuentran en todos los países de la región elementos comunes en 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.

El Grupo del BID podría profundizar y facilitar la labor pionera del FOMIN y allanar el camino para la industria del capital de riesgo en unos cuantos países clave. En particular, el Banco, por conducto de las Divisiones Financieras Regionales y con el apoyo de los departamentos centrales, podría apalancar esta labor respaldando la consolidación de las primeras actividades que han culminado con éxito. La pericia de los programas del FOMIN en materia de desarrollo de la industria del capital de riesgo podría ser útil para dar una mayor orientación empresarial a los programas de desarrollo tecnológico, por ejemplo, dando participación a las administradoras de fondos de capital de riesgo en los paneles encargados de conceder subvenciones para la innovación comercial, pensando que esos fondos podrían luego invertir en las pequeñas y medianas empresas que tuvieran éxito. Podrían establecerse otros nexos y sinergias con otras iniciativas de desarrollo del sector privado.

Además, el nexo directo con la economía real que significa el hecho de que el FOMIN sea “socio” de 100 empresas en la actualidad y 300 en el futuro cercano podría resultar una fuente inestimable de información sobre los obstáculos al crecimiento, las aptitudes concretas, las necesidades y otros factores clave que podrían servir para que el Banco y los países supieran promover el espíritu empresarial y cuáles son las condiciones necesarias para el crecimiento en la región. Para ello se necesita una labor programática destinada a mejorar la forma en que se reúne y analiza la información sobre las empresas y los empresarios y se podría destinar asistencia técnica a generar y ampliar la utilización de un cúmulo de información para prestar apoyo a los empresarios y adoptar medidas de política. Por ejemplo, una de las investigaciones empíricas y sistemáticas más completas sobre los empresarios se hizo mediante el análisis de un grupo de 500 empresas privadas de gran crecimiento⁷.

⁷ La investigación sobre el tema fue realizada por Amar Bhidé y documentada en el libro “The origin and Evolution of New Business”, Oxford University Press, 2000.

B. Factores negativos

La eficacia, la eficiencia, la evaluación y la supervisión son escasas y susceptibles de considerable mejora.

La eficacia, entendida como la capacidad del fondo para producir los resultados que se querían obtener, tal vez constituya la meta más difícil y la falta de un mandato claro hace más difíciles las cosas. Un elemento clave es la selección de la administración, que es preciso mejorar. Ha habido una considerable rotación de las administradoras (30%) y, por lo general, los resultados con las administradoras “internacionales” han sido malos. Hay también diversos elementos estructurales que podrían considerarse oportunidades de mejorar el desempeño, como se indicará más adelante.

Una forma de aumentar la eficiencia podría consistir en tratar de que la magnitud media de los fondos fuese mayor, lo que también podría hacerse por razones de eficacia. La administración y el apoyo que se necesita para desarrollar el capital de riesgo en la pequeña y mediana empresa son sumamente costosos y una mayor economía de escala redundaría en gran beneficio para ellos. Además, a fin de poder aprovechar cabalmente los aciertos de las empresas de mejor desempeño, los fondos más grandes podrían aumentar su inversión en series consecutivas de manera de acompañar a las empresas de más éxito durante un período más prolongado. Según los análisis realizados, se podría tratar de que los fondos crecieran del volumen actual de US\$10 millones a US\$15 millones a US\$25 millones y US\$40 millones según el marco cronológico y las condiciones de mercado para captar capitales.

Otra causa de ineficiencia que se puede controlar guarda relación con el proceso de “cierre” y la estructuración legal de los fondos. Habría que formalizar el proceso de “cierre” y restringirlo a un período más breve. Tal vez sería necesario sacrificar cierta adicionalidad en aras de la eficiencia. La estructuración legal de los fondos es lenta. Habría que tratar de establecer procedimientos uniformes y modelos de cláusulas para reducir el costo y el tiempo que entraña negociar, estructurar y establecer cada fondo. El FOMIN también necesita más recursos en este ámbito.

La evaluación y la supervisión son actividades similares pero separadas. Habría que dedicar a ambas una cantidad mucho mayor de atención y recursos que la que se dedica actualmente. La primera tarea para mejorar la evaluación consiste en instituir las directrices sobre buenas prácticas enunciadas por el Grupo de Cooperación en Materia de Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo⁸. Se están tomando las primeras medidas, pero es necesario establecer a corto plazo un programa claramente definido. La omisión más importante con respecto a esas directrices consiste en la falta de un sistema ampliado y sistemático de informes anuales de supervisión. Los detallados estudios realizados en el curso de la presente evaluación (estudios de casos, véase por ejemplo el

⁸ “MDB-ECG Good-Practice Standards for Evaluation of Private Sector Investment Operations”, Grupo de Cooperación en Materia de Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo, Grupo de Trabajo sobre Evaluación del Sector Privado, 23 de abril de 2001.

Apéndice I) respecto de los fondos más “maduros” sirve para establecer la base analítica en ese proceso.

A efectos de seguimiento es necesario reconfigurar el sistema actual de “fichas de evaluación”, que se utiliza una vez al año, e instituir un sistema más riguroso de evaluación del riesgo. También es necesario que el FOMIN tenga una participación más activa en el Comité de Inversiones y en el Directorio. Para ello se requerirá más personal o un mayor presupuesto para la utilización de consultores/asesores. La supervisión planteará problemas adicionales en el futuro cercano. A medida que los fondos más nuevos comiencen a invertir, esta tarea crecerá en progresión geométrica (en algún momento dentro del año o los dos años siguientes podría haber 300 empresas en las diversas carteras en comparación con las aproximadamente 100 que hay en la actualidad).

C. Peligros

Uno de los peligros más grandes para el “efecto de demostración” del programa radica en el seguimiento y la gestión de la cartera de fondos a medida que los nuevos fondos inviertan en nuevas empresas y los fondos anteriores tropiecen con dificultades imprevistas para la desinversión. Sin una preparación adecuada hoy, el proceso puede hacerse engorroso y reducir más la eficacia financiera, redundando en desmedro de la reputación de la industria del capital de riesgo como instrumento viable de financiamiento. Para hacer frente a esta amenaza tal vez haya que cerrar fondos o cambiar de administradoras en forma más rápida. El FOMIN, particularmente en los dos últimos años, ha venido trabajando en varios casos para resolver situaciones complicadas. Sin embargo, habida cuenta de que el sistema de información y la evaluación del riesgo son relativamente deficientes, la situación puede ser peor de lo que parece. Si bien el FOMIN aplicó las prácticas comunes en la materia y exigió estados financieros comprobados de todos los fondos, se necesitan otras medidas complementarias para mejorar los sistemas de información y evaluación del riesgo. Es esencial modificar ese sistema para apreciar la situación actual y poner al FOMIN en condiciones de resolver el problema cada vez mayor que entraña la presencia de un número más elevado de empresas en las carteras. El efecto negativo de demostración que unos pocos fondos podrían surtir para la nueva industria regional del capital de riesgo puede exceder el efecto positivo de los que probablemente hayan de tener buenos resultados.

D. Las oportunidades y las próximas etapas posibles

El FOMIN está en excelentes condiciones para seguir desempeñando en la región su papel de vanguardia en la industria, habida cuenta de su mandato específico y de la especialización que ha alcanzado en la materia. No se trata sólo de la ventaja de haber tomado la iniciativa ni del volumen de sus recursos, sino también de su relación con el Banco. Como quedó de manifiesto en la sección precedente, este vínculo puede ser utilizado y servir de fuente de influencia en el futuro. En particular, habida cuenta de que es evidente que el desarrollo de la industria del capital de riesgo requerirá una serie de actividades complementarias a fin de allanar el camino para esa industria (y no simplemente el suministro de dinero por conducto de los fondos), el FOMIN y el Banco podrían estudiar

sinergias estratégicas, utilizando los programas del FOMIN como pioneros e instrumentos de aprendizaje que permitan incorporar o racionalizar otros conjuntos de actividades.

Otra serie de oportunidades deriva del potencial de reestructurar las actividades del programa y cambiar su designación. En la actualidad la mayor parte del programa prácticamente tiene un instrumento y un nombre: fondos de capital. El resultado de esta evaluación indica que los fondos de capital no son el instrumento más adecuado ni el más sensato para todos los países y todas las circunstancias. Es un instrumento que debe aplicarse en forma muy selectiva y únicamente cuando se da una serie concreta de condiciones y requisitos. La estrategia del FOMIN en la materia reconoce esas necesidades, pero hay que realizar más actividades en este tipo de labor preparatoria antes de hacer inversiones en capital en algunos países. Este es el momento de preparar una serie de instrumentos y una serie de directrices para que los instrumentos correspondan a las necesidades y a las solicitudes según las condiciones y la situación del país de que se trate.

El FOMIN, en virtud de su participación en los fondos de capital, puede tener acceso a un cúmulo de conocimientos que habría que aprovechar en beneficio del desarrollo del sector privado. En particular, si el FOMIN participa en forma más directa en la vida de los fondos, rápidamente obtendrá un conocimiento directo basado en la dinámica de la empresa privada y en los obstáculos que se oponen al desarrollo de éstas. El conocimiento directo de más de 100 pequeñas y medianas empresas y empresarios puede ser sistematizado e incorporado a los programas del Banco sobre competitividad, desarrollo tecnológico, crédito y modernización del estado (simplificación de procesos administrativos, ejecución de las garantías, programas para garantía, ensayo de ideas nuevas, etc.).

En esta última **sección** se indica una serie de medidas a corto y mediano plazo a fin de facilitar la ejecución de las próximas etapas posibles del programa.

1. Medidas a corto plazo

Formalizar el proceso de selección de las administradoras: La selección de las administradoras debe quedar formalizada en un proceso más claro y abierto. Dos recomendaciones (no excluyentes) consisten en:

- a. instituir un proceso de “concursos”, como hace el programa INOVAR apoyado por el FOMIN. En este caso el personal del FOMIN y un grupo de expertos reconocidos en la materia eligen cada trimestre, semestre o año las mejores ideas sobre fondos o los mejores grupos de fondos;
- b. llamar a licitaciones internacionales abiertas para administrar nuevos instrumentos mediante un aviso de amplia distribución que atraiga a un conjunto más amplio de posibles administradoras. Dos criterios esenciales consisten en los antecedentes en la gestión de instrumentos de inversión (con auditoría) y en la experiencia en la administración de empresas (en comparación con la experiencia financiera únicamente).

Modificar el sistema de supervisión y evaluación: Se trata de una tarea urgente. El nuevo sistema de supervisión tendría que constar de informes trimestrales (de las administradoras de fondos) que incluyan por lo menos:

- a. estados financieros completos de todas las empresas (particularmente estados del flujo de caja) con análisis de cada empresa y consolidados;
- b. un sistema de evaluación del riesgo con indicadores financieros cuantitativos;
- c. un resumen de los objetivos alcanzados y de los principales acontecimientos en el trimestre, incluidos los cambios materiales (empresa, sector o país) que afecten a la cartera.

Podría mejorarse el sistema de evaluación para atenerse a las directrices fijadas por el Grupo de Cooperación en la Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo. Las primeras actividades podrían consistir en:

- a. hacer un inventario de las necesidades actuales de evaluación en los fondos;
- b. pasar revista a los progresos realizados hasta la fecha en los fondos que requieran evaluación y recomendar los indicadores que se han de tener en cuenta, según sea necesario;
- c. proponer un mecanismo para incorporar los fondos que no tengan evaluaciones previstas, junto con directrices sobre los indicadores y la metodología; y
- d. proponer un plan de trabajo detallado para incorporar otras características recomendadas en las directrices del Grupo de Cooperación.

Evaluar los fondos o las empresas dentro de cada fondo que no alcancen los resultados esperados: Sería importante dedicar recursos especiales de organización para coordinar y dirigir este proceso dentro del FOMIN a fin de consolidar la labor en curso para resolver la cuestión de los fondos problemáticos y los que van en esa dirección. Como se ha indicado antes, esta medida podría servir para controlar el riesgo de que desaparezca el elemento intangible más importante que busca este programa, el efecto de demostración de que el capital de riesgo es un modelo viable. Igualmente, cada administradora podría hacer lo mismo con la cartera actual de empresas. En algunos fondos sería útil concentrar los recursos (de gestión y financieros) para mantener o mejorar la situación de las empresas que probablemente hayan de tener mejores resultados. Con ello mejoraría la eficacia (los resultados) del fondo. En la evaluación se encontraron varios casos en que buenas empresas necesitaban segundas o terceras inversiones para sobrevivir o progresar. Igualmente hay compañías en que sería mejor convertir el capital en deuda o liquidar la inversión en favor de nuevas operaciones. Esta tarea cobrará mayor importancia en el curso del tiempo.

2. Medidas a mediano plazo y decisiones estratégicas

Aumentar la participación directa en las actividades de los fondos: El FOMIN es el principal inversionista en todos los fondos, pero no tiene funciones de administración. Por

más que ello sea correcto, también es cierto que el carácter incipiente y experimental de la industria en la región normalmente hace necesaria una participación directa para obtener mejores resultados y evitar perjuicios de efecto de “demostración”. Una mayor participación del FOMIN a nivel del Directorio y el Comité de Inversiones constituye una decisión estratégica que aumentaría los gastos (personal/recursos) y entrañaría algunos riesgos. Los probables beneficios son:

- a. un conocimiento más a fondo de las empresas comprendidas en la cartera;
- b. una mejor orientación del fondo hacia los objetivos previstos (financieros y no financieros);
- c. una reacción más rápida a los cambios en el desempeño de las administradoras o las empresas; y
- d. un mayor conocimiento directo de qué funciona bien y qué funciona mal en el sector, que abra la posibilidad de una potenciación mutua entre fondos y entre operaciones antiguas y nuevas.

Definir mecanismos precisos de colaboración con el Grupo del Banco: El desarrollo de una dinámica industria del capital de riesgo exige más que fondos. Según el país, puede exigir una gran inversión en tecnología, capital humano de gestión u otros campos. Puede requerir una drástica reforma de ciertos sistemas tributarios, de regulación o de ejecución. La escala y el ámbito de esta labor exceden de los recursos del FOMIN. Tres ejemplos posibles de colaboración consisten en:

- a. utilizar los programas de desarrollo tecnológico como instrumento para crear una base de empresarios, administradoras y compañías en el sector tecnológico;
- b. actuar de forma conjunta o coordinada con el Banco para resolver cuestiones tributarias/legales/reguladoras que afecten a la industria. También en este caso, la aportación del FOMIN y los ejemplos de demostración podrían incorporarse al diálogo con el país sobre estas cuestiones; y
- c. identificar y respaldar sólidos interlocutores nacionales que puedan convertirse en interesadas directas para la industria del capital de riesgo mediante programas de desarrollo institucional en los campos tecnológico, del sector privado y financiero.

Establecer criterios y una lista de opciones para la intervención del FOMIN y optimizar actividades que no consistan en fondos: El FOMIN ha venido instituyendo otras importantes actividades que van más allá de los fondos de capital. En esta etapa debería evaluar su eficacia, determinar la forma óptima de realizar cada una de ellas y fijar una serie de criterios para determinar qué opciones tienen sentido en qué contexto. Algunas de las actividades más destacadas que cabría profundizar en el futuro consisten en:

- a. capacitar a administradoras y empresarios y apoyar a asociaciones comerciales (grupos nacionales de capital de riesgo);

- b. financiar la aplicación de tecnología para fines comerciales mediante subvenciones y un sistema de concursos con un grupo independiente de expertos;
- c. examinar sistemáticamente los obstáculos legales/tributarios/del mercado de capitales;
- d. difundir, por conducto de concursos, seminarios, publicaciones, etc., información sobre las inversiones en capital de riesgo o en pequeñas y medianas empresas de elevado crecimiento; y
- e. estudiar a fondo de viabilidad o pertinencia de un país o de la región para constituir un fondo.

Crear menos fondos de carácter más selectivo, con un criterio de tamaño mayor, un mandato más abierto y mayor flexibilidad para financiar inversiones o para liquidarlas: La formación de nuevos fondos debería ser extremadamente selectiva, de cero a dos o tres por año. Sería útil dar mayor flexibilidad en cuanto a la posibilidad de que los fondos aumenten de tamaño y se determinó que el tamaño actual era demasiado reducido y había disuadido en el pasado de algunas administradoras competentes de operaciones de capital de riesgo. El coeficiente de gastos generales de los fondos actuales constituye también un gran obstáculo para su éxito financiero. El hecho de fijar criterios de tamaño más amplios para los fondos permitiría a éstos acomodarse a las necesidades de inversión de las empresas que tuviesen buenos resultados y daría a la administradora más posibilidades, que actualmente no tienen, de contratar a los distintos especialistas necesarios, con inclusión de más expertos en ventas y comercialización. Se sugiere como objetivo aumentar el nivel actual de los US\$10 millones a US\$15 millones hasta US\$25 millones a US\$40 millones. Además, cabría modificar diversos aspectos estructurales, como los siguientes:

- a. Los fondos podrían tener el carácter más abierto posible con el fin de invertir en diversos sectores y en empresas de una variedad de tamaños más amplia. Habría que evitar una focalización extrema con miras a dar realmente acceso a las pequeñas y medianas empresas más modestas. La tarea más difícil consiste en encontrar oportunidades en que se den todos los componentes (esto es, una buena administración, un buen plan de actividades, experiencia técnica, una elevada ética de trabajo y normas éticas, etc.). Las limitaciones por sectores o zonas geográficas no han dado buenos resultados. Habría que autorizar a los nuevos fondos para invertir en diversos sectores y en empresas más grandes que el límite actual. Ello serviría para diluir los gastos, introducir posibles sinergias/efectos de demostración entre las entidades más grandes y más pequeñas (incluyendo posibilidades de fusión), diversificar el riesgo de cartera, etc. Esta modificación permitiría también a los fondos financiar empresas en sus

distintas etapas de crecimiento. El criterio fundamental que habría que cambiar serían las ventas, que deberían aumentar a US\$5 millones⁹.

- b. Para evitar una posible concentración de la inversión en empresas más grandes, los fondos podrían utilizar un sistema de incentivos que diera mayores recompensas a las empresas más pequeñas cuyo desempeño fuese muy superior al previsto. Por ejemplo, una vez devuelto el monto principal y alcanzada la tasa crítica de rentabilidad, los gerentes podrían ganar, por ejemplo, un 30% de las utilidades de la inversión en empresas más pequeñas y un 10% únicamente en las empresas medianas¹⁰.
- c. Los fondos deberían orientarse expresamente a dos o tres tramos de inversión y aumentar las inversiones en las empresas que probablemente hayan de obtener mejores resultados. El objetivo inicial debería ser del orden de 15 a 20 empresas, el segundo tramo debería incluir únicamente cinco a siete y el último debería financiar entre una y tres inversiones. Esta modificación obedece a dos propósitos. En primer lugar, introduce un fuerte elemento de competencia entre las empresas (acceso a más recursos). En segundo lugar, aumenta las posibilidades de lograr una elevada rentabilidad financiera (efecto de demostración positivo).
- d. La nueva estructura de los fondos requeriría mayor flexibilidad para vender inversiones que probablemente habrían de tener buenos resultados y rigidez para liquidar activos no rentables. Si bien habría que prolongar el período de desinversión para las inversiones que arrojen mejores resultados, habría que acelerar la venta de aquellas que probablemente no hayan de hacerlo. Una posibilidad para instituir disciplina en el proceso consiste en reducir el período de desinversión de algunas de las inversiones. Por ejemplo, si el grupo inicial consta de 15 a 20 empresas en que se hacen inversiones, habría que vender la mitad de ellas en los seis primeros años (o convertir el capital en deuda) en comparación con el período actual de 10 años. En el caso de las inversiones que hayan probablemente de arrojar buenos resultados, habría que desestimar las limitaciones en cuanto al tamaño para la segunda o tercera serie de inversiones en las empresas de la cartera.
- e. Habría que eliminar la restricción a las inversiones de control. La mayoría de los inversionistas en capital privado en la región aducen que el control es necesario para alcanzar los resultados deseados. En la presente evaluación no se propugna fomentar el control sino más bien levantar la prohibición en su contra. Hay

⁹ Algunos de los fondos más nuevos ya tienen este límite más alto.

¹⁰ La recompensa media para los resultados superiores a los previstos es actualmente del 20%.

varios casos en que ha habido control *de facto* en los fondos del FOMIN y ello ha tenido lugar siempre por razones equivocadas (alguna forma de falla en la empresa). Ello se habría evitado si la administradora hubiese tenido control desde el principio.

I. EVOLUCIÓN DEL CONTEXTO PARA EL DESARROLLO DEL CAPITAL DE RIESGO

- 1.1 La evolución de las inversiones de capital de riesgo y capital privado en América Latina y el Caribe queda configurada por factores económicos, financieros y políticos. Estas actividades, además, al ser en gran medida nuevas en la región, sufren la influencia de las prácticas imperantes en los mercados desarrollados, particularmente los Estados Unidos. El presente capítulo comenzará con una breve reseña del capital de riesgo, incluidos los argumentos para la intervención del gobierno, sus orígenes y evolución en los Estados Unidos y una descripción de los elementos necesarios para el éxito (utilizando como antecedente la experiencia de Israel). Describe luego el contexto en que las actividades relativas al capital de riesgo y el capital privado se desarrollaron en América Latina y el Caribe antes del período en que se originaron y desarrollaron los fondos de inversión para la pequeña empresa del FOMIN (FOMIN/FIPE) y en el curso de este período, incluida una sinopsis de las principales tendencias económicas, movimientos de la cartera y los mercados de capital, una descripción de las primeras actividades en materia de capital de riesgo y capital privado antes del FOMIN/FIPE, con una breve evaluación de sus resultados, y la participación de los gobiernos locales y las instituciones financieras multilaterales en este proceso (en el Capítulo II se encontrará una descripción más detallada del FOMIN/FIPE).

A. El capital de riesgo: una visión general

- 1.2 Por capital de riesgo se entiende la provisión de financiamiento, particularmente mediante instrumentos de capital y cuasi capital, a empresas pequeñas y en sus primeras etapas a medida que desarrollan sus ideas, productos o actividades. El objetivo consiste en encontrar empresarios con las ideas y la capacidad necesarias para crear una empresa con potencial para crecer sustancialmente en el curso del tiempo. Una importante característica de quienes invierten capital de riesgo consiste en que añaden a las empresas de su cartera un valor que excede del financiamiento que aportan¹¹. Las administradoras de capital de riesgo son inversionistas que ayudan al propietario/gerente de las empresas en que invierten a desarrollarlas comercialmente.
- 1.3 En los países desarrollados, la inversión de capital de riesgo se identifica en mayor medida con el desarrollo de tecnologías innovadoras o nuevos productos, mientras que en el mundo en desarrollo tiene una connotación más general de apoyo a empresas jóvenes en sus años de formación. El capital de riesgo es una subserie del capital privado, que trabaja con empresas de diversos tamaños y etapas de desarrollo, con inclusión de empresas bien establecidas.
- 1.4 El impulso empresarial en estas empresas nuevas y jóvenes constituye una importante fuente de dinamismo en la economía y le es atribuible la creación de nuevas oportunidades de empleo, mejores productos y servicios, un entorno más competitivo y, en general,

¹¹ Véanse datos empíricos en: Hellman and Puri (1999). "Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence", Stanford University.

mayores posibilidades de crecimiento. De hecho, los intentos iniciales por medir la relación entre espíritu empresarial y crecimiento económico en los países indica una correlación positiva entre la actividad empresarial actual y el crecimiento en el futuro¹².

- 1.5 La inversión de capital de riesgo está dirigida a empresas jóvenes en sus primeras etapas de desarrollo. En algunos casos (especialmente en los países desarrollados) la empresa gira en torno al posible descubrimiento de un nuevo producto o de una nueva tecnología y su ulterior comercialización. Habida cuenta de lo difícil que es estimar el riesgo existente, las empresas con este tipo de perfil generalmente no son buenas candidatas para recibir crédito comercial. En cambio, al tener una distribución de la rentabilidad sumamente sesgada (alta probabilidad de rentabilidad baja/baja probabilidad de rentabilidad alta), son buenas candidatas para inversiones relacionadas con el capital. Éstas permiten participar en una rentabilidad que puede ser excelente y, de esta manera, recompensan el hecho de asumir el riesgo adicional.
- 1.6 El financiamiento inicial procede de los fondos propios del empresario, de la familia, de amigos y de otros contactos personales (“inversionista providencial”). Estos recursos tienden a ser reducidos y no son suficientes para que la nueva empresa llegue al punto de equilibrio. Esta es la etapa en que procede el capital de riesgo, justamente para ayudar a llevar a la compañía al nivel siguiente en el que hay otras formas más adecuadas de propiedad, financiamiento y control. Se ha demostrado en estudios empíricos¹³ que la supervisión y asistencia que proporcionan las administradoras de capital de riesgo a las empresas de su cartera parecen distinguirlas de las empresas no financiadas con capital de riesgo (en razón de ventas más altas, costo de financiamiento más bajo, tasas de crecimiento más elevadas, etc.).
- 1.7 La inversión en nuevas empresas entraña un elevado costo de transacción y los inversionistas suelen tener a la vista información muy imperfecta y asimétrica; normalmente los propietarios saben más acerca del estado de sus empresas y tienden a insistir en lo positivo y desestimar los posibles problemas. Como puso de manifiesto Akerlof al analizar el mercado de autos usados¹⁴, ello hace que los compradores exageren el verdadero riesgo existente. En el caso de la inversión en pequeñas empresas, el resultado es que los inversionistas exigen una rentabilidad más elevada que la que justifica el riesgo subyacente y, por lo tanto, la inversión es más reducida de lo que sería económicamente óptimo.

¹² Reynolds, Bygrave, Autio, Cox and Hay (2002), “Global Entrepreneurship Monitor: 2002 Executive Report”, Babson College, Ewing Marion Kauffman Foundation and London School of Economics. Los autores señalan que esto no significa que la actividad empresarial sea por sí misma una fuente de crecimiento, sino que puede indicar que los cambios conducentes a un mayor crecimiento económico son más efectivos cuando existe un activo sector empresarial para llevarlos a cabo.

¹³ Véase por ejemplo el estudio de DRI-WEFA publicado por la National Venture Capital Association el 25 de junio de 2002 (www.nvca.org) y Avnimelech y Teubal (diciembre de 2002), “Venture Capital Policy in Israel: A Comparative Analysis & Lessons for Other Countries”, Hebrew University of Jerusalem.

¹⁴ Akerlof (1970), “The Market for Lemons: Quality of Uncertainty and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, No. 84.

- 1.8 La labor que realizan las administradoras de capital de riesgo de reunir y procesar información sirve para cerrar en gran medida la brecha entre el riesgo real y el riesgo percibido. Es una tarea costosa, especialmente al no haber una comunidad organizada de instituciones de inversión. Ello explica la necesidad de que el gobierno intervenga para ayudar a promover el desarrollo de la industria; al ayudar a reducir el costo para la administradora y/o el inversionista lleva a niveles de inversión que se acercan más a los niveles adecuados en términos sociales.
- 1.9 En un mundo ideal, las inversiones de capital de riesgo/capital privado requieren inversionistas pacientes, administradoras hábiles, una gran base de talento empresarial, un entorno económico previsible, buenas fuentes de información, un sistema legal y tributario adecuado y un activo mercado de capital que permita, con el tiempo, la salida. La falta de algunos de estos elementos en los mercados incipientes abre las puertas a una mayor intervención del gobierno¹⁵.
- 1.10 ¿Qué se necesita para que una industria de capital de riesgo se desarrolle y crezca? En primer lugar y básicamente, una industria de capital de riesgo puede prosperar únicamente con un número suficiente de empresarios. Los empresarios que han tenido éxito en los Estados Unidos coinciden en que el espíritu empresarial no se aprende¹⁶. Se puede ayudar a la gente a descubrir su talento y se le puede dar los instrumentos para aprovecharlo pero los empresarios nacen, no se hacen. Los círculos académicos discrepan: hay más de 2.200 cursos de empresariado que se ofrecen en los Estados Unidos en más de 1.600 instituciones. El planteamiento básico es que el empresariado es una disciplina y, como tal, puede aprenderse¹⁷. En todo caso, intervienen otros factores que afectan a la “oferta de empresarios”, entre ellos la flexibilidad del sistema de empleo, la existencia de una red de seguridad social adecuada, la seguridad en el puesto en las grandes empresas y el entorno tributario/legal.
- 1.11 El segundo componente es una base de hábiles administradoras de capital de riesgo. Se trata de profesionales muy motivados cuyos intereses coinciden con los de los inversionistas en razón de un mecanismo adecuado de incentivos. Las administradoras reconocen que un alto riesgo entraña la posibilidad de una recompensa elevada y que su papel es decidir qué opciones les resultarán más favorables (o en qué opciones pueden influir para que resulten más favorables).
- 1.12 El tercer componente es el talento profesional y de dirección. En principio el propietario/gerente participa muy directamente en todos los aspectos de la operación que establece. La presencia de la administradora de capital de riesgo y su equipo le da un

¹⁵ La concentración de la riqueza constituye un obstáculo adicional en las economías incipientes, ya que limita el número de compradores cualificados y, de esta manera, reduce las posibilidades del capital de riesgo/capital privado de buscar el mejor lugar para hacer sus inversiones.

¹⁶ “Entrepreneurship: can the touch be taught?” Wall Street Journal, 5 de agosto de 2003.

¹⁷ Véase Kuratko (2003), “Entrepreneurship Education: Emerging trends and challenges for the 21st Century”, The Entrepreneurship Program, Ball State University.

respiro pero, en la práctica, la compañía para tener éxito tiene que desarrollarse y ser administrada por su propio personal profesional y directivo.

- 1.13 Por último es necesario que existan infraestructura de apoyo (contadores, abogados, empresas de búsqueda de candidatos para puestos ejecutivos) y un marco legal/regulador que permita que el sector privado desarrolle la industria.
- 1.14 Es importante señalar que las instituciones de inversión de capital de riesgo/capital privado no constituyen la única manera de promover el empresariado y la creación de nuevas empresas; ciertamente no ha sido el sendero universal que han seguido todos los países desarrollados. Bien puede ocurrir que el modelo sea adecuado para algunos países y no para otros; en particular, el éxito de las empresas de tecnología avanzada que se ha observado en los Estados Unidos e Israel tal vez pueda repetirse únicamente en unos pocos países más. En todo caso, la respuesta a esta pregunta va mucho más allá del ámbito del presente análisis.

B. Orígenes de la inversión de capital de riesgo: la experiencia de los Estados Unidos

- 1.15 La industria moderna del capital de riesgo fue establecida inicialmente en los Estados Unidos¹⁸. El primer fondo de capital de riesgo fue la American Research and Development Corporation (ARDC), compañía con un número fijo de acciones y cotizada en bolsa que se fundó en 1946. El patrocinio oficial de las inversiones de capital de riesgo comenzó en 1958 al crearse el programa Small Business Investment Company (SBIC). Las compañías de inversión en la pequeña empresa son de propiedad y administración privada y están autorizadas y reguladas por la Small Business Administration (SBA). Funcionan como fondos de capital de riesgo y su cometido consiste en invertir en pequeñas empresas y prestarles asistencia de gestión.
- 1.16 Si bien las compañías de inversión en la pequeña empresa han constituido una importante fuente de financiamiento para la pequeña empresa, con inclusión de algunas que han tenido tanto éxito como Federal Express, Intel Corporation y Staples, el programa no ha dejado de tener sus problemas. La SBA ha señalado que las compañías de inversión que quebraban por lo general carecían de suficiente capital privado y de personal calificado¹⁹. En cambio, las que tenían éxito ofrecían remuneraciones atractivas que les permitían contratar gerentes con las debidas calificaciones. Además, estas compañías prestaban asistencia activamente a las empresas de su cartera y supervisaban su estado financiero, con lo que añadían valor a su inversión financiera. En general, y a pesar de esas dificultades, el programa SBIC sirvió de precursor de la actividad relativa al capital de riesgo y contribuyó a su ampliación, aportó volúmenes sustanciales de fondos a empresas pequeñas y jóvenes e hizo aparecer una nueva clase de inversionistas (administradoras de fondos de capital de riesgo) que fueron fundamentales en el desarrollo de la industria.

¹⁸ Véase un análisis más detallado en Fenn, Liang y Prowse (1995), "The Economics of the Private Equity Market", Board of Governors of the Federal Reserve System. La presente sección recoge extensas partes de su presentación.

¹⁹ Inspection of SBIC Best Practices (agosto de 1994), Office of Inspector General, US SBA.

- 1.17 Los cambios en los marcos regulador y tributario que tuvieron lugar a finales de los años setenta impulsaron un crecimiento explosivo de las inversiones de capital de riesgo/capital privado. Más importante aún, las nuevas normas que permitían a las cajas de pensiones invertir en esta categoría abrieron las puertas a una afluencia muy considerable de fondos que antes no se podían obtener²⁰. Los recursos comprometidos en fondos de capital de riesgo en 1980, que ascendían a US\$620 millones, habían aumentado en 1989 a US\$2.760 millones. En el caso del capital privado esas cifras son aún más impresionantes al pasar de US\$780 millones en 1980 a US\$14.700 en 1989.
- 1.18 Otros factores consistían en la reducción de los impuestos sobre las ganancias de capital (lo que afecta tanto al comportamiento del inversionista que tendría que pagarlos como a las ventajas en términos relativos de hacerse empresario) y la proliferación de sociedades de responsabilidad limitada que permiten traspasar la obligación tributaria directamente al inversionista (con lo que el inversionista que no paga impuestos queda liberado de la carga tributaria implícita en la propiedad de acciones de una sociedad).
- 1.19 Las empresas pequeñas y nuevas suelen participar en la creación de nuevos productos y tecnologías por conducto de la investigación y el desarrollo. Como resultado, uno tiende a pensar que el financiamiento de la investigación y el desarrollo es igual que el apoyo y el financiamiento con capital de riesgo. En el caso de la inversión en investigación y desarrollo, la intervención del gobierno se justifica en razón de la diferencia que hay entre la rentabilidad privada y la rentabilidad social; por ejemplo, una nueva tecnología provee a la sociedad beneficios que van más allá de la rentabilidad monetaria para quien la inventó originalmente. Las administradoras, al no internalizar estos beneficios, terminan invirtiendo menos de lo que sería adecuado en términos sociales²¹.
- 1.20 En el caso de los Estados Unidos, la fuente más importante de financiamiento de la inversión en investigación y desarrollo por pequeñas empresas es el programa llamado Small Business Innovation Research (SBIR)²². Hay datos en el sentido²³ de que las subvenciones de este programa únicamente son eficaces cuando las empresas receptoras están situadas en lugares en que ya existe una importante actividad de capital de riesgo. Esta conclusión es compatible con la teoría que insiste en la importancia de una concentración geográfica de las empresas de tecnología avanzada. En razón de los beneficios que la inversión en conocimientos entraña para otros, de la existencia de mercados de trabajo especializados y de la masa crítica necesaria para establecer una estructura de apoyo, resulta más eficiente para las empresas establecerse cerca una de la

²⁰ Se encontrará un análisis detallado en Gompers y Lerner (1999). "What drives Venture Capital Fundraising?", NBER Working Paper 6906.

²¹ Cabría aducir que este argumento se aplica también a una industria incipiente del capital de riesgo/capital privado; si bien la rentabilidad de las cohortes iniciales puede ser baja o negativa, éstas sientan las bases para la creación de la industria y hacen posible así la rentabilidad futura (elevada).

²² Lerner (1996). "The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program", NBER Working Paper 5753.

²³ Lerner (1996), op. cit.

otra y formar conglomerados especializados. Las empresas que funcionan en este entorno propicio están en mejores condiciones para aprovechar financiamiento adicional.

- 1.21 En los Estados Unidos existen también diversos programas patrocinados por el Estado²⁴, complementados en muchos casos por inversiones del fondo de jubilación de los empleados públicos. En general todos estos programas tienen un elemento común: se aporta financiamiento en diversas etapas y aspectos de la industria del capital de riesgo/capital privado y su desarrollo y no sólo a promover o subvencionar inversiones.
- 1.22 Esta antigua tradición y este gran apoyo, sostenidos por la profundidad y el dinamismo del mercado de capitales, cobraron auge en los años noventa. Las inversiones de capital de riesgo crecieron de una manera espectacular, impulsadas por el alza excepcional de la bolsa NASDAQ y la sobrevaloración de las acciones. En casos anteriores de excesos en la bolsa de valores, normalmente los inversionistas suponían (sin base en la realidad) que las empresas podrían mantener sus elevadas tasas de crecimiento en el futuro. En el paradigma de la “nueva economía”, empresas que estaban perdiendo dinero en grandes cantidades se convertirían con el tiempo en minas de oro y los inversionistas tenían que comprarlas lo antes posible. Este entorno sirvió a los fondos de capital de riesgo de terreno fértil para poder liquidar sus inversiones en etapas muy anteriores y reducir así el ciclo de su cartera obteniendo grandes ganancias.

Recuadro 1.1: Segunda mitad de los años noventa: Un período anormal para la rentabilidad del capital de riesgo en los Estados Unidos

Se prevé que la rentabilidad de los fondos de capital de riesgo se materializará de mediano a largo plazo. En los años ochenta y principios de los años noventa la norma era recibir una reducida rentabilidad en efectivo durante los tres primeros años de inversión (los años formativos) mientras se establecían las empresas de la cartera.

Rentabilidad de la inversión de los fondos de capital de riesgo en los Estados Unidos en los mejores años				
Año de establecimiento del fondo	Fecha de medición (31/12)	Porcentaje distribuido	Porcentaje no realizado	Rentabilidad total
1984	1987	5	100	5
1990	1993	12	102	14
1996	1999	111	385	396
1999	2002	20	43	-37

Fuente: Thomson Venture Economics/National Venture Capital Association.

El porcentaje distribuido se basa en la distribución real de efectivo mientras el no realizado se basa en valoraciones de la administradora de inversión, ambas calculadas respecto de la inversión inicial.

²⁴ Véase una descripción en Ernst & Young LLP (2001), “Venture Capital Climate for Bioscience in Maryland”.

Hacia finales de los años noventa, los fondos de capital de riesgo pudieron recuperar el 111% de su inversión inicial en tres años mientras la parte restante (no realizada), según se estimaba, valía casi cuatro veces la inversión original. Al explotar la burbuja las cosas cambiaron y la cohorte de 1999 sólo pudo hacer líquidas el 20% de sus inversiones (probablemente durante el primer año) mientras el resto (la parte no realizada) registraba un considerable descenso de su valor.

- 1.23 La rentabilidad declarada por los fondos de capital de riesgo sigue siendo alta y también lo fue su capacidad para captar capitales. Entre 1991 y 2000 los capitales captados por fondos de capital de riesgo crecieron a una tasa compuesta del 55% anual, de US\$2.000 millones a más de US\$105.000 millones²⁵. Sin embargo, con la implosión de NASDAQ los flujos se redujeron drásticamente; se calcula que en 2002 la industria sólo consiguió captar US\$8.600 millones, cantidad sólo comparable a la de principios de los años noventa. Además, los fondos de capital de riesgo, al no poder encontrar oportunidades atractivas de inversión y con un volumen de recursos comprometidos pero no invertidos que se estimaba en más de US\$70.000 millones, han venido reduciendo su tamaño y devolviendo capital a los inversionistas. Se estima²⁶ que, en el mejor de los casos, no se podrá llegar a más de US\$20.000 millones al año, con una estimación más conservadora que va de US\$5.000 a US\$15.000 millones. Todo lo que antecede apunta a una menor rentabilidad en el futuro y a una constante racionalización en la industria.
- 1.24 En resumen, la inversión organizada de capital de riesgo comenzó en los Estados Unidos hace 55 años y el patrocinio del gobierno comenzó 10 años después. Desde entonces se han establecido diversos programas públicos para complementar y ampliar el ámbito del original. Además del financiamiento formal, el marco tributario y regulador en los Estados Unidos ha evolucionado constantemente a fin de facilitar el desarrollo de la industria. En estas circunstancias, las inversiones de capital de riesgo han cobrado auge e incluso después de los vaivenes de los años noventa siguen constituyendo una importante fuente de crecimiento y dinamismo en la economía.

C. Israel, ejemplo de éxito en la promoción del capital de riesgo

- 1.25 El ejemplo más notable de desarrollo del capital de riesgo fuera de los Estados Unidos es Israel²⁷. Las semillas de este desarrollo se plantaron a fines de los años sesenta en razón del deseo de autosuficiencia en la industria militar. Al mismo tiempo en los diversos ministerios se crearon oficinas de ciencias para estimular la investigación y el desarrollo aplicados.
- 1.26 La Oficina de Ciencias del Ministerio de Industria y Comercio, en razón de su cercanía al sector comercial, se convirtió en la piedra angular de la estrategia de Israel para promover

²⁵ National Venture Capital Association (www.nvca.org).

²⁶ Meehan, Lemmens y Cohler (2003). "What Venture Trends Can Tell You", Harvard Business Review, julio de 2003.

²⁷ En esta sección se toma gran cantidad de información de Avnimelech y Teubal (enero de 2002), "Israel's Venture Capital Industry: Emergence, Operation and Impact", Hebrew University of Jerusalem, así como de Avnimelech y Teubal (diciembre de 2002) op. cit.

la innovación en el sector privado. Su principal instrumento de política es el “Fondo Industrial para la Investigación y el Desarrollo”, establecido en 1969 a fin de apoyar actividades de investigación y desarrollo que tengan por objeto la creación de productos o procesos nuevos (o mejorados) dirigidos al mercado de exportación.

- 1.27 En los 15 años siguientes, junto con la industria militar se desarrolló una industria civil con alta densidad de investigación y desarrollo que aprovechaba la fuerza de trabajo muy calificada y generaba mayor demanda para ella. El ejército se convirtió de hecho en una gran incubadora tecnológica que aprovechaba importantes economías de escala y creaba sólidas redes entre los equipos de investigación. Debido a los nexos creados por la cooperación en materia de investigación y desarrollo con sus aliados, se establecieron cauces de comunicación que abrieron las puertas para la colaboración tecnológica con entidades de tecnología de otros países y para una mayor integración de la industria israelí con su homóloga en el extranjero.
- 1.28 A partir de mediados de los años ochenta y a principios de los noventa tuvo lugar una secuencia de acontecimientos que impulsaron el rápido crecimiento de la industria del capital de riesgo. En primer lugar, los recortes en el aparato militar israelí y su reestructuración dieron lugar a la migración de científicos e ingenieros al sector privado. En segundo lugar, una inmigración masiva de la antigua Unión Soviética aumentó más todavía la oferta de ingenieros y científicos calificados. En tercer lugar, desde un punto de vista económico/cultural tenía lugar un importante cambio ya que el país dejaba atrás sus orígenes socialistas y se movía hacia una economía de mercado en que empresariado y fines de lucro se convertían en términos aceptados en la sociedad israelí.
- 1.29 Hasta principios de los años noventa había habido varios intentos de poner en marcha nuevas empresas, la mayor parte de los cuales habían fracasado. A pesar del apoyo masivo de investigación y desarrollo, los empresarios carecían de la capacidad necesaria para que sus compañías pasaran de la etapa inicial. La Oficina de Ciencias determinó que la forma de subsanar la falta de capacidad de gestión y comercialización que había en las nuevas empresas israelíes consistía en aplicar una política destinada concretamente a promover la inversión de capital de riesgo. Esa decisión resultó extremadamente oportuna, habida cuenta de los acontecimientos en el resto del mundo a principios de los años noventa (desde el punto de vista de la actividad del capital de riesgo y de los mercados de capital).
- 1.30 El primer intento (Inbal-1992) consistió en un programa para proteger los fondos de capital de riesgo que se cotizaban en la bolsa nacional de valores; el programa no fue un gran acierto y los cuatro participantes finalmente lo abandonaron. El segundo intento (Yozma-1993), en cambio, tuvo gran éxito. El objetivo expreso consistía en establecer una sólida base para una industria competitiva de capital de riesgo aprovechando los conocimientos acumulados por asociados extranjeros y tratando de establecer una red de contactos internacionales que ayudaran a las empresas nacionales a prosperar fuera del país.
- 1.31 Cada uno de los fondos financiados por Yozma tenía que incluir una institución financiera extranjera (por lo general una administradora de capitales privados) y un grupo financiero nacional bien establecido. El programa daba a los fondos participantes una opción de compra sobre acciones de propiedad del gobierno al costo más intereses por un período de

cinco años, con lo que en esencia daba un apalancamiento asimétrico (magnificaba la rentabilidad únicamente en la época de auge). Por último, no había limitación alguna para que las empresas de la cartera, de reunir los requisitos para ello, recibieran apoyo de investigación y desarrollo de la Oficina de Ciencias.

- 1.32 La elevada rentabilidad que obtuvieron los fondos patrocinados por Yozma impulsaron el ingreso de nuevas entidades, con lo que se inició un dinámico proceso de crecimiento que entrañaba el aprendizaje práctico y de la experiencia de asociados extranjeros. Tal vez la mejor indicación del éxito de todos los fondos capitalizados por Yozma consiste en que posteriormente todos tuvieron instrumentos complementarios sin patrocinio del programa.
- 1.33 Las compañías financiadas con capital de riesgo en Israel participaron temprana y activamente en los mercados mundiales de capitales aprovechando plenamente el interés en que se repitieran casos como los de la bolsa NASDAQ. En el año 2000 estaban registradas en NASDAQ 150 compañías israelíes, el tercer grupo en importancia después de los Estados Unidos y el Canadá, mientras que el número de empresas israelíes registradas en el Mercado AIM de Londres era sólo inferior al de empresas del Reino Unido. Es evidente que el acceso a estas posibilidades de salida sirvió para que los fondos de capital de riesgo de Israel lograran atractivas tasas de rentabilidad. Es importante tener presente que los años noventa constituyeron un período de rentabilidad inusualmente alta y que no se puede desestimar este hecho al evaluar el éxito de los fondos de Yozma y del programa propiamente dicho.
- 1.34 En razón de sus circunstancias especiales, Israel decidió desde un primer momento fomentar el desarrollo de la tecnología. Comenzó a fines de los años sesenta dentro del aparato militar, pero pronto se convirtió en una cuestión de política de desarrollo económico y participó también el sector privado. En los 20 años siguientes se estableció una sólida base tecnológica, que allanó el camino para el crecimiento ulterior de las inversiones de capital de riesgo. Una secuencia de acontecimientos favorables a fines de los años ochenta y principios de los noventa coincidió con la oportuna decisión de apoyar la industria del capital de riesgo en un momento en que los mercados de los Estados Unidos estaban comenzando a despegar. En la actualidad las empresas israelíes están sobrerrepresentadas en las principales bolsas de valores en el extranjero y en algunos casos son líderes reconocidas en los sectores en que operan.

D. El contexto económico y los mercados de capitales en América Latina y el Caribe

- 1.35 El modelo económico prevaleciente en América Latina durante los años sesenta fue uno de economías con orientación interna y una fuerte intervención del Estado, en que la sustitución de importaciones y la imposición de controles selectivos sobre los precios eran la norma. Tras la crisis de la deuda y la “década perdida” de 1980, los países se vieron obligados a reconsiderar su estrategia de desarrollo. La respuesta general fue similar en toda la región. En diverso grado y momento, los países adoptaron reformas de mercado, liberalizaron las cuentas comercial y de capital, introdujeron reformas tributarias y en el sector financiero, privatizaron empresas estatales y, en general, comenzó a predominar una actitud más receptiva hacia el sector privado y la inversión extranjera.

- 1.36 Desde el punto de vista financiero, la búsqueda de soluciones a la crisis condujo en parte al establecimiento de instrumentos innovadores y de activos mercados de capitales en la región. Los bonos Brady constituyeron el instrumento preferido para reestructurar la deuda pública externa y fueron objeto de reiteradas transacciones, con lo que con el tiempo sirvieron para que la región se reinsertara en los mercados internacionales de capitales.
- 1.37 A principios de los años noventa comenzó un período claramente distinto. Las reformas se estaban asentando en la región, se aceleró el crecimiento, la inflación estaba bajo control y, lo que era más importante, había una sensación de estabilidad económica y financiera. Estos cambios allanaron el camino a una afluencia renovada de capitales oficiales y privados.
- 1.38 La privatización de grandes empresas estatales constituyó uno de los impulsos más importantes de la inversión y los flujos de capital y actuó también como imán de una mayor actividad en el mercado de capitales. Este proceso abrió la posibilidad de que entraran a la región grandes inversiones en operaciones muy concentradas. Los fondos captados en privatizaciones pasaron de US\$1.400 millones en 1989 a US\$37.500 millones en 1998, con un promedio de casi US\$18.000 millones en el período 1990-1999.
- 1.39 Buena parte de las acciones de las empresas privatizadas se cotizaban en las bolsas nacionales de valores, con lo que aumentaron la liquidez y el interés en las transacciones. En muchos casos en que había empresas públicas que ya se habían cotizado en bolsa durante un tiempo antes de ser privatizadas, tuvieron lugar considerables alzas de precios antes de la privatización o en el curso de ésta porque los participantes en el mercado preveían un gran aumento de la eficiencia. La apreciación de las acciones de esas empresas y sus excelentes resultados evidentemente hicieron que creciera el interés en estos mercados.
- 1.40 La privatización sirvió también para atraer flujos de inversiones que iban más allá de las relacionadas con la compra de activos, ya que estas empresas normalmente requerían otras inversiones adicionales. En algunos casos, el compromiso expreso en ese sentido constituyó un componente integral de la licitación como parte del proceso de privatización.
- 1.41 La mayor participación de las cajas de pensiones en algunos mercados constituyó también otra fuerza que se hizo sentir gradualmente en el curso del período. El primer ejemplo y el más conocido de este fenómeno es el de Chile. A principios de los años noventa, la privatización del sistema de fondos de pensiones en la Argentina y el Perú dio lugar finalmente al establecimiento de un importante sistema de inversiones de instituciones. Por último, en algunos casos (el Brasil) la participación de las cajas de pensión de empresas del Estado (y fondos mutuos de inversión del país) se convirtió también en fuente muy importante de liquidez.
- 1.42 El auge inicial de los flujos de capital se concentró en inversiones de cartera (acciones e instrumentos de ingreso fijo). El volumen de operaciones en las bolsas de valores aumentó considerablemente, acompañado de enormes alzas de precios. A principios de los años noventa, América Latina era una de las regiones con mejores resultados en el mundo. Estas tendencias positivas se detuvieron brevemente en 1995 con la devaluación del peso

mexicano y la subsiguiente crisis financiera. Hacia fines de 1995 y principios de 1996 los inversionistas ya volvían a la región y para 1997, cuando México logró salir de la crisis, el rendimiento de las acciones en ese país llegaba al 52%. En esos años se aceleró la emisión de nuevos certificados americanos de depósito de acciones extranjeras (ADR), si bien se limitó a las empresas más grandes y más conocidas de la región²⁸.

- 1.43 El dinamismo en los mercados de capitales de América Latina fue dispar en los años siguientes. La crisis asiática, el no pago de la deuda en Rusia, la devaluación en el Brasil y, finalmente, el no pago de la deuda en la Argentina tuvieron como resultado una gran inestabilidad, un menor interés en el inversionista extranjero y volúmenes que en general se redujeron. Para fines de los años noventa, las transferencias netas de recursos a la región se tornaron negativas y la inversión extranjera directa, que había venido subiendo constantemente en el curso de la década, bajó violentamente.
- 1.44 El interés en empresas de Internet con base en América Latina constituyó una tendencia importante en los mercados de capitales en la última parte de los años noventa. Tal como habían hecho las empresas de los Estados Unidos, las acciones de Internet en América Latina captaron gran volumen de fondos y, al menos durante un tiempo, tuvieron una rentabilidad muy elevada. Cabe señalar, sin embargo, que la mayoría de ellas eran de ámbito regional y se cotizaban directamente en los Estados Unidos (y no en los mercados nacionales).
- 1.45 Los mercados de deuda evolucionaron a la par de los mercados de capitales. Antes de 1990, las entidades que emitían títulos en América Latina no tenían mayor acceso al mercado internacional de bonos. A medida que eran elegidos gobiernos pro mercado y las reformas comenzaban a afianzarse, la emisión de bonos se convirtió en fuente importante de financiamiento externo. Las emisiones internacionales de bonos²⁹ se decuplicaron entre 1990 y 1993 al pasar de US\$2.800 millones a US\$28.800 millones. El volumen bajó en 1994-1995 pero luego subió rápidamente para llegar a un máximo de US\$54.400 millones en 1997. La secuencia de crisis en mercados incipientes en 1997-1998 afectó negativamente a los volúmenes, que volvieron a recuperarse en 2000 y 2001.
- 1.46 La crisis en la Argentina (fines de 2001) y el cambio de partido en el poder en el Brasil (principios de 2002) dejaron fuera del mercado a dos de los principales emisores; se estima que en 2002 en la región se emitieron únicamente US\$15.000 millones en bonos³⁰. Las cosas han empezado a mejorar porque el cambio en el Brasil no resultó ser lo que temía el mercado y principalmente porque inversionistas de los Estados Unidos que buscaban una

²⁸ Los certificados americanos de depósito de acciones extranjeras, conocidos como ADR, son certificados de propiedad de determinadas acciones que se transan como acciones ordinarias en las bolsas de los Estados Unidos. Hay diversos grados de registro, que van desde los valores fuera de bolsa hasta el registro en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), caso en el cual la empresa cuyo certificado se transa está sujeta a las mismas obligaciones de presentación de informes que cualquier otra acción transada en esa bolsa y, por ejemplo, debe presentar informes con arreglo a los principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos.

²⁹ Estas cifras incluyen deuda soberana y de empresas. Véase Bustillo y Velloso (2000), "Bond Markets for Latin American Debt in the 1990s", Comisión Económica para América Latina.

³⁰ "The Door is Open Again", Latin Finance, julio de 2003.

alta rentabilidad se han mostrado dispuestos a asumir más riesgos para compensar los tipos de interés cada vez más bajos en su país.

- 1.47 Las empresas emisoras participaron muy activamente en la emisión de deuda externa denominada en dólares y concentrada en su mayor parte en las empresas más grandes de la región. En un entorno de tipo de cambio estable (en relación con el pasado reciente), los tipos de interés y los vencimientos en moneda nacional parecían muy poco atractivos en comparación con tipos más bajos y vencimientos a más largo plazo en dólares estadounidenses. Lamentablemente para muchos, lo que parecía una apuesta sensata en los años noventa se ha convertido en una serie cada vez más activa de reestructuraciones y arreglos institucionales.

E. El desarrollo del capital de riesgo en la región

- 1.48 En general, el entorno en los años anteriores a 1990 era sumamente inestable y poco propicio para quienes asumen riesgos con un horizonte a mediano y largo plazo, como los inversionistas de capital de riesgo/capital privado. No cabe sorprenderse de que encontremos muy poca actividad organizada antes de ese año, en su mayor parte patrocinada por los Estados Unidos y por organismos multilaterales. El primer intento “moderno” de fomentar la inversión de capital de riesgo en la región estuvo a cargo de la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID)³¹. Su apoyo obedecía al propósito de demostrar la existencia de un mercado rentable para este tipo de actividad, ayudar a encauzar flujos privadas de capital de riesgo y, con el tiempo, estimular el desarrollo al crear más empleos y aumentar la producción en general.
- 1.49 Entre 1970 y 1986, USAID comenzó cinco proyectos en la región³² y comprometió un total de US\$119 millones. Patrocinó además ocho proyectos en otras economías incipientes. Únicamente el primer proyecto se convirtió en una empresa viable y sostenible; sin embargo, lo hizo transformándose de un fondo de capital de riesgo en una institución de microcrédito. En general, la experiencia de la USAID con el capital de riesgo no alcanzó el objetivo previsto. Entre las razones para ello, la Agencia menciona la de haber cometido errores en la selección de quienes habían de ejecutar el proyecto e imponer excesiva rigidez sobre ellos y sobre el diseño del proyecto. Más recientemente ha reorientado su labor hacia fondos en los países bálticos, Europa oriental y los nuevos Estados independientes (NEI). Esos fondos tienen más flexibilidad y han de ser más ágiles que sus predecesores. Si bien todavía es prematuro determinar el éxito de este modelo (y se han reconocido errores), la USAID considera que es mejor que el modelo original.
- 1.50 Otras entidades que empezaron a participar tempranamente en la actividad de capital de riesgo/capital privado en la región incluyen la Corporación Financiera Internacional (CFI)

³¹ Los intentos anteriores de hacer inversiones de capital privado en la región incluyen la International Basic Economy Corporation (1947), establecida por la Fundación Rockefeller, y el Atlantic Community Development Group for Latin America (1964), establecido por empresas multinacionales de los Estados Unidos y Europa. Ambos fueron liquidados tras varios años de actividad.

³² James W. Fox (1996). “The Venture Capital Mirage: Assessing USAID Experience with Equity Investment”, USAID Program and Operations, Assessment Report No. 17.

por conducto del Fondo de Inversión BRASILPAR (1980) y de CRP (1982) en el Brasil, la SAIC de Riesgo en la Argentina (1985) y el Falcon Fund en Jamaica (1985). De los US\$51 millones aprobados por la CFI entre 1978 y 1990, US\$12 millones fueron destinados a América Latina. Además de capitalizar fondos de capital privado, la CFI también capitalizó a las propias administradoras de los fondos como medida adicional para ayudar a establecer una industria de capital privado en la región.

- 1.51 La CFI ha reconocido que tendrá que pasar tiempo antes de que se materialice la rentabilidad financiera de los fondos de capital privado. En una evaluación preliminar de su cartera inicial³³, estimó que la rentabilidad financiera hasta ahora había sido baja. Si bien unos pocos de los fondos habían completado el ciclo inversión-desinversión, la evaluación de la CFI es que los primeros fondos con toda probabilidad han de lograr resultados inferiores a los previstos y los subsiguientes deberían andar mejor a medida que se incorporaran en su estructura las lecciones extraídas de la experiencia, entre ellas: i) la administración es el componente más importante del desempeño del fondo; ii) la estructura de remuneración debe proporcionar incentivos adecuados a las administradoras sin interferir en su actuación; iii) a menudo es difícil generar un flujo de transacciones; y iv) la salida es difícil y lleva más tiempo de lo previsto.
- 1.52 A pesar de estos primeros intentos de fomentar la inversión de capital de riesgo/capital privado en la región, a principios de los años noventa no había una actividad organizada en América Latina y el Caribe. Sin embargo, el escenario económico, que estaba cambiando, se convirtió en terreno fértil para la inversión extranjera en general y, posteriormente, la inversión de capital privado en particular. El capital de riesgo/capital privado era cada vez más popular en los Estados Unidos y el flujo de fondos tenía lugar a un ritmo cada vez mayor, por lo que la industria tenía que encontrar medios nuevos e innovadores de colocar capital. Una posibilidad evidente consistía en repetir en el extranjero la experiencia en el país. Los capitales públicos en América Latina y el Caribe ya habían sido “descubiertos” de principios a mediados de los años noventa y el número cada vez mayor de empresas que trataban de ser cotizadas en las bolsas de los Estados Unidos por conducto de los ADR dio mayor visibilidad a la región³⁴. Repentinamente parecía que los mercados de América Latina o incluso de los Estados Unidos podían también servir de mecanismo de salida adecuado y, por lo tanto, América Latina y el Caribe se convirtió en lugar de destino natural para los fondos de capital privado.
- 1.53 Los fondos institucionales de capital privado dedicados a América Latina comenzaron a aparecer en 1994-1995 y captaron importantes volúmenes de capital para la región³⁵. Las sumas comprometidas pasaron de US\$107 millones en 1992 a US\$3.700 millones en 1998; en general desde 1992 estos fondos han captado cerca de US\$16.000 millones³⁶. Estos

³³ Laurence Carter (1996), *Investment Funds in Emerging Markets, Lesson of Experience Series #2*, IFC.

³⁴ Como indica una investigación reciente, esto ayudó a las empresas a aumentar su valor de mercado en un 10 a 15%; véase “Study Finds DR Programs Boost Shareholder Value”, *Global Finance*, julio/agosto de 2003.

³⁵ *Venture Equity Latin America 2002 Year End Report* (www.ve-la.com).

³⁶ Estas cifras no incluyen el capital captado por fondos con mandatos más amplios (fondos en mercados incipientes u otros fondos internacionales, por ejemplo) que con el tiempo hayan llegado a la región.

fondos institucionales apuntaban básicamente a empresas medianas y grandes y buscaban oportunidades de privatización. Las empresas más pequeñas, que estaban fuera de su radar, seguían teniendo problemas para encontrar acceso al capital. Como resultado, aunque los flujos de inversión aumentaron dramáticamente, en su mayor parte fueron a dar a las empresas más grandes y mejor establecidas de las principales economías. Se estima que únicamente el 5% de los fondos captados hasta 2002 estaban destinados a la pequeña y mediana empresa³⁷. La única excepción a esta tendencia estaba constituida por el capital captado para empresas de la “nueva economía” y de Internet que comenzaban a funcionar.

- 1.54 En este contexto, la Overseas Private Investment Corporation (OPIC), entidad pública de los Estados Unidos, ayudó a promover inversiones de capital privado en la región al apalancar fondos de capital privado y aumentar de esta manera los recursos que podían invertir. La OPIC ha proporcionado un total de US\$340 millones a fondos regionales, además de los US\$443 millones asignados a fondos no especializados cuyo mandato regional incluye a América Latina.
- 1.55 En la categoría más estrecha de las inversiones de capital de riesgo, el FOMIN ha sido una fuerza precursora en la región. Normalmente en asociación con el banco nacional de desarrollo del país receptor, desde 1996 el FOMIN ha comprometido US\$178 millones para 35 iniciativas. Ha proporcionado además casi US\$17,3 millones a 21 proyectos de asistencia técnica para ayudar a promover el desarrollo de la industria de capital de riesgo en la región. Fondos patrocinados por el FOMIN han hecho posibles inversiones de capital de riesgo en economías más pequeñas mediante la creación de fondos en un país determinado o de fondos regionales. Además de su contribución monetaria cuantificable a fondos de inversión y proyectos de asistencia técnica, el FOMIN ha estado a la vanguardia del debate acerca de cómo estructurar el entorno legal y regulador adecuado para que la industria prospere en la región.
- 1.56 Los gobiernos de la región han participado en distinto grado en la promoción de la actividad de capital de riesgo/capital privado, principalmente por conducto de sus respectivos bancos de desarrollo. Tal vez el Brasil haya sido el primero en participar en el apoyo a la inversión de capital de riesgo/capital privado y es el país en que la industria está más desarrollada. México y Chile son los otros dos países en que los gobiernos han venido tratando de promover la industria del capital de riesgo.

³⁷ Holly Johnson, “Venture Capital in Latin America: A Resource for S.M.E.s?”, V Inter American Forum on Micro Enterprises, Brasil, septiembre de 2002.

Recuadro 1.2: Promoción del capital de riesgo - Brasil

El Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES), banco de desarrollo del Brasil, ha participado activamente en la inversión de capital de riesgo mediante inversiones directas y fondos. A principios de los años setenta el BNDES llegó a la conclusión de que la financiación mediante préstamos tenía pocas posibilidades de aumentar la capacidad de las empresas nacionales para crecer y que se necesitaba alguna forma de financiar el capital. Como resultado, en 1974 creó tres filiales para capitalizar entidades del sector privado por conducto de la adquisición temporal de acciones minoritarias; en 1982 las tres se fundieron en BNDES Participações S.A. Actualmente el banco tiene varios programas de capitalización que apuntan específicamente a empresas de tecnología, empresas pequeñas, empresas de programas informáticos, empresas incipientes y fondos de inversión.

La *Financiadora de Estudos e Projetos* (FINEP), entidad vinculada al Ministerio de Ciencia y Tecnología, fue creada en 1967 para promover la innovación y el desarrollo tecnológicos prestando apoyo a empresas e instituciones que invirtían en nuevos productos y procesos. Más recientemente se lanzó el proyecto INOVAR (2000), a fin de ayudar a establecer pequeñas y medianas empresas de tecnología y un entorno institucional propicio para la actividad del capital de riesgo en las empresas de esta índole.

Desde el punto de vista regulador, únicamente en 1986 se estableció el marco para la inversión de capital de riesgo. En 1994 se creó la figura jurídica del FMIEE como instrumento para invertir en empresas emergentes. Más recientemente, en 2000, se aprobó una resolución que da a las instituciones de inversión más flexibilidad con respecto a sus asignaciones para inversiones “alternativas”.

Recuadro 1.3: Promoción del capital de riesgo - México

La primera entidad jurídica creada expresamente para ayudar a hacer inversiones directas en la pequeña y mediana empresa fue la *Sociedad de Inversión y Capital Anónima* (SINCA). Se trata de fondos con un número de acciones fijo y cotizadas en bolsa que se establecían con el propósito de invertir en sociedades privadas con la posibilidad de aplazar el impuesto sobre las utilidades realizadas hasta que fueran distribuidos a los inversionistas. Estos fondos nunca lograron los resultados previstos, lo que se debió en gran medida a la importante carga administrativa y reguladora que pesaba sobre ellos. En 1999 había 43 fondos de esta índole con compromisos por un total de US\$362 millones y 256 inversiones, en su mayor parte en bienes raíces.

Nacional Financiera (NAFIN), el banco de desarrollo industrial de México, ha participado en el campo de las inversiones de capital de riesgo/capital privado desde 1989, como proveedor de financiamiento por conducto del sector financiero al principio y como inversionista minoritario a mediano plazo en pequeñas y medianas empresas luego. En razón del elevado costo de supervisar las distintas inversiones, finalmente NAFIN decidió encauzar su apoyo por conducto de fondos. NAFIN invirtió en un total de 34 fondos SINCA tan activamente que en 1994 tenía inversiones en el 60% de los fondos de esa índole existentes y representaba el 25% del capital invertido en ellos. NAFIN mantiene aún inversiones en 16 fondos SINCA, todos los cuales están en proceso de liquidación. En 1995 comenzó a invertir en fondos y actualmente tiene obligados más de US\$130 millones en 15 entidades.

El *Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología* (CONACYT) ha venido prestando apoyo al sector privado en el ámbito de la innovación tecnológica mediante diversos programas que han evolucionado en el curso de los años. En sus programas más recientes se han creado 39 fondos nuevos desde 2001 en cooperación con otras entidades del sector público (fondos sectoriales) o con gobiernos estatales o locales (fondos mixtos); se están preparando otros 15 fondos. Además, por conducto del recientemente establecido programa AVANCE, el CONACYT presta asistencia directa en la conversión de nuevas tecnologías en oportunidades comerciales al financiar la última etapa del desarrollo de estas tecnologías antes del comienzo de su explotación comercial.

Recuadro 1.4: Promoción del capital de riesgo - Chile

El marco jurídico para la inversión de capital de riesgo mediante fondos fue establecido por primera vez en 1989 cuando se creó lo que con el tiempo se convirtió en el *Fondo de Inversión y Desarrollo de Empresas* (FIDE). En la práctica y a pesar de las grandes expectativas que suscitaron, los fondos de esta índole no se convirtieron en un instrumento de importancia en sus primeros años por las enormes restricciones que pesaban sobre sus operaciones. Las leyes fueron modificadas en 1994-1995 con lo que los FIDE pudieron captar más recursos. Lamentablemente, la quiebra y liquidación definitiva, sumamente publicitadas, de la empresa de cartera de uno de los FIDE tuvo como consecuencia la pérdida de confianza y el estancamiento ulterior de la industria. En particular, las administradoras de cajas de pensiones de Chile, importantes participantes en los mercados nacionales de capital, dejaron de invertir en FIDE. Los nuevos cambios introducidos en los tres últimos años han dado más flexibilidad a la industria. En 2002 había 13 FIDE en actividad con activos de US\$200 millones, en su mayor parte invertidos. De ellos, únicamente US\$85 millones son verdaderamente capital de riesgo ya que el resto está invertido en bienes raíces y otros fondos mixtos.

La *Corporación de Fomento de la Producción* (CORFO), banco de desarrollo económico de Chile, proporciona apoyo a la pequeña y mediana empresa directamente por conducto de sus propios programas y mediante su participación en fondos. Su *Fondo de Desarrollo e Innovación* (FDI), por ejemplo, financia la creación de centros de generación de actividades comerciales y lleva a cabo concursos periódicos en que adjudica fondos para cuestiones concretas relativas a la tecnología y la industria. Su *Fondo Nacional de Desarrollo Tecnológico y Productivo* (FONTEC) financia el desarrollo de nuevas tecnologías para el sector privado y su incorporación en el proceso de producción. También dentro de CORFO, la iniciativa TodoChile subvenciona el establecimiento de proyectos de inversión en pequeña escala fuera de Santiago de Chile. Por último, la *Fundación Chile* promueve la creación de compañías y conglomerados en sectores concretos, prestando especial atención a la utilización de nuevas tecnologías aplicadas a recursos naturales renovables.

- 1.57 Si bien la secuencia de crisis en los mercados incipientes de 1997-1998 hizo más lenta la captación de capitales de riesgo/privados en la región, el éxito de las empresas de Internet o tecnología sirvió para mantener vivo el interés; en 1999 y 2000 se comprometieron más de US\$4.000 millones en fondos en la región. Una rápida mirada a las publicaciones especializadas de la época³⁸ indica cuán importantes eran los fondos y los centros de generación de actividades comerciales relacionados con Internet o tecnologías.
- 1.58 Después de la implosión de NASDAQ el capital se hizo escaso y los fondos captados en 2002 ascendieron únicamente a US\$407 millones, la cifra más baja desde 1993. Las instituciones multilaterales (CFI, CII y FOMIN) siguieron participando sistemáticamente en el financiamiento de capital de riesgo/privado en todo el período. A medida que se acababan las fuentes privadas de financiamiento su contribución se hacía aún más visible y, para 2002, sus fondos comprometidos para capital de riesgo/privado representaban el 22,5% de todo el capital comprometido en esos fondos en la región. En el nicho en que funciona el FOMIN, es probable que los fondos que patrocina constituyan la única fuente nueva de capital de riesgo para la pequeña y mediana empresa en la región.
- 1.59 Como indicación del crecimiento de la industria, en los últimos años se han constituido varias asociaciones nacionales y una asociación panregional de capital de riesgo/capital

³⁸ Por ejemplo, la publicación mensual Latin American Private Equity Analyst y la publicación bimensual Venture Equity Latin America.

privado, como la *Associação Brasileira de capital de Risco* (ABCR) en Brasil (2000), la *Asociación Mexicana de Capital Privado* (AMEXCAP) en México (2003) y la Asociación de Capital de Riesgo de América Latina (LAVCA) en los Estados Unidos (2002), de la cual el FOMIN es patrocinador activo. En el caso del Brasil, muy recientemente se constituyó una asociación de inversionistas llamada *Associação Gávea Angels*. Todas estas entidades sirven de foro para que los empresarios y las administradoras de fondos locales formen redes y también, y tal vez esto sea más importante, ayudan a sumar fuerzas para ejercer presión en favor de los cambios que, a su juicio, son necesarios para que su industria crezca.

- 1.60 A medida que llegaban a la región flujos de inversión y niveles de capital de riesgo/privado sin precedentes en un período muy breve, la industria tuvo que funcionar al principio en las condiciones y con la infraestructura existentes. Lo que llevó varias décadas en otros lugares se estaba comprimiendo en un período de menos de 10 años. Si bien el entorno básico ha evolucionado ciertamente en el curso de los años, es dudoso que en los años noventa su evolución haya ido a la par de la velocidad con que llegaba capital a la región y se concertaban operaciones.
- 1.61 Una importante consideración que hay que tener presente aquí es la índole del empresariado en América Latina. Una gran proporción de quienes se describen como empresarios en la región lo son por necesidad y no porque traten de aprovechar una determinada oportunidad comercial. En otras palabras, gente que busca trabajo y no lo encuentra se hacen empresarios a falta de otra cosa mientras tratan de encontrar la forma de conseguir un trabajo. Probablemente sea prudente suponer que en la mayoría de los casos probablemente no han de representar una importante oportunidad de crecimiento ni un candidato adecuado para absorber inversiones externas.
- 1.62 En relación con ello hay que señalar que la abundancia de pequeñas y medianas empresas en la región no significa necesariamente que haya una gran demanda potencial de inversiones de capital de riesgo³⁹. Si bien es cierto que la mayoría de ellas (y tal vez todas) no tienen acceso a recursos del sector financiero, ello no significa que sean todas buenas candidatas para obtener financiamiento con capital de riesgo. Se necesitan más estudios para estimar la dimensión exacta de la demanda efectiva de capital de riesgo en la región.
- 1.63 En el otro extremo de la ecuación, el cuadro inicial de administradoras tenía calificaciones de índole más financiera o jurídica y no eran por lo tanto quienes estaban en mejores condiciones para proporcionar valor añadido a los empresarios locales. Tenían una reducida experiencia directa de gestión, precisamente el campo en que se espera que las administradoras de capital de riesgo aporten sus contribuciones más importantes.

³⁹ Véase Fabre y Smith (2003), "Building an Entrepreneurial Culture in Mexico", manuscrito preparado para NAFIN gracias a una subvención de la TDA de los Estados Unidos.

- 1.64 El marco legal y regulador sigue interponiendo grandes obstáculos a un flujo eficiente de capital de riesgo para la inversión⁴⁰ y es más que probable que eso disuada a algunos capitales de participar en este tipo de actividad. Si bien los inversionistas en los países en desarrollo utilizan activamente las leyes y los reglamentos vigentes para estructurar sus inversiones, los sistemas legales y reguladores son menos flexibles en la región. Componentes comunes de la estructuración de operaciones, tales como la utilización de opciones, los acuerdos en el sentido de votar de determinada manera, la recompra de acciones y una protección efectiva de las acciones minoritarias no se encuentran universalmente presentes en la región.
- 1.65 La legislación tributaria y reguladora que rige los instrumentos de inversión suele ser demasiado restrictiva ya que no existe una legislación concreta que se refiera a la industria del capital de riesgo/privado. Por último, subsisten en la región otros obstáculos a la actividad empresarial. Además del tiempo y el dinero que se necesitan para establecer un negocio, hay importantes gastos de cumplimiento de las normas, procedimientos administrativos, etc., que deben sufragarse una vez en funcionamiento.
- 1.66 Por diversas razones, puede ocurrir que el primer grupo de fondos no alcance las expectativas iniciales. En primer lugar, la industria trató de repetir en un período breve lo que llevó décadas alcanzar en los Estados Unidos. En segundo lugar, en un entorno y circunstancias distintas, fue necesario adaptar el modelo de los Estados Unidos a la situación local, cosa que no se reconoció de inmediato⁴¹. En tercer lugar, la industria surgió en un período de gran inestabilidad en la región, en el que tres de los países más grandes hacían frente a graves crisis en la década. En cuarto lugar, el ciclo de auge a depresión en NASDAQ permitió que unas pocas compañías de la región lograran cotizar sus acciones pero luego las puertas de salida prácticamente se cerraron dejando atrás un número mucho mayor de candidatos. Por último, con mercados de capital poco profundos y una riqueza sumamente concentrada, el total de posibles compradores de compañías patrocinadas con capital de riesgo/privado es relativamente reducido.

F. Una nota sobre la rentabilidad del capital de riesgo/privado y la importancia de las administradoras de los fondos

- 1.67 El atractivo financiero de la inversión en capital de riesgo reside en ser una actividad de alto riesgo y alta rentabilidad. La experiencia reciente en los Estados Unidos parece corroborar esta afirmación.

⁴⁰ Véase por ejemplo Morrison y Foerster LLP (febrero de 2001), “Impediments to Risk Capital in Argentina, Brazil, Chile, El Salvador and Mexico”, Fondo Multilateral de Inversiones, Banco Interamericano de Desarrollo. Es importante observar que el FOMIN, por conducto de este tipo de publicaciones y de su propia experiencia, ha venido desempeñando una función muy activa en la tarea de impartir conocimientos a los gobiernos regionales sobre estas cuestiones. Véase por ejemplo la presentación que hizo Donald Terry en “Partnership for Prosperity Venture Capital Panel”, San Francisco, junio de 2003.

⁴¹ Véase Leeds y Sunderland (2002), “Private Equity in Emerging Markets: Rethinking the Approach”. SAIS.

Cuadro 1.1: Resultados de las inversiones al 31/12/2002

	1 año	3 años	5 años	10 años	20 años
Capital de riesgo	-23,3	-6,8	28,3	26,3	16,6
NASDAQ	-31,6	-31,0	-3,2	7,0	7,1

Fuente: Thomson Venture Economics/National Venture Capital Association.

- 1.68 A pesar de la importante baja después de 2000, la rentabilidad publicada del capital de riesgo en los últimos cinco y 10 años es elevada y está muy por encima de la de la bolsa NASDAQ. Sin embargo, a medida que el horizonte se amplía a 20 años, esa rentabilidad cae considerablemente. Cabe preguntarse si las administradoras se han convertido en mejores inversionistas con los años o si ocurre algo más.
- 1.69 El problema en la medición de la rentabilidad del capital de riesgo consiste en que tendemos a observar elementos que influyen en la valoración (colocaciones iniciales en bolsa, colocaciones adicionales, la adquisición de una participación mayoritaria de las acciones) en casos en que las compañías han tenido relativamente mejores resultados y probablemente, por lo tanto, su valor haya aumentado más. Respecto de las demás dependemos de la valoración que hace la administradora de su propia cartera, que incluye inversiones que con el tiempo terminarán mal⁴². Como resultado, y a menos que se introduzcan ajustes minuciosos, la rentabilidad medida tiende a ser mayor que su verdadero valor subyacente.
- 1.70 En un estudio detallado de distintas inversiones de capital de riesgo⁴³ se determinó cuán importante podía ser ese efecto. La rentabilidad media anual en su muestra era del 108% con una desviación estándar del 135%, esto es, alto riesgo/alta rentabilidad. Sin embargo, al introducir los ajustes debidos por concepto del sesgo de selectividad, esas cifras se convertían en un 15% y un 89%, respectivamente. En otras palabras, si bien subsiste una gran dispersión en la rentabilidad, tal vez no haya suficientes inversiones rentables como para justificar el riesgo. Un rendimiento medio del orden del 15% es compatible tanto con este análisis como con las cifras a más largo plazo que se indicaron anteriormente.
- 1.71 Hay que preguntarse entonces si esta rentabilidad justifica el riesgo y si se ha perdido toda esperanza y la respuesta es que no necesariamente. Habida cuenta de que los fondos de capital de riesgo/privado funcionan en un entorno con información muy imperfecta, hay amplio margen para que las administradoras añadan valor (véase el cuadro 1.2). Si bien la rentabilidad media para las administradoras de capital privado está también en el orden del

⁴² Surgen “sesgos de selectividad” porque el grupo en que basamos la medición no representa a toda la población. Un ejemplo clásico es aquel en que se sacan de la muestra de las inversiones que no tuvieron buenos resultados y se basa la medición únicamente en las demás.

⁴³ John Cochrane (2003), “The Risk and Return of Venture Capital”, University of Chicago. Su muestra incluía 16.613 operaciones de financiamiento de 1987 a junio de 2000, con 7.765 empresas y fondos captados por valor de \$112.000 millones.

15%, el margen entre los que obtienen mejores resultados y los que obtienen peores resultados es mucho más amplio que en el caso de las empresas cotizadas en bolsa o las inversiones de ingreso fijo. Esto quiere decir que las buenas administradoras pueden añadir un considerable valor en el caso del capital privado, mientras que para las administradoras de inversiones en acciones cotizadas en bolsa o con renta fija resulta más difícil lograr mejores resultados que sus colegas.

Cuadro 1.2: Distribución de la rentabilidad por clase de activo: EE.UU. 1980-1995

	Capital privado	Acciones cotizadas en bolsa	Renta fija
75% superior	21,9%	17,0%	12,6%
Mediana	14,0%	15,9%	12,0%
25% inferior	6,9%	14,8%	11,5%
Margen 75% -25%	15,0%	2,2%	1,1%

Fuente: Teresa Barger, "Issues in Private Equity Funds" (<http://www.ifc.org/>).

- 1.72 En un estudio separado se presentan estadísticas similares acerca del carácter heterogéneo de la rentabilidad que se refiere concretamente a la inversión de capital de riesgo⁴⁴. Se demuestra además que hay una gran persistencia en la rentabilidad de los distintos fondos captados por la misma sociedad, esto es, los fondos más rentables probablemente serán seguidos de fondos más rentables y viceversa. Sin duda las posibilidades de rentabilidad de la inversión de capital de riesgo/privado son muy elevadas, pero son pocas las administradoras que pueden aprovecharlas.

G. Resumen y conclusiones

- 1.73 La experiencia internacional en materia de inversión de capital de riesgo es rica y compleja. Hay muchos factores propios de cada país pero cabe identificar varios elementos comunes:
- a. La industria no crece de la noche a la mañana, por sí misma o a partir de la nada. El proceso se mide en décadas y no en años. Hay que sentar las condiciones para que el capital de riesgo pueda prosperar en un contexto en que las normas e incentivos promuevan la actividad empresarial. Tiene que haber un marco legal, regulador, tributario y financiero propicio.
 - b. La inversión de capital de riesgo requiere aptitudes muy concretas. La capacidad de identificar empresas, invertir fondos en ellas, hacerlas crecer y liquidar la inversión tiene que afinarse y desarrollarse con la experiencia. La presencia de un gran número de inversionistas de capital de riesgo constituye también un catalizador para la industria.

⁴⁴ Kaplan y Schoar (2003). "Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows", NBER Working Paper # 9807.

Reduce el costo en muchas dimensiones y establece un grupo de directamente interesados que han de promover un cambio favorable a esta actividad.

- c. 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 gran 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 paciencia y un importante compromiso financiero de instituciones públicas o cuasipúblicas.
 - d. Para que la industria crezca tiene que estar en condiciones de citar como ejemplo inversiones que hayan arrojado buenos resultados. De esta manera se crea un círculo virtuoso en que se asignan recursos a la inversión de capital de riesgo, se logra con mayor rapidez una masa crítica y hay más empresarios dispuestos a asumir riesgos. La oferta y la demanda se mueven a un nivel más elevado y con mayor rapidez.
 - e. De todas las posibilidades de salida, un mercado de valores en auge es el que respalda las valoraciones más altas y genera resultados comprobados. Cuando hay períodos de auge en el mercado de valores la industria tiene las mayores posibilidades de avanzar. No se trata de un factor que pueda controlarse mediante medidas de política sino que hay que aprovecharlo cuando se materializa. Se necesitan paciencia y flexibilidad para determinar el momento adecuado para la desinversión.
- 1.74 La industria del capital de riesgo/privado en América Latina está aún en sus primeros pasos. Unos pocos fondos han pasado por todo el ciclo de inversión-desinversión. En los próximos años, a medida que su vigencia llegue a término, veremos probablemente un intento considerable por liquidar la cartera y sólo entonces sabremos en realidad cuán bien le ha ido a esta primera generación.

II. ESTRATEGIA DEL FOMIN PARA EL DESARROLLO DEL CAPITAL DE RIESGO

- 2.1 En el presente capítulo se resume la estrategia del FOMIN en materia de desarrollo del capital de riesgo. El análisis de los proyectos en este campo incluye todos los aprobados con arreglo a la Facilidad III-B o el Fondo de Inversión para la Pequeña Empresa y sus componentes conexos de asistencia técnica, con la excepción de los proyectos de inversiones destinados a entidades de microfinanciación, que ya fueron evaluados en un informe especial preparado por OVE en 2002 y aprobado por el Comité de Donantes.
- A. La evolución de los objetivos de la estrategia del FOMIN respecto de los fondos de capital de riesgo (1993-2000)**
- 2.2 Según el Convenio Constitutivo del FOMIN, sus objetivos generales consisten en “promover la preparación e introducción de las reformas en los regímenes de inversión y facilitar un aumento considerable de la inversión privada ...” y “promover la microempresa, la pequeña empresa y otros tipos de actividades empresariales” ..., “aumentar la participación de la pequeña empresa en la economía nacional”, apoyando “un desarrollo económico racional desde el punto de vista ecológico”. El Convenio prevé la creación de tres facilidades principales para las operaciones del FOMIN e incluye en la tercera, dedicada al “desarrollo de la pequeña empresa”, un fondo reembolsable (FIPE) que puede utilizarse “para conceder préstamos, hacer inversiones en capital y cuasicapital de pequeñas empresas y en organizaciones no gubernamentales e instituciones financieras que presten servicios a la microempresa y la pequeña empresa o los aumenten”, y se autoriza al Comité de Donantes “a fijar los plazos y las condiciones básicas de esos préstamos e inversiones”.
- 2.3 En el ámbito de los fondos de capital, el FOMIN comenzó a operar en 1995 con tres categorías principales: i) fondos de capital de riesgo, que apuntaban a maximizar la tasa de rentabilidad de la inversión; ii) fondos de capital activos, que apuntaban a asumir en mayor medida una función de impulso del crecimiento de las compañías que financiaban; y iii) fondos de capital de desarrollo, que introducían criterios de orientación social a la selección de las empresas que financiaban. En la práctica, la diferencia entre los fondos “activos” y “de desarrollo” no estaba clara porque en ambos tipos de operaciones el FOMIN estaba dispuesto a recibir una rentabilidad inferior a la del mercado, agregaba importantes componentes de asistencia técnica no reembolsable para apoyar a las empresas y a la administración de los fondos y apuntaba a beneficiar a empresas de tamaño más reducido que en la categoría de “capital de riesgo”.
- 2.4 En el informe Perry se observaba la amplia índole general de la estrategia del FOMIN descrita en su Convenio Constitutivo y se señalaba que ésta no era suficientemente precisa y no podía servir de orientación eficaz para hacer avanzar el FOMIN. Perry observaba que en el Convenio no se decía nada acerca de la asignación de recursos entre los países y proyectos elegibles. El informe Perry apuntaba a precisar la estrategia del FOMIN de manera que pudiera servir de instrumento para la innovación y, simultáneamente, atender a las necesidades actuales del BID y de los países de la región en materia de desarrollo.

- 2.5 En el informe se asignaba también prioridad a los fondos de capital de riesgo y se impartían directrices indicativas para la participación del FOMIN⁴⁵. Los aspectos más importantes de esas directrices se refieren a: i) un límite del 50% en la participación del FOMIN en un fondo de capital de riesgo y, con miras a dar mayor efecto a la inversión, un máximo del 50% de los fondos de capital de riesgo en cada una de las empresas en que se hacían inversiones; ii) el FOMIN debía ser inversionista de último recurso y los proyectos debían justificar la introducción de un efecto catalítico en la movilización de recursos adicionales con respecto a otros mecanismos financieros; iii) el factor fundamental son las administradoras de los fondos, que deberían tener mentalidad comercial, sólida experiencia con el sector privado, presencia local, una red de contactos empresariales y recursos de asistencia técnica; iv) los incentivos y la remuneración de las administradoras debían guardar relación con el desempeño y, en el caso de los fondos de desarrollo, se necesitarían créditos presupuestarios especiales para sufragar parte del costo de la administración del fondo; v) la participación del FOMIN en los fondos de capital de riesgo no debía exceder de 10 años y tenía que incluir mecanismos contractuales de salida; vi) ninguna inversión hecha por el fondo en una empresa debía exceder de US\$1,5 millones y, en promedio, debía ser de US\$1 millón; vii) la rentabilidad prevista debía ir desde el punto de equilibrio en el caso de los fondos de desarrollo a la “tasa normal de rentabilidad de mercado” en el caso de los fondos de índole más comercial (usando parámetros similares a los de la CII y el tipo LIBOR); y viii) podía añadirse asistencia técnica como componente subvencionado y limitado del FOMIN, de preferencia en forma renovable.
- 2.6 En 1999 la Oficina del FOMIN encargó un “análisis de los cinco primeros años⁴⁶”. Ese análisis destaca la importancia del efecto de demostración que buscaba el FOMIN en esta materia que “al indicar que el capital puede servir de instrumento de desarrollo, el FOMIN apunta a demostrar a los inversionistas de capitales que es posible lograr utilidades en la pequeña empresa”; “cualesquiera que sean los efectos del programa, el éxito definitivo de la iniciativa dependerá del grado en que promueva un mayor acceso general al financiamiento para la pequeña empresa” y “el veredicto sobre el éxito del capital como instrumento de desarrollo económico dependerá de los resultados de los propios fondos”. Se destaca además la importancia de una reforma más general del sector financiero a fin de dar en el futuro mayor acceso al financiamiento a toda la pequeña empresa.
- 2.7 El análisis de los fondos, de 1999, indicaba que el término “efecto de demostración” era muy general y había que demarcarlo con mayor claridad. En ese sentido indicaba que el efecto de demostración podía lograrse: i) demostrando a los bancos y a los inversionistas de capital privado que la pequeña empresa en general es una buena inversión y que había que respaldarla; ii) alentando la concesión de más crédito por otras instituciones financieras; y iii) demostrando a otros organismos de desarrollo que vale la pena apoyar algunos tipos de fondos cuya rentabilidad es inferior a la de mercado. El análisis indica que a la sazón todavía era prematuro dar respuesta a la primera pregunta, que la segunda entrañaba

⁴⁵ “Indicative Guidelines for the constitution of Venture Capital Funds”, Annex III, MIF GN-41 Rev., septiembre de 1996.

⁴⁶ Holden, Paul, “MIF Equity Funds: A Review of the First Five Years”, julio de 1999. En ese momento, el FOMIN había aprobado desde 1995 más de US\$52 millones del FIPE.

reformas en otros ámbitos que iban mucho más allá del capital de riesgo (transacciones con garantía, por ejemplo) y, en el caso de la tercera, no había a la sazón pruebas de una diferencia en la proporción en que fracasaban los fondos “comerciales” y “de desarrollo” en que participaba el FOMIN.

- 2.8 En el análisis se recomendaba por último: i) que se modificaran las clasificaciones de fondos y dejar únicamente dos tipos básicos (“comercial” y “de desarrollo”); ii) que el FOMIN se dedicara en mucha mayor medida a los fondos “comerciales”; iii) que, en el caso de los fondos “de desarrollo”, el FOMIN realizara detallados análisis de la relación costo-beneficio, incluyera el costo de la asistencia técnica al calcular la rentabilidad, se concentrara en la pequeña empresa más que en los fondos para el medio ambiente, que están primordialmente destinados a empresas que comienzan y utilizara métodos basados en Internet para prestar a las empresas asistencia de gestión a bajo costo; iv) que se modificaran los indicadores utilizados para el desempeño de la empresa (número de empleados, divisas ganadas e impuestos pagados) por otros en que los primordiales fueran la generación de empleo y el valor neto añadido; v) que se prestara mayor atención a la supervisión, evaluación y difusión de mediciones más detalladas de los “efectos de demostración”, a fin de demostrar que los fondos de capital de riesgo eran un buen negocio; vi) que se realizaran actividades complementarias en cuestiones de política que afectaban al desarrollo del capital de riesgo; vii) que se mantuvieran en los fondos límites al tamaño de las empresas que obedecieran a las características especiales de cada país; y viii) que se aprovecharan las lecciones de la experiencia directa de las nuevas empresas a fin de tomar medidas concretas para mejorar el entorno comercial.
- 2.9 En 2000 el Grupo de Trabajo formuló diversas recomendaciones no tanto para preservar lo mejor de lo que había logrado el FOMIN en el pasado como para aumentar la eficiencia en la ejecución de proyectos en el futuro. El Grupo propuso el concepto de “clusters de proyectos”, compuestos de un grupo de proyectos conexos que podían contar con el apoyo de un experto técnico y en los que se reducirían muchos de los problemas de diseño y ejecución con que se tropezaba en los proyectos del FOMIN. Se señaló que la especialización en mercados financieros y de capital revestía especial importancia para que el diseño y la ejecución de los proyectos fuesen eficaces. De hecho, este nuevo concepto estaba entonces bastante establecido en los proyectos del FOMIN en materia de desarrollo de capital de riesgo, ya que estaban conceptualizados, diseñados y supervisados por una “unidad de inversión” del FOMIN con cierto apoyo de la Corporación Interamericana de Inversiones (CII).

B. La estrategia para el desarrollo del capital de riesgo, 2001-2005

- 2.10 En 2001, después del informe del Grupo de Trabajo, el FOMIN preparó una estrategia quinquenal para el desarrollo del capital de riesgo que tenía en cuenta muchos aspectos del análisis de los antecedentes y de las recomendaciones de ese informe. En la estrategia se establecía la necesidad de consolidar su experiencia en la financiación de la pequeña empresa, extrayendo lecciones de sus primeras actividades y dándoles publicidad a fin de surtir un efecto de demostración, así como la de adaptar sus programas a las necesidades concretas de los distintos países y entornos en que funcionaba. El FOMIN, que para el año 2000 ya había hecho un número considerable de inversiones, se proponía ser más selectivo

para identificar sus operaciones nuevas y optar por aquellas que tuvieran las mayores posibilidades de repetirse en otros lugares.

- 2.11 Los ámbitos principales de las actividades identificadas para los fondos de capital consistían en: i) la ampliación de la función de “acelerador”, atendiendo a las necesidades de nuevos empresarios de la región en nuevas empresas incipientes como la tecnología de la información, que tenían el mayor potencial de rentabilidad financiera atractiva; ii) el establecimiento de planteamientos innovadores para los fondos orientados hacia el desarrollo, centrándose en nuevos diseños para países o sectores que distaban aún de ser comerciales pero cuyos beneficios y efectos para el desarrollo eran importantes; y iii) una labor de consolidación a fin de reducir el costo de transacción para fondos de inversión y de capital de riesgo, con iniciativas para establecer redes en línea; capacitación para empresas locales de administración, la utilización de empresarios con “valor añadido” en las empresas mentoras y con especial atención a los fondos sectoriales, en los que se suponía que la especialización había de generar eficiencias.
- 2.12 Además, con respecto a las actividades de apoyo a la pequeña empresa distintas de la inversión, la estrategia proponía: i) mecanismos de promoción a fin de mejorar el entorno para el financiamiento y la creación de pequeñas empresas, como la promoción de mejoras al marco de las operaciones con garantía, la simplificación de los requisitos legales para la constitución como sociedades y la adopción de las normas adecuadas para la creación de fondos de inversión; ii) apoyo a la creación de instituciones para permitir a los mercados de capital disponer de mayor información sobre la pequeña empresa (oficinas de crédito y organismos privados de calificación crediticia, por ejemplo); y iii) el financiamiento y la publicación de investigaciones relacionadas con instrumentos de inversión en la pequeña empresa y mecanismos de salida.

C. La división de tareas entre la CII y el FOMIN en el campo del capital de riesgo

- 2.13 En 1998 el FOMIN tomó también resueltas medidas para aclarar la división de tareas con la CII en el campo del desarrollo del capital de riesgo, en un intento de establecer funciones complementarias entre las dos instituciones. Tanto la CII como el FOMIN tienen el mandato de aumentar la oferta de capital en la región en un contexto en que la CII se centre en la pequeña y mediana empresa y el FOMIN en las empresas más pequeñas y en instituciones de microfinanciamiento. Habida cuenta de la importancia de una gestión activa cuando se invierte en la pequeña y mediana empresa, el instrumento preferido para la inversión consiste en fondos especializados, administrados por terceros con experiencia que puedan proporcionar asistencia y apoyo técnico especializado *in situ*, al tiempo de colaborar activamente con las empresas para que las inversiones del fondo en última instancia tengan salida.
- 2.14 Por lo tanto, la estructura, el enfoque y el funcionamiento básicos de los instrumentos de inversión del FOMIN y la CII son muy similares, mientras que según un informe presentado al Comité de Donantes⁴⁷ las características del mercado, el riesgo y la

⁴⁷ Documento MIF/GN-49 “Equity Financing by the MIF and the IIC”, septiembre de 1998.

rentabilidad son “muy distintas y mutuamente excluyentes”. Se destacaba incluso que “no hay superposición en las actividades que realiza cada institución, si bien ocasionalmente puede considerarse la posibilidad de una acción conjunta cuando los destinatarios son pequeñas empresas de los países de los grupos C o D”. Sin embargo, los únicos fondos que recibieron financiamiento conjunto tenían sede en el Caribe y en Chile.

Cuadro 2.1: Comparación entre las actividades de capital realizadas por el FOMIN y la CII

	FOMIN	CII
Índole de la actividad	Indirecta mediante intermediarios	Directamente a beneficiarios e indirectamente por conducto de intermediarios
Mercado al que se apunta	Micro y pequeña empresa (por lo general, empresas con ventas inferiores a US\$3 millones y 100 empleados)	Pequeña y mediana empresa (hasta US\$30 millones en ventas/activos y 750 empleados)
Propensión al riesgo	Etapas inicial, capital de riesgo, capital inicial, capital de desarrollo	Ampliaciones en una etapa ulterior, con un potencial de crecimiento y la probabilidad de ser cotizadas en bolsa en un horizonte relativamente breve o de ser vendidas
Objetivo en cuanto a la rentabilidad	Varía según el objetivo del fondo (véase el cuadro adjunto); como mínimo una tasa de rentabilidad real positiva (3%, pero en general más cerca del 10 al 15%)	Por lo menos 15%; inversiones destinadas a asegurar que la CII siga siendo rentable, preservar el capital de los accionistas y aumentar las utilidades retenidas a fin de financiar una ampliación de las operaciones
Asistencia técnica	El FOMIN puede proporcionar un componente de subvención o aceptar una menor rentabilidad en pago de la asistencia técnica	No, por lo general son beneficiarios más grandes que pueden pagar la asistencia técnica que necesiten
Análisis de riesgo	Igual que la CII	Criterios comerciales respecto de la diligencia debida, la valoración, las cuestiones legales, etc.

- 2.15 Ambas instituciones tienen en común el objetivo principal de obtener un “efecto de demostración” con sus actividades relativas al capital de riesgo. Mediante el apoyo del FOMIN y la CII, se espera que las administradoras locales de fondos comiencen a conocer la industria de la administración del capital de riesgo/capital privado y se supone además que los sólidos resultados previstos por esos fondos han de estimular a inversionistas nacionales e internacionales a aportar capital nuevo en este campo y profundizar el mercado. Como se indica en el cuadro que antecede, las actividades del FOMIN y la CII relativas al capital en teoría no se superponen ya que se encuentran en distintos sectores de este mercado de riesgo relativamente elevado.

D. La asignación de recursos del FOMIN en el desarrollo del capital de riesgo

- 2.16 Hasta el fin de 2002 el FOMIN había aprobado 35 proyectos de desarrollo del capital de riesgo. Se había comprometido financiamiento del FOMIN por cerca de US\$178 millones en fondos, y por US\$17,3 millones en 21 componentes conexos de asistencia técnica. Un pequeño grupo de esos proyectos de asistencia técnica (nueve proyectos por un total de US\$12,9 millones) instituyó una estrategia para el desarrollo de nuevas sociedades (incubadoras de empresas) particularmente en ámbitos de mayor contenido tecnológico, así como intervenciones orientadas a mejorar el marco legal e institucional del desarrollo del capital de riesgo.
- 2.17 Como se puede observar, la asignación de recursos fue compatible con la intención estratégica declarada en sus documentos básicos y específicos, con lo que quedó de manifiesto una preferencia en los tres últimos meses por fondos de capital de riesgo de índole más “comercial” e intervenciones que ayudaran a mejorar el entorno para un mayor desarrollo de la industria del capital de riesgo en América Latina y el Caribe, en consonancia con algunas de las recomendaciones fundamentales del análisis realizado en 2000 en el informe del Grupo de Trabajo.
- 2.18 La participación del FOMIN en fondos de capital de riesgo ascendió a un promedio de US\$5,1 millones. En el caso de los fondos de índole más comercial ese monto era de US\$5,3 millones y representaba un 37%, en promedio, de los fondos totales de capital de riesgo, mientras que en el caso de los fondos con una mayor orientación al desarrollo el monto era de US\$4,07 millones, que representaban la participación más cuantiosa (43,6%). Las actividades de cooperación técnica conexas a los fondos variaban considerablemente e iban desde US\$15.000 destinados a evaluación y supervisión de proyectos en etapas más avanzadas hasta sumas más cuantiosas como US\$3,5 millones en proyectos iniciales con una mayor orientación hacia el desarrollo.

E. Clasificación de los fondos del FOMIN

- 2.19 La clasificación de los fondos del FOMIN evolucionó de los tres tipos iniciales a la distinción propuesta entre fondos de desarrollo y comerciales. Los criterios para distinguir entre los dos tipos están enunciados en el FOMIN (1999) de la siguiente forma:
- a. Tasa de rentabilidad tomada como objetivo: los fondos comerciales apuntan a una tasa de rentabilidad más elevada que los fondos de desarrollo.
 - b. Administradora: los fondos de desarrollo son administrados por organizaciones no gubernamentales u otras organizaciones sin fines de lucro, mientras que los fondos comerciales son administrados por entidades con fines de lucro.
 - c. Incentivos: los fondos de desarrollo no prevén una participación pasiva para la administradora, pero a veces tienen honorarios fijos más elevados (o gastos autorizados más elevados) mientras que los fondos comerciales incluyen una participación pasiva que va del 20 al 30%.

- 2.20 El actual sistema de clasificación carece de coherencia interna y no tiene en cuenta la evolución del programa. En cuanto a la coherencia, el FOMIN clasifica 13 fondos como “de desarrollo” y 22 como “comerciales”. Si tomamos el criterio de la tasa de rentabilidad, únicamente dos fondos “de desarrollo” tienen como objetivo una rentabilidad considerablemente más baja que los “comerciales”. Los otros 11 fondos “de desarrollo” tienen como objetivo una rentabilidad igual a la de algunos de los fondos “comerciales” con un objetivo bajo o incluso superior. Si tomamos los demás criterios, según el apartado b) seis fondos serían clasificados como “de desarrollo” y nueve fondos tendrían esa clasificación según el apartado c).
- 2.21 En el cuadro que figura a continuación se presenta una tipología empleada en esta evaluación que tiene mejor en cuenta la experiencia y la variedad de actividades realizadas por el FOMIN y según la cual hay tres tipos de fondos: los fondos para empresas de tecnología, para empresas de energía renovable/medio ambiente y para la pequeña y mediana empresa. Esta tipología obedece en parte a la orientación sectorial que tienen muchos fondos y que se evidencia por sí misma. Más allá de ello, la clasificación queda determinada por el tipo de empresa y empresario y por otras características fundamentales de los fondos y los problemas a que cada uno hace frente.
- 2.22 El programa indica algunas tendencias. La primera consiste en asignar menor importancia a los fondos relacionados con el medio ambiente, posiblemente en razón de su escaso éxito y sus frecuentes problemas. Los fondos aprobados, dos por año al principio del programa, bajaron a un promedio de uno en los últimos años. En segundo lugar, los fondos para empresas de tecnología han incrementado su importancia y pasado de un promedio de un fondo aprobado al año al actual de dos fondos al año. La mayor parte (dos tercios) de estos fondos son relativamente nuevos y bastante promisorios. En este ámbito ha habido pocos casos con problemas evidentes. En tercer lugar, los fondos para la pequeña y mediana empresa han constituido la piedra angular del programa y su número y valor en dólares son mucho mayores que los de cualquiera de los otros dos grupos. Como magnitud media, la contribución del FOMIN a los fondos para la pequeña y mediana empresa y para el medio ambiente son del orden de los US\$5,5 millones por fondo, mientras que los fondos para empresas de tecnología son más reducidos, US\$4,4 millones. En términos totales, los fondos para la pequeña y mediana empresa recibieron US\$105 millones (58%) en compromisos de capital del FOMIN, en comparación con US\$38,4 millones (22%) y US\$34,8 millones (20) para fondos para el medio ambiente y para empresas de tecnología. En términos agregados, el programa se ha estabilizado en un monto medio de US\$27 millones en compromisos durante los tres últimos años.

Cuadro 2.2: Clasificación de los fondos según OVE

	Fondos de tecnología	Fondos de energía renovable/para el medio ambiente	Fondos para la pequeña y mediana empresa
Orientación sectorial	Empresas de tecnología.	Empresas que promueven productos o procesos inocuos para el medio ambiente, reemplazan recursos no renovables por recursos renovables y/o promueven la conservación de energía.	Pueden tener un mandato sectorial/geográfico, pero a menudo no tienen necesariamente una orientación especial.
Perfil típico	Empresario o científico muy cualificado/con educación avanzada. Fuerte motivación de lucro y potencial de crecimiento. Buscan capital para demostrar un concepto tecnológico o comercial, completar la etapa de desarrollo y/o ampliarse.	Empresario especializado. La compañía puede depender de cooperativas o comunidades locales para el suministro del producto o de parte del proceso. Puede estar asociada con una organización no gubernamental en algún aspecto de su giro comercial. No está impulsada exclusivamente por un fin de lucro sino que está abierta a una serie de objetivos más amplios. Busca capital para demostrar un concepto comercial o para ampliarse.	En muchos casos es un negocio de propiedad familiar. El empresario puede o no haber llegado a un ciclo superior de educación formal. Impulsado por fines de lucro. La empresa tiene un bajo contenido tecnológico, las barreras al ingreso son bajas y también lo es la posible competencia del sector informal o de productores similares. Busca capital para ampliar o aumentar la capacidad de producción. También busca inversiones del fondo para tener acceso a una red de contactos a fin de aumentar las ventas, desarrollar el mercado de exportación, etc.
Riesgos principales	Etapla inicial: que el producto o servicio pueda concretarse.	Mercado: que haya demanda para el producto o servicio.	Ejecución: la administración se encarga de la ejecución de aspectos básicos del plan comercial, adaptación a la supervisión profesional de la gestión, integridad.
	Ejecución/mercado: que el producto o servicio se preste a la producción en mayor escala y pueda comercializarse efectivamente con un riesgo de imitación reducido.	Producción: que el producto o servicio pueda proporcionarse o prestarse a costo razonable o a un precio que pueda competir con los sustitutos que existan.	Riesgos comerciales generales relativos a las fluctuaciones en la demanda del mercado, competencia, etc.
Posible aumento del precio de las acciones	Alto a superior a la media	Medio a inferior a la media	Medio a inferior a la media
Salida	Primera emisión de acciones o adquisición por una empresa más grande.	Compra de acciones mayoritarias por la administración/el accionista.	Compra de acciones mayoritarias por la administración/el accionista.

	Fondos de tecnología	Fondos de energía renovable/para el medio ambiente	Fondos para la pequeña y mediana empresa
Instrumentos preferidos	Capital o capital realizable. Normalmente no hay activo que sirva de garantía.	Capital, deuda convertible y deuda directa. Hay activos que puedan utilizarse como garantía (tierras, por ejemplo) pero la liquidación puede resultar difícil.	Capital, deuda convertible y deuda directa. Puede haber activos utilizables como garantía.
Principales cuestiones legales/reguladoras	Derechos de propiedad intelectual. Cuestiones generales de legislación relativa al mercado de capitales. Falta de legislación/mercados bien establecidos sobre opciones, patentes, etc.	Cumplimiento de la legislación ambiental. Precios relativos de distintos combustibles. Certificación de productos. Cuestiones generales de legislación del mercado de capitales.	Cumplimiento de la legislación tributaria y laboral por operadores “informales”. Cumplimiento de los contratos de opción de venta/compra, limitaciones a esos contratos. Cuestiones generales relativas a la legislación sobre el mercado de capitales.

III. EVALUACIÓN DEL PROGRAMA DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO

- 3.1 En el presente capítulo se resumen los resultados de una minuciosa evaluación del programa del FOMIN de fondos de capital (en el anexo III se encontrará una descripción detallada). A efectos de evaluación, el “universo” consta de 35 fondos en que se ha firmado un contrato. Este universo es bastante variado como indica el cuadro siguiente.

Cuadro 3.1: Cartera de capital de riesgo del FOMIN

Indicadores cronológicos				Compromiso del FOMIN (millones de dólares estadounidenses)	Clasificación de OVE		
Según el período de inversión (clasificación principal)	No. de fondos	Indicador cronológico pertinente a la categoría	No. de fondos		Medio ambiente	Tecnología	PyME
Aprobados (no en período de inversión)	8	Más de 20 meses desde la aprobación	2	49,0	1	3	4
		Menos de 10 meses desde la aprobación	6				
En el período de inversión (sin inversiones)	6	Ha transcurrido menos del 25% del período de inversión	3	12,5		1	2
		Ha transcurrido del 25 al 50% del período de inversión	0	.-			
		Ha transcurrido del 50 al 75% del período de inversión	1	5,0			1
		Ha transcurrido más del 75% del período de inversión	2	11,0			2
En el período de inversión (con inversiones)	16	Ha transcurrido menos del 25% del período de inversión	3	18,0	1	1	1
		Ha transcurrido del 25 al 50% del período de inversión	3	11,4		1	2
		Ha transcurrido del 50 al 75% del período de inversión	6	33,7		2	4
		Ha transcurrido más del 75% del período de inversión	4	21,0	2		2
Período de inversión concluido	5	Quedan 12 meses de duración del fondo	1	16,9	3	1	1
		Quedan 36 a 48 meses de duración del fondo	4				
Vigencia del fondo concluida	0						
Total	35		35	178,5	7	9	19

- 3.2 Para recoger las cuestiones y las lecciones que arroja esta rica y compleja experiencia, en la evaluación se utilizan tres series de datos. En primer lugar están las estadísticas generales sobre el “universo”, tal como se ha definido antes. En segundo lugar, a fin de concentrarse en el análisis del desempeño, la evaluación se

refiere a los 14 fondos más maduros. El principal criterio empleado para incluir fondos en ese grupo consiste, con arreglo a las directrices del Grupo de Cooperación para la Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo, en haber sido aprobados hace más de cinco años. Había 11 fondos en esa categoría. Se añadieron otros fondos con un elevado volumen de desembolsos (más del 50%) a fin de completar el grupo de 14 de manera de lograr una similitud adecuada con la asignación general de los recursos del FOMIN⁴⁸ según la tipología de los fondos y según el país. Este grupo representa aproximadamente el 30% del capital comprometido y el 90% de las compañías en que se hicieron inversiones. En tercer lugar, para familiarizarse con los problemas que se plantean en distintos niveles de ejecución o que surgieron en el curso del tiempo, el equipo de evaluación visitó una sección transversal de 17 fondos en diverso grado de ejecución. Estos fondos comprenden más del 40% del capital comprometido en el programa y van desde fondos establecidos en los primeros años del programa hasta fondos aprobados a fines de 2002. En estos casos se celebraron extensas entrevistas con administradoras, empresas en que se habían hecho inversiones u otros participantes.

- 3.3 La evaluación incluye también un detallado cuestionario enviado a 25 administradoras de fondos⁴⁹. Se examinó también documentación del FOMIN tal como memorandos de donantes, contratos de administración, propuestas concretas al Comité de Inversiones, informes especiales, correspondencia, informes anuales, evaluaciones interinas y estados financieros comprobados de fondos. Se compilaron además estadísticas generales de la cartera y las compañías a fin de utilizarlas como parámetros cuantitativos. En razón de la índole particular del programa, cuando procede, el análisis se lleva a cabo tanto a nivel de los fondos como a nivel de las compañías en que se hicieron inversiones. La evaluación tiene también en cuenta las directrices del Grupo de Cooperación en la Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo.
- 3.4 Los resultados fueron recopilados usando una metodología normalizada que mide los proyectos con respecto a siete dimensiones que, según convinieron OVE y el FOMIN, eran importantes parámetros para evaluarlos. Se trata de la pertinencia, la eficacia, la eficiencia, la innovación, la adicionalidad, la sostenibilidad y la evaluabilidad. Se introdujeron ajustes, indicados en el Apéndice I, en la aplicación de la metodología preparada por OVE para evaluar proyectos del FOMIN a fin de poder aplicarla a fondos de capital, de conformidad con los criterios del Grupo de Cooperación en la Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo.

⁴⁸ Del total de recursos comprometidos a este grupo, el 64% eran fondos para la pequeña y mediana empresa, el 16% para el medio ambiente y el 19% fondos de tecnología.

⁴⁹ No se incluyeron algunos fondos porque estaban en proceso de cancelación o reestructuración.

A. Pertinencia

- 3.5 La pertinencia *ex ante* del proyecto estaba definida como el grado en que el programa de fondos de capital identificaba y atendía una importante necesidad en el desarrollo de la pequeña y mediana empresa: i) en los países o regiones en que estaba concentrado el mandato de los fondos; o ii) en los sectores concretos (tecnología, energía, etc.) en que había de hacerse la inversión.
- 3.6 En todos los casos la premisa era que: i) había una buena oportunidad de que las empresas prosperaran en el ámbito escogido para las actividades de los fondos; ii) la principal limitación para el crecimiento era el acceso al capital de riesgo, así como el apoyo en otros aspectos complementarios⁵⁰; y iii) las actividades del programa tendrían un efecto catalítico o de demostración. Se esperaba que esto último tuviera como resultado la creación de nuevos fondos con un propósito similar o una mayor participación una vez que el concepto demostrara ser financieramente atractivo.
- 3.7 El análisis *ex ante* de la pertinencia no es tarea fácil. Esencialmente, los documentos preparatorios debían demostrar que había oportunidades que justificaran el tipo especial de fondo que se estaba creando. En general, es evidente que abundan pequeñas y medianas empresas en la región y que su acceso a fuentes formales de capital es restringido o costoso. Muchos de los análisis que se encuentran en memorandos de donantes insisten en esos aspectos, que son ciertos pero no necesariamente útiles para predecir la pertinencia de la acción del fondo. Las preguntas básicas para determinar la pertinencia *ex ante* consisten en si hay suficientes oportunidades de calidad para invertir en los ámbitos especiales en que operan los fondos y si existen los demás elementos necesarios para que tengan buenos resultados (examinados en el Capítulo I).
- 3.8 La mayoría de los proyectos en el programa de fondos de capital incluían un inventario indicativo (77%), pero casi una cuarta parte de los fondos no lo tenían (esto es, no había oportunidades claramente identificadas). Los proyectos estaban respaldados por un análisis incluido como anexo del memorando de los donantes (14% de los fondos) o por estudios sectoriales especiales o de otra índole (17% de los fondos). En el 68% de los casos, sin embargo, el análisis se limita a unos pocos párrafos en los memorandos, o una referencia a las oportunidades indicadas por las futuras administradoras de los fondos o simplemente no lo había. En otras palabras, el análisis *ex ante* de la pertinencia era limitado.
- 3.9 En el curso de la ejecución, la pertinencia de los fondos en general puede ser calificada de baja a dispar. En algunos casos es evidente que los sectores a que se

⁵⁰ Muchos fondos apuntaban también a promover la transferencia de tecnología, una gestión profesional, acceso a los mercados de exportación o técnicas financieras de que carecía la pequeña y mediana empresa.

apuntaba eran pertinentes debido al hecho de que había una importante concentración de oportunidades. En cambio, en la mayoría de los demás casos, los fondos parecen apuntar a sectores en que no hay oportunidades o éstas son muy reducidas y el mandato se convertía en una restricción para la inversión (se presentan ejemplos en el Anexo III).

Recuadro 3.1: Análisis contrastante de la pertinencia

La situación general: En la mayor parte de los documentos examinados la pertinencia del ámbito de acción del fondo se presenta mediante exposiciones generales con escaso respaldo del inventario preliminar o sin respaldo alguno. Un ejemplo típico es: “Las condiciones y oportunidades del mercado varían mucho entre los países pero hay diversas tendencias en las economías incipientes de mercado que aumentan la demanda para la utilización de tecnologías no contaminantes y para la eficiencia en la utilización de la energía ...”

Evaluación de la administradora: En unos pocos casos, las necesidades concretas del mercado eran determinadas por las futuras administradoras de los fondos, lo que podía constituir un conflicto de intereses. Por ejemplo, “La administradora del fondo estima que más del 60% de las empresas centroamericanas están comprendidas en los criterios del FOMIN. La administradora ha identificado ya un inventario preliminar de unas 80 empresas, distribuidas geográficamente en toda la región, que podrían ser oportunidades de inversión. Las empresas trabajan en diversas industrias pero están concentradas en la agroindustria, los productos alimenticios y la manufactura/el montaje ligeros”. En este caso, el período original de inversión del fondo expiró con tres inversiones únicamente, que representaban menos del 10% del capital comprometido; dos de las tres inversiones corresponden a empresas de servicios de Internet.

La situación concreta: Constituye una excepción a la predominancia de análisis generales el caso de un fondo del Brasil en que los trabajos preparatorios incluyeron visitas a ocho posibles empresas “representativas” y un análisis más detallado de cuatro transacciones. Es interesante observar, sin embargo, que transcurrido un año del primer desembolso, sólo se ha materializado una de las posibles operaciones identificadas en la etapa preparatoria. Hasta la fecha el fondo ha hecho únicamente tres inversiones, de las cuales únicamente la indicada en la etapa preparatoria puede calificarse de muy similar al espíritu del mandato original.

- 3.10 Las respuestas enviadas por las administradoras de fondos al cuestionario de evaluación sirven para corroborar más las conclusiones obtenidas de las entrevistas y los ejemplos. Según más del 60% de las respuestas a los cuestionarios, uno de los problemas más importantes para invertir era la imposibilidad de encontrar oportunidades atractivas que estuvieran comprendidas en los criterios de elegibilidad fijados por el fondo. Igualmente, según el 46% de las administradoras, la restricción al tamaño de las compañías en que se podían hacer inversiones era un obstáculo para encontrar oportunidades atractivas⁵¹. A la inversa, en algunos casos

⁵¹ En el curso de las entrevistas con las administradoras quedó de manifiesto que por “tamaño de la empresa” se entendía un conjunto de características tales como la falta de normas mínimas de teneduría de libros, información deficiente, informalidad, poca fiabilidad de la administración, falta de conocimientos de la función de los fondos, falta de planes de actividades, etc.

en que las inversiones fueron aumentando con el tiempo, apuntaban a ámbitos considerablemente distintos de los previstos inicialmente⁵². En resumen, por más que muchos fondos estén todavía en su período de inversión, sobre la base de los cuestionarios a las administradoras, las entrevistas en el terreno y los análisis de los desembolsos se estima que menos del 50% de los fondos tenían un mandato pertinente.

- 3.11 Los problemas relativos a la pertinencia que quedaron de manifiesto en la ejecución pueden explicarse en razón de diversos factores. En primer lugar, había pocos estudios detallados de mercado que respaldaran los mandatos concretos de los fondos. En segundo lugar, hay una gran diferencia entre el número de empresas del tamaño al que trata de beneficiar el FOMIN y el número de oportunidades reales de inversión. En tercer lugar, complicaba la situación un factor, la calidad y dedicación de la administradora de las inversiones, que determinaba si el ámbito especial de los fondos era pertinente a las necesidades de los mercados. Alrededor del 30% de los fondos tenían problemas de importancia con su administradora. En 10 de los 35 fondos cambió el gerente o la administradora y en el 70% de esos casos la administradora fue reemplazada. Además, en el 90% de los casos en que cambió la administración, ello tuvo lugar en promedio unos dos años después del primer desembolso, lo que significa que ya había transcurrido la mitad o más del período de inversión. Así, incluso si esos fondos buscaban oportunidades pertinentes, la calidad de la administradora original y el tiempo que demoró la solución de este problema hizo imposible lograrlo. Hay que señalar también que en el 43% de los fondos maduros ha habido cambios de administración (en comparación con un 19% para el resto). Habida cuenta de que los cambios de administración suelen tener lugar después de dos años de actividad, en el futuro puede haber más cambios de esta índole.
- 3.12 La pertinencia en el sentido de establecer un segmento importante en los mercados de capital es escasa. Tal vez la única excepción notable sea el Brasil, en que el FOMIN y varias instituciones públicas o semipúblicas están apoyando inversiones de capital de riesgo en un intento de demostrar su valor como categoría *bona fide*, de activo que puede ser interesante. En este caso, hay una importante comunidad de participantes en actividades de capital de riesgo para tecnología complementarias de los fondos y, sin lugar a dudas, el FOMIN ha sido una de las entidades principales en virtud de su presencia en el sector de los fondos de capital y su participación en el programa INOVAR (véase más información en el recuadro 3.4).

⁵² Por ejemplo, el Fondo para el Desarrollo de Pequeñas Empresas de Tecnología, aprobado en agosto de 1998, estaba destinado a “apoyar el desarrollo de pequeñas empresas de tecnología, especialmente biotecnología” (“Memorando de proyecto, MIF/AT-196, página 2). Hasta la fecha el fondo tiene una sola inversión en biotecnología que representa alrededor del 2,5% de su capital comprometido y un 6% de su cartera al costo.

- 3.13 En el curso de la evaluación no se encontraron datos en el sentido de que en otros países los fondos o las actividades conexas de asistencia técnica tuvieran un efecto de demostración de resultados de lo cual se destinaran más fondos a actividades relativas al capital de riesgo o a la pequeña y mediana empresa. Por lo general no formaban parte de una labor más amplia para promover este mercado y seguían siendo experiencias aisladas. Como indica la experiencia internacional, a menos que esas actividades formen parte de un plan coordinado y más amplio para financiar diversas actividades durante algunas décadas, la pertinencia desde el punto de vista del desarrollo de mercados de capital ha de ser necesariamente escasa. Asimismo, como indica el Capítulo I y pone de manifiesto la estrategia del FOMIN en el sentido de que haya un “efecto de demostración”, tiene que haber claros ejemplos de buenos resultados a fin de atraer más capital y generar un círculo virtuoso de crecimiento para la industria. Hasta la fecha no se han observado estos resultados.
- 3.14 Desde el punto de vista de las empresas beneficiarias, la inversión (o el préstamo) tenían un grado muy alto de pertinencia, esto es, se necesitaba una inyección financiera con urgencia. En prácticamente todas las empresas visitadas en el curso de la evaluación, la impresión era de que el fondo había aportado recursos esenciales sin los cuales no habrían podido ejecutar su plan de actividades o lo habrían hecho con mucha lentitud. Asimismo, en la mayoría de las empresas en que se hicieron entrevistas se señaló que el fondo arrojaba beneficios desde el punto de vista de mejores prácticas administrativas y financieras, una mejor formulación de las decisiones estratégicas clave o un mayor acceso a una red más amplia de oportunidades comerciales. Hay que insistir en que esta respuesta fue bastante coherente en general, con pocas excepciones de importancia⁵³. De esta manera, los fondos estaban atendiendo a una necesidad pertinente de las empresas beneficiarias, pero había menos oportunidades reales de lo que se había previsto inicialmente o las administradoras encargadas de trazar rumbos no eran aptas para convalidar la pertinencia del concepto.

B. Eficacia

- 3.15 La eficacia mide el grado en que efectivamente se alcanzaron los objetivos declarados del proyecto. No evalúa en qué medida esos objetivos eran razonables o eran excesivamente ambiciosos. La eficacia comienza con medidas de análisis y mitigación planificada del riesgo antes de iniciar los proyectos. En el curso de su ejecución, la flexibilidad, el control de los riesgos y la supervisión son factores clave que han de influir en los resultados. Por último, la medición última de la eficacia es el logro real de los objetivos. En el caso del programa de fondos de capital se pueden analizar tanto la eficacia del FOMIN como la de las administradoras de los fondos.

⁵³ Las excepciones se analizan en la Sección G, relativa a la adicionalidad.

- 3.16 En el curso de la preparación, el FOMIN identificó una amplia variedad de riesgos. En muchos casos los documentos reconocían el riesgo que entrañaba lanzarse a una forma absolutamente novedosa de intervención. Algunos fondos comenzaron con la clara y expresa advertencia de que el programa entraba en territorio desconocido. Hemos clasificado los riesgos identificados *ex ante* en tres categorías: i) el riesgo de la estrategia de inversión; ii) los riesgos relacionados con la administradora del fondo o el establecimiento de éste; y iii) los riesgos del país.
- 3.17 En el 97% del total de proyectos se encontraron riesgos en cuanto a la estrategia de inversión. El más importante era el riesgo de salida (71%), seguido por los de rentabilidad o comercial (43%), la falta de un inventario suficiente de oportunidades (41%) y los riesgos relacionados con la concentración sectorial (31%). Las medidas típicas de mitigación incluían las opciones de venta (34%), criterios especiales de riesgo/diversificación (46%), la experiencia de la administradora del fondo (43%) o la combinación de instrumentos de inversión (deuda y capital) con distinto grado de riesgo (23%).
- 3.18 Se encontraban riesgos relacionados con la administradora del fondo en el 89% de los documentos de proyecto. La experiencia de la administradora en la gestión de fondos de capital para la pequeña empresa era el riesgo señalado con mayor frecuencia (66%), seguido de los problemas para encontrar otros inversionistas a fin de captar capitales (40%) y posibles conflictos de intereses (29%). El factor de mitigación más importante que se mencionaba era el historial y la reputación de las administradoras en funciones anteriores (34%), ya que la mayoría nunca había gestionado un instrumento de inversión con las características del FOMIN. Otros factores de mitigación consistían en el establecimiento de requisitos mínimos de capital al cierre (14%) y apoyo de un socio internacional (14%). De hecho, algunos fondos eran administrados o supervisados por un socio extranjero, por lo general con sede en los Estados Unidos.
- 3.19 Por último se mencionaba el riesgo de país en el 83% de los proyectos. El más importante era el riesgo de devaluación (69%), seguido de la posibilidad de inestabilidad macroeconómica o política (46%). La falta de un mercado de capital desarrollado ocupaba el tercer lugar a cierta distancia (20%), si bien probablemente constituía uno de los problemas más importantes porque reduce las posibilidades de salida. Entre los factores de mitigación se mencionaba la concentración de las inversiones en empresas orientadas hacia la exportación (34%) o en empresas en que un horizonte a mediano o largo plazo en un entorno de rápido crecimiento contrarrestaría los riesgos del ciclo económico o cambiario (40%).
- 3.20 Si bien los riesgos quedaron extensamente de manifiesto en el análisis, en la ejecución no se tuvieron necesariamente en cuenta los factores de mitigación prescritos. Por ejemplo, si bien el riesgo de devaluación se mencionaba en más de las dos terceras partes de las operaciones, junto con la inversión en empresas de exportación como factor de mitigación, la mayoría de los fondos no se centraban en

empresas orientadas hacia la exportación. Además, algunas de las soluciones son más teóricas que reales como, por ejemplo, la utilización de opciones de venta para resolver el problema de la “salida”. Las opciones de venta funcionan como protección contra el riesgo moral, no contra problemas de liquidez. Si la compañía en que se hace la inversión no crece, será difícil ejecutar una opción de venta. A la inversa, si la empresa crece en la forma prevista podrá sustituir capital por deuda.

- 3.21 Sería más eficaz determinar qué riesgos pueden ser controlados (por el FOMIN o por las administradoras) y cuáles son los mecanismos precisos que se aplicarán para ello. Si la devaluación es un riesgo que se ha de tomar en serio, tendría sentido determinar un porcentaje mínimo de activos que se han de invertir en empresas exportadoras (y hacerlo cumplir). Si hay serias dudas acerca de la competencia de la administradora del fondo, habría que instituir normas de acción y directrices concretas para supervisar su desempeño y, de ser necesario, introducir cambios con rapidez. En esos casos también tendría sentido dar al personal del FOMIN una función más activa en la supervisión de las actividades del fondo.
- 3.22 Para evaluar la eficacia del proceso es necesario pasar revista a los objetivos declarados en los documentos oficiales del proyecto. Los objetivos se enunciaban de dos maneras en los memorandos a los donantes. En primer lugar se enunciaba un objetivo general, generalmente desde el punto de vista de los resultados financieros (“apreciación del capital”), en muchos casos con una determinada tasa de rentabilidad. En segundo lugar se fijaban varias metas “concretas”, normalmente relacionados con objetivos de desarrollo. Como se señalaba en el Capítulo II, en el caso de algunos fondos el concepto original era que los objetivos de desarrollo iban a ser tan importantes como la rentabilidad financiera pero en todos los casos se esperaba que, por lo menos, los fondos no tuvieran pérdidas ni ganancias. Entre los objetivos de desarrollo, los más importantes son: i) tener un efecto catalizador o de demostración; ii) promover varias metas medibles que representen indicadores de desarrollo (empleo, ventas, impuestos pagados y exportaciones); y iii) ampliar las opciones de financiamiento a la pequeña y mediana empresa.
- 3.23 El análisis de la evolución del objetivo financiero de los fondos según la clasificación del FOMIN de fondos comerciales y de desarrollo indica que las tasas de rentabilidad tomadas como meta convergen en el curso del tiempo. Los fondos comerciales comienzan con metas ambiciosas que se reducen con el tiempo. A la inversa, los fondos de desarrollo apuntan más alto una vez transcurridos los dos primeros años del programa. Ello es compatible con el abandono de la idea de promover fondos “de desarrollo” sin una rentabilidad de mercado.
- 3.24 Ningún fondo ha terminado su período de desinversión y pocos han vendido siquiera partes importantes de su cartera. Por lo tanto, si bien en términos estrictos no se conocen aún los resultados financieros definitivos, de todas maneras es posible analizar distintos factores para determinar en qué situación se encuentran

los fondos y arriesgar un pronóstico acerca de hacia dónde irán probablemente las cosas. Esa tarea se puede enfocar desde diversos puntos de vista.

- 3.25 En primer lugar, analizamos los fondos “maduros” (véase el párrafo 3.2) para evaluar la probabilidad de ganancias de capital. En esta muestra, la rentabilidad del capital ascendió en promedio a -49% en 2002. Si excluimos dos valores atípicos (uno positivo y uno negativo) la media sube a un -19,4%. El coeficiente más reciente (finales de 2002) entre capital y capital pagado es del 65%, lo que significa que el valor de las empresas actuales tendría primero que apreciarse en un 57% simplemente para llegar a un punto de equilibrio⁵⁴. Si excluimos los valores atípicos, la relación entre el capital en acciones y el capital pagado llega a casi un 67%, lo que significa que el valor de la cartera tendría casi duplicarse para llegar al punto de equilibrio. Sobre la base de la muestra de los fondos “maduros”, no parece probable alcanzar la meta relativa a la apreciación del capital⁵⁵.
- 3.26 Una segunda serie de elementos se deriva del análisis de 106 empresas en las carteras “maduras”. Esta información fue recopilada sobre la base de los cuestionarios remitidos a las administradoras de fondos para esta evaluación, complementados con indagaciones directas a fin de completar la información que faltaba.
- 3.27 Los resultados no son buenos. Sobre la base del último año completo (2002) tenemos tres indicadores: utilidades, capital de trabajo y flujo de caja de las operaciones. En cuanto a las utilidades, el 40% de las empresas no publican estados de ingresos, el 45% declaran pérdidas y sólo el 15% declaran utilidades. El 29% de las empresas no declara el capital de funcionamiento y, de las que presentan un balance completo, aproximadamente el 35% tiene un capital de funcionamiento con signo positivo y un 35% con signo negativo. Aparentemente no se controla ni declara el flujo de caja de las operaciones ya que el 81% de las empresas no tienen información acerca de los estados de flujo de caja. La respuesta que dieron las administradoras frente a este hecho alarmante fue que ese estado no estaba disponible o era inexacto. Las empresas que publican estados del flujo de caja están divididas entre un 14% con un flujo de caja de las operaciones con signo negativo y un 5% con signo positivo.
- 3.28 Más allá de los resultados, el volumen limitado de información que existe no es tranquilizador, especialmente con respecto a los flujos de caja. Habida cuenta de

⁵⁴ Para llegar a ese punto en dólares de los Estados Unidos la apreciación tendría que ser aún mayor.

⁵⁵ Los principios de valoración no son los mismos para todos los fondos. Un análisis de los estados financieros comprobados indica que la valoración se hizo de una de diversas maneras: a) a discreción del gerente de inversiones sobre la base de diversas consideraciones; b) aplicando un método por el cual se buscan las variaciones en el valor de libros de las empresas sobre la base, principalmente, de las utilidades anuales); y c) evaluaciones periódicas de la valoración. Así, la relación entre el capital en acciones y el capital pagado puede ser más baja que la que se indica aquí.

que la mayoría de las empresas tienen poco acceso al crédito bancario, subsisten con su flujo de caja, los fondos captados de la inversión del fondo y el margen que se hayan dejado en el capital de funcionamiento. Sobre la base de la información relativa al ritmo de consumo del capital inicial y a los saldos en efectivo presentada por las empresas cuyo flujo de caja es negativo, se estima que pueden sobrevivir unos nueve meses. A menos que el desempeño mejore dramáticamente, en promedio estas empresas desaparecerán en los próximos meses a menos que capten capital o deuda nuevos o se reduzcan drásticamente.

- 3.29 En la evaluación no se hizo una valoración formal de cada una de las empresas de la cartera, pero a menos que quepa prever un mejoramiento sustancial, los métodos tradicionalmente aceptados de valoración no permitirán asignar un valor sustancial a las empresas con utilidades negativas. Es poco probable que las empresas rentables, al ser relativamente pocas, contrapesen al resto. En resumen, parece difícil que la enorme mayoría de los fondos que se encuentran en una etapa más avanzada hayan de llegar a un punto de equilibrio, para no hablar de obtener ganancias de capital⁵⁶.
- 3.30 Una última serie de medidas para analizar la eficacia se refiere a la evaluación de las empresas de la cartera por las administradoras de los fondos. Según los cuestionarios, el 54% de las inversiones están en proceso de reestructuración, probablemente han de arrojar pérdidas o ya las arrojado. En el caso de los fondos que se dedican a actividades relativas al medio ambiente o a la energía renovable, las pérdidas y reestructuras ascienden a un 61% (que representa el 69% del capital invertido). De todas las administradoras que respondieron al cuestionario, que comprenden 82 inversiones distintas, se considera que a una sola empresa le va mucho mejor de lo que se esperaba según el plan de actividades⁵⁷.
- 3.31 Comparando las evaluaciones de las administradoras en los fondos en el Brasil es interesante observar que el estado de las inversiones tiende a empeorar en el caso de los fondos más antiguos (véase el recuadro 3.2 en el anexo III). Esto constituye un cierto problema. Evidentemente, los fondos “jóvenes” clasifican a sus empresas en la categoría de situación “normal”. Lo inquietante es ver que en el transcurso del tiempo, a medida que los fondos son más viejos, no se advierte una pauta en que algunas empresas obtengan mejores resultados de los previstos y algunas obtengan peores resultados de los previstos. A ninguna empresa le va mejor de lo previsto y el porcentaje de las que tienen problemas muestra una tendencia a aumentar con el tiempo.

⁵⁶ Esta evaluación ni siquiera se refiere a la liquidez de las posiciones de los fondos (esto es, si las posiciones se pueden vender), problema frecuentemente mencionado por todas las administradoras de fondos.

⁵⁷ Hay que observar que estos resultados se refieren únicamente a los fondos “maduros” que respondieron el cuestionario de evaluación.

- 3.32 En resumen, sobre la base de la cartera actual de inversiones, la evaluación llega a la conclusión de que es poco probable que se alcance la meta relativa a la apreciación del capital. Si se desglosa esta observación por tipos de fondo, se observa que los fondos “de medio ambiente” probablemente han de arrojar peores resultados como grupo, con pérdidas en la mayoría de los casos. Es probable que los fondos para la pequeña y mediana empresa tengan resultados más dispares y es difícil hacerse una impresión coherente en este momento. Los fondos para tecnología son hasta cierto punto promisorios sobre la base de las muy pocas empresas innovadoras que han obtenido realmente excelentes resultados. Esta es la pauta normal. Sin embargo, varias de las empresas de la cartera tienen problemas de liquidez y es probable que las administradoras (y el FOMIN) tengan que adoptar en los próximos meses la decisión de recapitalizarlas. Tiene sentido aplicar un criterio selectivo y apoyar a las que probablemente obtengan mejores resultados. Sobre la base de los resultados financieros actuales, no sería posible liquidar la mayor parte de las empresas al costo para el FOMIN.
- 3.33 Como catalizador de nuevas inversiones o fondos, una de las metas primordiales de desarrollo, el programa hasta ahora prácticamente no logró éxito alguno en la tarea de promover el crecimiento de los mercados de capital de riesgo para el segmento de las empresas a las que apuntaba el programa de los fondos (con el Brasil como única excepción posible). No ha habido un efecto positivo de demostración en razón de muchos factores. En primer lugar, la inversión de capital de riesgo madura con lentitud. En segundo lugar, hasta ahora los resultados no han sido buenos, así que no hay motivo para que otros participantes entren a este mercado. En tercer lugar, el contexto relativamente difícil del mercado de capitales no es propicio para experimentar en una clase de activo nueva y más riesgosa sin participación visible en las ganancias. Así, no cabe sorprenderse en esta etapa de que no haya surgido un “mercado” fuera del programa del FOMIN.
- 3.34 Otros objetivos de desarrollo que no se enuncian necesariamente en los memorandos a los donantes, pero que el FOMIN tiene en cuenta, se refieren al empleo y a las exportaciones. Los cuestionarios enviados a los fondos indican que estos objetivos ocupan un lugar secundario. Hay grandes lagunas en la información y la mayoría de las empresas no comunican siquiera datos financieros básicos.
- 3.35 Un último objetivo en el campo del desarrollo del capital de riesgo consistía en ampliar las opciones de financiamiento que tenían las empresas (deuda o capital adicionales). Los cuestionarios enviados a los fondos “maduros” arrojan una imagen dispar, pero en algunos casos positiva, en este ámbito. Un 64% de los fondos no comunicó haber obtenido o no obtuvo deuda o capital adicionales para las compañías en que habían invertido. Sin embargo, respecto del 36% de los que comunican haber obtenido financiamiento adicional, los recursos movilizados representan (en promedio) un 158% de su inversión en la compañía o un 23% del capital comprometido. Hay una dispersión bastante considerable entre los fondos, ya que cinco fondos obtuvieron recursos que representaban cerca del 100% o más

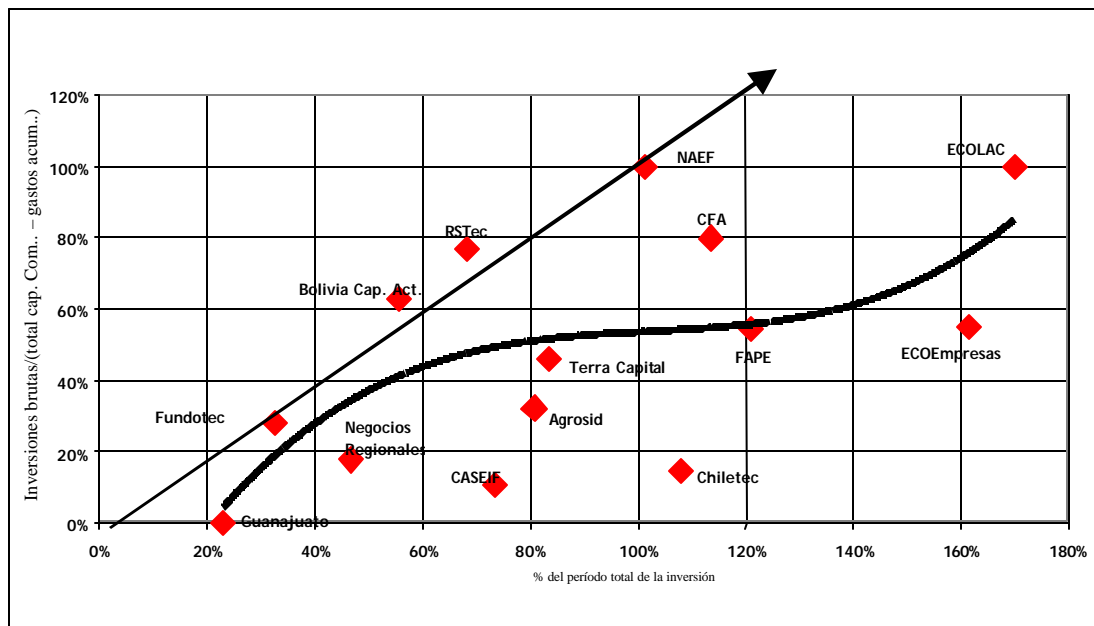
de su inversión original en las compañías y tres fondos habían obtenido menos del 15% de los recursos adicionales. Cabría llegar a la conclusión de que pocos fondos lograron obtener recursos adicionales para las compañías en que invirtieron pero que quienes lo hicieron captaron cantidades importantes en relación con su propia inversión.

C. Eficiencia

- 3.36 La eficiencia se refiere a la relación insumo-producto, esto es, a la cantidad de insumos, financieros o de otra índole, que se utilizan para alcanzar un determinado volumen de productos. Esta dimensión se midió básicamente según dos indicadores: el coeficiente de gastos generales y la duración de la ejecución o las demoras en la ejecución. Estudiamos también la utilización de actividades de cooperación técnica destinadas a prestar apoyo o asistencia en las actividades del fondo. Se trataba de recursos adicionales de que se disponía para mejorar el producto. En términos generales, el programa no tuvo buenos resultados en ninguna de las tres dimensiones.
- 3.37 El coeficiente de gastos generales mide la proporción del capital que se destina a la administración de un fondo, esto es, que no se asigna directamente a las empresas de la cartera. La parte más importante de este gasto es la remuneración de las administradoras, pero en modo alguno es la única. Si bien la remuneración de las administradoras suele ser del orden del 2% al 3% del capital comprometido, hay grandes variedades en cuanto a los demás gastos que ha de sufragar un fondo. Por ejemplo, en algunos fondos hay una estructura doble de honorarios de administración en virtud de la cual una empresa internacional y su filial local (o un socio local) cobran honorarios que se superponen. En otros fondos, además de los honorarios de administración, se imputan gastos extraordinarios.
- 3.38 Otra medida de eficiencia en este contexto consiste en la relación entre los gastos y el capital efectivamente invertido. Esta medida es importante porque el fondo que sólo invierte la mitad de su capital comprometido tiene un porcentaje de gastos generales real que equivale al doble del fondo que invierte todo su capital comprometido.
- 3.39 Los porcentajes de gastos generales de los fondos han sido elevados. Si tomamos la subserie de fondos “maduros”, encontramos que los gastos medios anuales llegaban prácticamente al 7% del capital comprometido. Al final de 2002, la relación entre gastos acumulados e inversiones brutas era en promedio del 57%. Durante la vigencia de cada fondo, estos gastos pueden recortar más del 50% del capital comprometido, partiendo del supuesto de que la mayor parte del capital está invertido y de que las cancelaciones son pocas. Evidentemente, al tener menos capital para invertir, los resultados de la inversión tienen que ser mucho mejores que la media para que el fondo no tenga pérdidas ni ganancias, sin entrar siquiera a hablar de ganancias de capital.

- 3.40 Para evaluar la medida en que el FOMIN atendía las solicitudes de los proyectos, un factor consiste en el tiempo que media entre el registro oficial de cada solicitud en el sistema del Banco y la aprobación por el Comité de Donantes. Este período era en promedio de unos ocho meses. El período entre la aprobación y la firma es en promedio de 10 meses, entre la firma y el primer desembolso de cinco meses y entre el primer desembolso y la primera inversión por el fondo de otros siete meses. Esto significa que un fondo que se está preparando y encuentra una serie de oportunidades para invertir antes de la aprobación tiene que esperar dos años antes de que los recursos estén disponibles para invertir. Evidentemente es demasiado tiempo.
- 3.41 Entre las razones más frecuentes de la demora, las administradoras de fondos mencionaron “las negociaciones con el FOMIN”, “problemas en la regulación del mercado local de capitales (o en la regulación tributaria)” y “la necesidad de obtener compromisos de capital de otros inversionistas”. ¿Qué se puede hacer a este respecto?
- 3.42 Los problemas legales/reguladores se están subsanando, si bien en algunos países se siguen considerando un factor que hace más lenta la industria y la estructuración de los fondos. Si bien el cambio se ha producido con mayor lentitud que lo previsto, el FOMIN ha realizado una tarea muy activa a los efectos de determinar qué cambios racionales deben introducirse en la legislación y de hacer presión para que se introduzcan, lo cual constituye una contribución sumamente valiosa del programa.
- 3.43 Es difícil, e incluso imposible, controlar las demoras en la obtención de coinversionistas. La estructuración de los fondos no sigue la pauta de los fondos del sector privado en que hay una campaña de promoción seguida de una fecha fija de cierre. Esta no es la situación típica de los fondos del FOMIN, en que la estructuración de un fondo suele ser una prolongada negociación sin normas claras y sin una fecha fija de cierre. Habría que formalizar este proceso y mantenerse al corriente de él de manera de imprimir una sensación de urgencia.
- 3.44 El tiempo que dura la negociación con el FOMIN, en cambio, se puede controlar. A este respecto, las administradoras mencionan como una de las causas principales de las demoras el prolongado período de preparación de los documentos jurídicos. La unidad de inversiones del FOMIN no tiene personal exclusivamente dedicado a la estructuración jurídica de los fondos y ello causa demoras. Según las administradoras, una vez que los fondos estaban establecidos y en funcionamiento, el FOMIN actuaba con flexibilidad y agilidad para introducir cambios y participar en las decisiones necesarias. Las cuestiones administrativas no eran fuente de demoras.

Gráfico 3.1: Período de ejecución (a diciembre de 2002)



3.45 Se estableció otra medición de la eficiencia con miras a evaluar en qué forma avanzaban los fondos hacia el objetivo de quedar invertidos dentro del período de inversión, que va de tres a cinco años. La eficiencia en la inversión se mide teniendo en cuenta el capital disponible una vez deducidos los gastos, ya que cada fondo tiene una estructura de gastos distinta. En el gráfico precedente se observa el capital invertido como porcentaje del capital disponible para la inversión en comparación con la parte del período de la inversión que ha transcurrido. La línea recta indica una marcha “lineal” hacia el objetivo, esto es, las inversiones avanzan en la misma proporción que el período de inversión. La línea curva trata de dar cabida a las observaciones y los resultados indican que la mayoría de los fondos van con atraso; de los seis fondos en que había vencido el período de inversión, únicamente dos habían invertido todo el capital disponible.

3.46 La utilización de insumos complementarios, en su mayor parte actividades de cooperación técnica, y las actividades de los fondos eran en general deficientes. En la mayoría de los fondos visitados en el curso de la evaluación, el fondo y las actividades de cooperación técnica tenían vidas paralelas sin comunicación entre ellos (véase el recuadro 3.2).

D. Innovación

3.47 El grado de innovación de un proyecto se define como la producción de un nuevo producto o servicio o el mejoramiento del proceso o método de producción. La

innovación se mide también según el grado de atención e imitación que el proyecto propiamente dicho o las empresas de la cartera suscitan en terceros.

- 3.48 *Ex ante*, el programa era sumamente innovador tanto en términos conceptuales como prácticos. En algunos casos, los fondos establecidos eran los primeros en su índole o los primeros en el país de que se trataba. Es evidente que el programa de fondos de capital constituía una labor precursora, que ensayaba métodos novedosos en muchos ámbitos (véase el anexo III, recuadro 3.5). El método de aunar actividades de cooperación técnica y actividades paralelas de los fondos era muy innovador y, en teoría, muy atractivo. En estos casos, el supuesto era que era necesario financiar actividades de investigación técnica, investigación aplicada o aplicación de tecnología. Además, a fin de cerciorarse de que no se perdieran buenas ideas por falta de capital de riesgo, los conceptos más promisorios podían financiarse con cargo a la ventanilla de los fondos de capital (si bien no había obligación para hacerlo). Otro concepto interesante era la utilización de empresas “internacionales” para importar a la región la tecnología de administración de fondos.
- 3.49 Había pocas innovaciones desde el punto de vista del proceso o la estructuración internos de los fondos de capital. En su mayoría seguían las prácticas establecidas en la industria, con pocas excepciones⁵⁸. Los procedimientos adoptados en el programa se consideran acertados, salvo con respecto a la gestión y supervisión de los fondos. El FOMIN es normalmente el inversionista más importante y, sin embargo, opta por no tener una función activa en el Comité de Inversiones del fondo⁵⁹. Su papel en el Directorio es normalmente pasivo, a menos que las cosas empeoren. Cuando da la impresión de que las actividades van por mal camino es generalmente el FOMIN el que imprime el impulso para cambiarlas. Las ventajas de participar en forma más activa son varias: i) un conocimiento más directo de las empresas de la cartera; ii) una mejor dirección del fondo hacia el logro de los objetivos previstos (financieros y no financieros); iii) una reacción más rápida ante los cambios negativos en el desempeño de la administradora del fondo o de las empresas en que invierte; y iv) un mejor conocimiento directo de lo que funciona bien y lo que funciona mal, lo que abre la posibilidad de una fecundación cruzada entre los fondos.

⁵⁸ Por ejemplo, uno no se trataba en realidad de un fondo sino más bien de una cuenta separada. En otro, el contrato de administración estaba limitado a los tres primeros años. Otra característica poco habitual es la falta de fechas de cierre prefijadas. Por último, son pocas las administradoras obligadas a invertir su propio capital en el fondo que administran, a diferencia de la inversión mínima del 1,5% en los fondos de los Estados Unidos.

⁵⁹ Esta práctica ha cambiado recientemente en unos pocos casos concretos (cinco fondos), en los que se considera necesaria la participación del FOMIN en razón de su especialización o en razón de inquietudes acerca de la dirección en que avanza el fondo.

Recuadro 3.2: La relación entre la asistencia técnica y los programas de capital de riesgo

El FOMIN incluía regularmente en sus operaciones de capital de riesgo financiamiento paralelo mediante operaciones de cooperación técnica. El monto total de la cooperación técnica financiado de esta manera era de US\$17,3 millones en 21 operaciones. De los 35 fondos de capital de riesgo aprobados, 20 tenían un componente conexo de cooperación técnica (58%). Hay dos tipos principales de operaciones de cooperación técnica. Un primer grupo es el de las operaciones de tamaño más reducido (menos de US\$300.000) y centradas en la supervisión, evaluación, capacitación de las administradoras de fondos y promoción, con un total de US\$900,000, y 11 operaciones (un promedio de US\$82.000) y un segundo grupo, con un monto total de US\$12,9 millones y nueve operaciones (en promedio US\$1,43 millones), centrado en el desarrollo comercial, esto es, en la creación de un inventario de oportunidades comerciales y dinámicas en que pueda invertir capital el fondo paralelo de capital de riesgo que se financia.

Algunas de las operaciones de cooperación técnica del segundo grupo fueron ejecutadas por distintos organismos, seleccionados en razón de sus complementariedades con el financiamiento del capital de riesgo y su experiencia en la prestación de servicios de desarrollo comercial para empresarios. En algunos casos, el problema más importante en este segundo grupo consistía en que, si bien en general eran parte del mismo programa del FOMIN, su ejecución seguía caminos distintos y no materializaba las sinergias previstas cuando se diseñó el programa. Una causa de estos senderos divergentes residía en la distinta dinámica de los proyectos. Algunos de los fondos hacían frente a largas demoras para obtener todo el capital comprometido y otros tropezaban con problemas legales y reguladores que causaban atrasos. Otro motivo era la distinta “mentalidad” o los distintos “incentivos” de los organismos de ejecución. Los organismos de ejecución de la cooperación técnica tienen menos interés en los resultados porque les son reembolsados sus gastos; la reputación es su única preocupación. Los fondos de capital evidentemente tienen más fines de lucro porque su principal fuente de ingresos consiste en el aumento de valor de las empresas en que invierten. Estos problemas culturales parecen también ser fundamentales desde el punto de vista de las relaciones personales entre los dos tipos de organismos, cuestión que requiere un sólido apoyo del FOMIN. Otra fuente de fricción consiste en la forma en que se supervisan estos programas en el Grupo del BID. Oficialmente hay distintas funciones de supervisión incluso dentro del FOMIN y del Banco; las operaciones de cooperación técnica normalmente corresponden al especialista de la Representación encargado de los proyectos del FOMIN en esa Representación mientras que los fondos de capital de riesgo son supervisados por la unidad de inversiones del FOMIN.

Incluso si los proyectos de cooperación técnica para el desarrollo empresarial estuvieran perfectamente coordinados con los fondos de capital de riesgo, subsiste el problema básico de que se trata de una labor masiva con una elevada dosis de capital inicial para financiar un gran número de oportunidades comerciales y de ideas empresariales. Como demuestra la experiencia internacional, estos requisitos probablemente exceden de la capacidad del FOMIN y requieren un sólido apoyo del Banco y de cada país.

Cabe en todo caso prever un proceso más productivo y de mayor sinergia en que los fondos de capital de riesgo ayuden a orientar en la selección de las empresas que se han de desarrollar o incluso recomienden buenos empresarios (que todavía no están listos para recibir una inversión de su fondo) a los efectos del desarrollo de actividades comerciales. El programa INOVAR (financiado por el FOMIN en el Brasil) integra notablemente bien toda la labor de años de inversiones en tecnología e innovación, servicios de apoyo comercial, instituciones administradoras de fondos y otros. En ese caso, el FOMIN ayuda a establecer los mecanismos institucionales para compartir experiencias y promover la industria del capital de riesgo, aunando distintos esfuerzos por conducto del organismo de ejecución (FINEP) y facilitando así la formación de un “círculo virtuoso” para promover la industria del capital de riesgo.

- 3.50 Si el FOMIN hubiese de adoptar este cambio, necesariamente tendría que aumentar su personal o subcontratar la supervisión. Incluso en este punto hay mucha presión sobre los recursos, la cual se hará aún mayor a medida que la antigua generación de fondos tropiece con problemas de desinversión o tenga que adoptar decisiones de inversión y la nueva generación configure su cartera.
- 3.51 Otra posible innovación en la estructura que habría que analizar es la formación de tramos concretos de una segunda o incluso una tercera serie de inversiones en las empresas con mejores resultados. Esta cuestión se analiza con mayor detalle en el Capítulo IV.
- 3.52 La conceptualización y el diseño *ex ante* fueron claramente innovadores, pero lamentablemente la ejecución de los programas más innovadores no tuvo éxito. Por ejemplo, los casos en que se aunaron expresamente un fondo y una operación de cooperación técnica para lograr mejores resultados no funcionaron bien. Ambas actividades siguieron caminos paralelos sin que se observe apoyo ni fecundación cruzada. Otro diseño innovador que fracasó es la utilización de administradoras “internacionales”. Por último, los fondos de energía renovable/para el medio ambiente también fueron muy innovadores *ex ante* pero, como hemos visto en la Sección B, en última instancia no pudieron convertirse en entidades viables.
- 3.53 En todo caso, las fallas en la ejecución deben ponerse en su debido contexto. El FOMIN se movía en terreno desconocido en varias direcciones a la vez mientras trataba de cumplir diversos mandatos (promoción de la pequeña y mediana empresa, empresas orientadas hacia el medio ambiente y comercialmente viables, capital de riesgo para tecnología, etc.). Al hacerlo, tropezó (y sigue tropezando) con diversas barreras legales/reguladoras, con la falta de administradoras locales y, en muchos casos, con escasas oportunidades de inversión para los mandatos concretos del programa. Era inevitable que hubiera un proceso de ensayo y error.
- 3.54 No ha habido difusión ni institucionalización *ex post* del sistema de fondos de capital a la inversión de capital de riesgo o para la pequeña y mediana empresa en América Latina. El Brasil es la única excepción. Los motivos tienen que ver con el éxito del programa y la presencia de mayor apoyo público en este empeño. Esta cuestión se analiza en la Sección F *infra*.
- 3.55 Mirando las empresas de la cartera se encuentra un grado excelente de innovación, incluso en fondos que no apuntaban necesariamente en esa dirección. Los fondos orientados hacia la tecnología muestran naturalmente algunas empresas con productos o servicios novedosos. Sin embargo, también los fondos que en teoría estaban orientados hacia el medio ambiente, por ejemplo, indican novedosos sistemas de estructuración financiera.

Recuadro 3.3: Innovación en las empresas

Nano Endoluminal: Es una empresa de aparatos médicos de tecnología avanzada con sede en Santa Catarina (Brasil), especializada en dispositivos para tratar lesiones cardiológicas periféricas con procedimientos mínimamente invasivos. La principal línea de productos consiste en una prótesis endovascular que se expande por sí misma y está hecha de una aleación de níquel y titanio con una capa de politetrafluoretineno. La prótesis puede insertarse en el sistema circulatorio central, lo que permite tratar en forma mínimamente invasiva aneurismas en la aorta abdominal, la aorta torácica y las arterias ilíacas.

La empresa surgió de la fusión de Empresa Nano Precision Ltda. (con sede en el Centro de Laboraço de Tecnologias Avançadas – CELTA) y de un grupo de investigadores del Departamento de Angiología y Cardiocirugía de la Universidad del Estado de Santa Catarina. En 1998 se logró implantar la primera endoprótesis bifurcada para tratar un aneurisma abdominal. Desde el principio, la empresa ha utilizado los materiales más avanzados, obtenidos en los mejores laboratorios del mundo, y decidió especializarse en la fabricación de dispositivos para aplicaciones endovasculares. El Ministerio de Salud del Brasil aprobó en el año 2000 la utilización comercial de su primer dispositivo y en el año 2001, gracias a la inversión de un fondo patrocinado por el FOMIN, la empresa construyó sus instalaciones industriales en Florianópolis y ese mismo año lanzaron APOLO, su primera línea de “stents” endovasculares.

International Syst S/A: Es una empresa de programas informáticos con sede en el estado de Minas Gerais, que ha creado tres líneas de productos distintas, cada una de las cuales está estructurada como subsidiaria independiente y cada una de las cuales tiene potencial para convertirse en una empresa separada. Tal vez la más interesante e innovadora de las tres sea Metasys, empresa que creó programas informáticos que permiten tener acceso simultáneo a Windows y Linux en cualquiera de las computadoras de una red. Cada usuario puede optar sin ninguna dificultad por utilizar en forma simultánea las aplicaciones que atiendan mejor a sus necesidades concretas, cualquiera que sea el sistema operativo. Están también integrados diversos servicios como archivos compartidos, acceso a Internet, autenticación, etc. El sistema se puede administrar en línea por Internet y tiene como resultado una enorme eficiencia y grandes economías de costo. Según la compañía, el costo general se puede reducir de un 35 a un 50% según cual sea la configuración exacta.

Water Capital: Water Capital ha creado un segmento muy especializado, al hacer de intermediario del alquiler de equipo de tratamiento de aguas en México y financiar ese alquiler. La empresa no tiene su propio personal de ventas; ha creado en cambio una interfaz en Internet que permite que el personal de venta de los fabricantes de equipo analice las alternativas en cuanto al alquiler en tiempo real, envíe información financiera a sus clientes y obtenga en línea antecedentes de crédito. Una vez cerrada una operación, Water Capital descuenta en una institución financiera el contrato de alquiler, con lo que se asegura el margen entre el costo de los fondos y la tasa de descuento.

E. Sostenibilidad

- 3.56 Sostenibilidad es la capacidad para seguir produciendo bienes o prestando servicios una vez que termina el financiamiento del FOMIN. En el programa de fondos de capital se puede analizar a dos niveles. En primer lugar, a nivel de la industria, la pregunta es si las administradoras han de sobrevivir más allá de la fecha de liquidación de los fondos del FOMIN. En segundo lugar, a nivel de la empresa, la cuestión es ¿qué suerte correrán las empresas en que se hicieron las inversiones? ¿Han de sobrevivir, crecer y prosperar sin más asistencia de los fondos?

- 3.57 A nivel de la industria no se encontraron datos en la evaluación en el sentido de que las administradoras de fondos fueran a sobrevivir sin financiamiento adicional en condiciones que no fueran comerciales⁶⁰. La única excepción es el Brasil, en que hay primeros indicios de interés de particulares en invertir en capital de riesgo. Desde el punto de vista de la financiación no comercial, como se señaló en el Capítulo I, los países grandes tienen distintas fuentes que han de respaldar más los intentos por desarrollar la industria. Respecto del resto de los países o sectores del mercado (fondos para el medio ambiente, fondos para la pequeña y mediana empresa), si el FOMIN dejara de prestar apoyo es poco probable que hubiese mayor continuidad. Las principales razones de esta situación consisten en que la mayoría de los países no parecen tener el compromiso político de apoyar estos esfuerzos, ni una sólida entidad directamente interesada para hacerlo, y la rentabilidad de los fondos hasta ahora ha sido baja.
- 3.58 El problema de la sostenibilidad encuentra raíces en el desempeño. Vale la pena destacar tres elementos. En primer lugar, los fondos son demasiado pequeños en comparación con los gastos que hay que hacer. Si los gastos anuales consumen regularmente del 6 al 7% del capital al año, es difícil mostrar a los inversionistas una gran rentabilidad. Al terminar todo su ciclo de diez años, en promedio un fondo habrá gastado el 50% de su capital exclusivamente para sufragar sus gastos de funcionamiento⁶¹. Para obtener una rentabilidad que atraiga capital privado (de un 20 a un 25% neto para los inversionistas), el fondo necesita una rentabilidad bruta de cada inversión de un orden del 28 al 33% al año. En el caso de las inversiones hechas en el primer año de un fondo hipotético, para ello se requiere una apreciación de 9 a 13 veces. Si comparamos estas exigencias con los datos históricos correspondientes a los Estados Unidos que se presentaban en el Capítulo I (en que la rentabilidad mediana es del 14% y únicamente el 75% alcanza una rentabilidad compuesta del 21,9%), queda de manifiesto cuán difícil es la tarea.
- 3.59 Los fondos necesitan una estructura mínima para funcionar. Se estima que, sobre la base de los honorarios normales y los gastos normales de los fondos, como mínimo los fondos deberían tener de US\$25 a 40 millones, según el país y el ámbito de la inversión. En la actualidad, el 94% de los fondos aprobados tienen compromisos de capital inferiores a US\$25 millones.
- 3.60 El segundo elemento es la calidad de la administración. Como se señaló en el Capítulo I, en el caso de los mercados desarrollados de capital de riesgo, una buena

⁶⁰ Evidentemente esto excluye a las administradoras o grupos de administradoras que forman parte de entidades consultoras o financieras más grandes y generan ingresos de otras fuentes.

⁶¹ La cuantía precisa de la proporción de gastos al término del ciclo variará según: a) las cláusulas concretas de los contratos, según haya mayor o menor latitud para imputar gastos al fondo; b) el monto de los desembolsos/cancelaciones efectivos y sus fechas; c) el cronograma de las inversiones; y d) los intereses devengados por los saldos en efectivo.

administradora es esencial para hacer subir el valor de los fondos de capital de riesgo/capital privado, en que las diferencias de rentabilidad son mucho mayores que en otros tipos de inversión. Lamentablemente, no es fácil identificar a quienes tendrán mejores resultados. Algunos de los elementos consisten en un buen historial en el mismo giro comercial o uno similar y experiencia en la administración de empresas (a diferencia de experiencia en empresas financieras u organizaciones no gubernamentales). El historial y la experiencia deben verificarse mediante estados financieros comprobados o estados de rentabilidad comprobados. Un historial demostrado evitaría hacer una selección sobre la base de criterios subjetivos.

- 3.61 En el caso del programa, muy pocas administradoras tenían experiencia en la gestión de fondos de capital de riesgo/para la pequeña y mediana empresa, ya que se trataba de actividades nuevas en la región. Las administradoras procedían de los círculos financieros o eran organizaciones no gubernamentales. La selección de una buena administradora en un campo totalmente nuevo es un proceso de ensayo y error; esto era inevitable y el FOMIN tenía que experimentar los problemas propios del proceso.
- 3.62 En algunos casos la administración del FOMIN trató de superar la falta de administradoras nacionales con un historial demostrado juntando empresas internacionales con administradoras nacionales o simplemente contratando administradoras nacionales. Esta idea, si bien teóricamente era atractiva, resultó ser contraproducente. La mayoría de los socios internacionales no tuvieron un desempeño satisfactorio y fueron reemplazados en el curso del tiempo o básicamente cesaron sus funciones. O bien las administradoras internacionales seleccionadas no eran adecuadas o la falta de un buen conocimiento de las circunstancias locales obstó para que encontraran y administraran buenas oportunidades de inversión sobre el terreno. El reducido tamaño de los fondos tal vez no haya atraído a los mejores, pero no hay pruebas de que haya habido un proceso activo de búsqueda de las mejores aptitudes en el campo internacional de las inversiones.
- 3.63 La salida es el tercer factor. La fijación de fechas adecuadas para la desinversión constituye un elemento determinante del desempeño en el campo internacional del capital de riesgo/capital privado. No hay razones para creer que ocurriría otra cosa en América Latina. Evidentemente es difícil controlar la liquidación, que puede depender en parte de los instintos de la administradora en cuanto a cuál es un buen momento para vender y en parte de cierta flexibilidad de los accionistas en cuanto a la fecha de liquidación definitiva de los fondos. A diferencia del mercado de los Estados Unidos, este elemento en América Latina puede depender más del ciclo económico interno que de la situación del mercado de capitales en el lugar. Ello se debe a que el volumen de las empresas incluidas en la cartera de fondos del FOMIN hacen más probable que la desinversión tenga lugar mediante la adquisición por una empresa más grande o la compra de las acciones mayoritarias y no por conducto de una oferta pública inicial.

F. Adicionalidad

- 3.64 La adicionalidad mide el grado en que los recursos del FOMIN promovieron los fondos en toda la región y apalancaron el capital del FOMIN. La función de los fondos con respecto a las empresas en que se hicieron las inversiones constituye otra dimensión de la adicionalidad y, a este respecto, cabe hacerse dos preguntas. En primer lugar, ¿las empresas podrían haber sobrevivido o ejecutado sus planes de actividades sin la participación del fondo? En segundo lugar ¿sirvió el “capital blando” que aportó la administradora del fondo (pericia administrativa o desarrollo de mercados) para mejorar el desempeño de las empresas?
- 3.65 Existe un alto grado de adicionalidad en el programa de fondos de capital. Desde sus principios, el FOMIN ha sido el principal participante en la región y su presencia ayudó a movilizar una cantidad importante de recursos que de lo contrario no se habrían obtenido. Si se tiene en cuenta el “universo” de los fondos, se estima que el capital comprometido por el FOMIN de US\$178,5 millones moviliza unos US\$315,8 millones en recursos adicionales. Esta cifra puede ser un tanto alta porque parte del supuesto de que se materializan todos los compromisos estimados de otros inversionistas con fondos más nuevos. Pero incluso en el supuesto de que los nuevos fondos no atrajeran otros inversionistas, los compromisos de capital de inversionistas distintos del FOMIN llegarían a unos US\$260 millones.
- 3.66 Al nivel de las empresas en que se hace la inversión existe también un alto grado de adicionalidad. Tanto las administradoras de los fondos como los propietarios de las empresas entrevistados sostienen resueltamente que, sin la participación del fondo, habría sido difícil y en algunos casos imposible ejecutar sus planes de actividades. La participación de los fondos en el capital de las empresas en que se hicieron las inversiones iba del 5 al 70% con una media del 34%⁶². En algunas empresas los fondos aportaban tanto deuda como capital, con lo que respaldaban una parte mayor de la estructura de capital. Por último, como ya se mencionó (véase el párrafo 3.35), además de la contribución directa de los fondos en el 38% de los casos se obtuvo financiamiento adicional para las empresas en que se había invertido que representaba, en promedio, un 158% de la inversión del fondo en la empresa.
- 3.67 La adicionalidad del “capital blando” parece en general considerable pero resulta más difícil evaluarla en términos cuantitativos, conclusión que se basa en amplias entrevistas con ejecutivos de las empresas⁶³. Paradójicamente, parece haber una

⁶² Los estatutos de los fondos normalmente no autorizan posiciones que permitan controlar el fondo pero, en algunos casos, en razón de dificultades financieras (la capitalización de deuda que no se pudo amortizar, por ejemplo) resulta difícil evitar posiciones de esa índole. Según la evaluación, en el 13% de las empresas que presentaron información acerca de sus propietarios, el fondo era propietario de más del 50% del capital (10 de 77 empresas).

⁶³ Se celebraron entrevistas con 25 empresas distintas de diversas carteras.

diferencia entre las administradoras locales y las internacionales y las primeras parecen haber tenido más éxito en la tarea de desarrollar las empresas que las administradoras internacionales más “experimentadas”.

- 3.68 En cuanto a los efectos *ex post*, en el futuro, del programa de capitales respecto de la adicionalidad, no hay pruebas de un efecto catalítico en la gran mayoría de los casos. Con el Brasil y Chile como únicas excepciones posibles, la experiencia no ha estimulado la imitación en la forma de nuevos fondos de capital de riesgo/para la pequeña y mediana empresa ni nuevos programas públicos en apoyo del empresariado. Ello obedece a la falta de ejemplos de buenos resultados que hubiesen estimulado otras iniciativas del sector privado, pero obedece también al escaso interés del sector público en este campo. Hay que insistir en este último aspecto porque toda iniciativa de esta índole, para culminar con éxito, necesitará un apoyo público en gran escala, prolongado, informado y directo o indirecto, como lo demuestra toda la experiencia internacional en la materia.

Recuadro 3.4: Adicionalidad del “capital blando”: administradoras locales y extranjeras

CRP, la administradora más antigua de capital de riesgo y para la pequeña y mediana empresa en el Brasil, fue fundada en 1980 por un grupo de instituciones financieras nacionales y una empresa de cartera respaldada por inversionistas privados. Comenzó sus inversiones en el estado de Rio Grande do Sul y ha participado desde entonces en otros cuatro fondos (dos con capital aportado por el FOMIN y uno con capital aportado por la CII/CFI). Los accionistas mayoritarios de varias empresas en que CRP hace inversiones reconocieron que su interés en asociarse con fondos administrados por CRP no residía únicamente en la contribución financiera. Su estilo de administración era uno de los principales factores que contribuían a su atractivo. Algunos de los atributos mencionados consistían en: ... “imparten orientación sin arrogancia” ..., “están totalmente empeñados en participar en la vida de la empresa en las buenas y en las malas” ... “esfuerzo y sólidos valores éticos” ... “son buenos socios”. De hecho, los propietarios de las empresas consideran en general que extraen lecciones y beneficios de la experiencia de compartir la adopción de decisiones estratégicas, y a veces administrativas, con CRP. Para impulsar las posibilidades de sinergia entre las empresas de su cartera, CRP organiza reuniones periódicas y reuniones de capacitación y discusión con personal de las empresas. Si bien de esas reuniones no ha surgido aún ninguna oportunidad comercial, los ejecutivos de las empresas las consideran una parte útil y pertinente de su desarrollo profesional. El otro factor de la ecuación consiste en que CRP demuestra un evidente talento para identificar buenos socios. Los propietarios entrevistados son entusiastas, están empeñados en hacer prosperar sus empresas, parecen tener elevados valores éticos y en la mayor parte de los casos ofrecen productos interesantes o servicios novedosos.

Habida cuenta de que en la mayoría de los casos no había administradoras locales de capital de riesgo o para la pequeña y mediana empresa, el FOMIN patrocinó varios fondos para los cuales se designaron administradoras internacionales a fin de colmar esa laguna. Esta lógica idea que había dado buenos resultados en el caso de la industria del capital de riesgo en Israel no los dio en la práctica del FOMIN. La mitad de los fondos administrados por una compañía internacional la cambiaron.

En uno de los primeros fondos establecidos por el programa, se suponía que la administradora (extranjera) había de prestar apoyo técnico o prestar servicios (entre otros) para penetrar en el mercado de exportación o hacerlo en mayor medida. Se trataba de un servicio remunerado contratado con todas las empresas en que se habían hecho inversiones. Los resultados fueron malos y crearon tensiones entre algunas de estas

empresas y la administradora, con lo que a la larga se revocó el contrato por diversos problemas relacionados con el desempeño. Lamentablemente, mientras iban apareciendo sus deficiencias, esta institución fue escogida para administrar otros fondos del programa, con resultados decepcionantes.

En otro caso, se escogió una administradora internacional para un fondo establecido con el fin de buscar oportunidades relacionadas con el medio ambiente. El fondo invirtió todo su capital en cuatro empresas (con lo que se infringe cualquier norma razonable de diversificación del riesgo) y el 40% de sus recursos en una de ellas. En razón de su supuesta pericia en tecnología, posteriormente fue contratada para administrar otros dos fondos en otros países. En el primero nunca asumieron funciones de administración (si bien las tenían según el memorando a los donantes) y, previa aprobación, una administradora local se hizo cargo de la dirección del fondo. En la segunda, tras un largo período sin actividades de inversión, la administración del fondo fue traspasada a una administradora local de activos. En este caso, el fracaso obedeció a los reducidos recursos que se habían dedicado a desarrollar la empresa, a la falta de contactos en el país y al intento de utilizar un modelo que funcionaba bien en su país pero no en el otro.

G. Evaluabilidad

- 3.69 Los objetivos *ex ante* del proyecto se dividen en dos categorías: objetivos financieros y objetivos de desarrollo. En algunos casos, están también enunciados como objetivos generales y especiales. El objetivo financiero es sencillo y consiste en una tasa de rentabilidad, eminentemente medible. La definición de los objetivos de desarrollo es más complicada, porque es ambigua, o demasiado general. Desde el punto de vista de la medición, o los objetivos son muy claros y fáciles de medir (el establecimiento del propio fondo, por ejemplo) o muy generales y difíciles de medir cuantitativamente (“... contribuir al desarrollo económico de ...”). Se encontrarán ejemplos en el Apéndice III, recuadro 3.8.
- 3.70 La consecución de los objetivos financieros se supervisa por conducto de diversos informes con arreglo a las prácticas comunes de la industria, según las cuales hay que presentar estados financieros comprobados de todos los fondos como mínimo una vez al año. A partir del año 2000 las administradoras de fondos utilizan “fichas de evaluación” para dejar constancia de la situación de las empresas en que invierten. Las fichas tienen un formato y un sistema de calificaciones para cada una de las empresas de la cartera. La calificación es asignada por la administradora del fondo, pero en última instancia es aprobada o modificada por funcionarios del FOMIN. Inicialmente la ficha se preparaba cada seis meses, pero ahora se hace cada año y las calificaciones van de uno (probable ganancia de capital) a seis (paso a pérdidas y ganancias). Se preparan además un informe anual sobre desarrollo, un informe sobre actividad de la cartera y un informe sobre indicadores. Existen también varios informes del Comité de Inversiones que se refieren a inversiones futuras, nuevas y existentes. Según la administradora, estos informes pueden ser muy pormenorizados. Por último, algunos fondos presentan informes trimestrales con su propio formato, los cuales son revisados por funcionarios del FOMIN pero tienen distinto grado de detalle y contenido ya que no siguen un formato uniforme.

En consecuencia, no están consolidados de una manera que permita consultarlos, compararlos o revisarlos fácilmente.

- 3.71 Los estados financieros comprobados, si bien son necesarios, lamentablemente son insuficientes para conocer el estado de la cartera. En primer lugar, los criterios para valorar la cartera de inversión no son uniformes en los distintos fondos. Algunos utilizan el método del patrimonio, otros el de la inversión al costo con análisis periódicos de la desvalorización y otros utilizan una serie de criterios. Así, la comparación entre distintos fondos no es adecuada y, según el método por el que se opte, las facultades discrecionales de la administradora pueden ser muy latas y hay posibilidades de error. En segundo lugar, los estados tradicionales de fondos dan una idea precisa de los resultados de los fondos con títulos de valores cotizados en bolsa y cuya actividad consiste en operar con ellos. Sin embargo, en el caso de inversiones a largo plazo o de compañías que invierten en capital de riesgo o para la pequeña y mediana empresa (como los fondos del FOMIN), tal vez tenga más sentido considerar cada fondo una empresa de cartera con varias entidades controladas. Los resultados de todas las empresas pueden consolidarse sobre la base de la proporción que les corresponda del fondo. Este sistema, si bien no se ajusta a las prácticas contables generalmente aceptadas en los Estados Unidos para la presentación de informes sobre los fondos, permite comprender mejor el desempeño y el estado básicos de la cartera. En el Apéndice 1 se encontrará un ejemplo en el que se utilizan datos reales.
- 3.72 Berkshire Hathaway, conocido conducto por el cual Warren Buffet hace sus inversiones, constituye un buen ejemplo de adaptación creativa de las convenciones contables para supervisar el estado y el desempeño de la cartera. Si bien a todos los efectos prácticos se trata de un gigantesco fondo de inversiones mutuas, presenta estados financieros sobre la base de la consolidación de las empresas de su cartera, utilizando un concepto que incluye las utilidades no distribuidas (look-through earnings) (véase el recuadro 3.5). También en este contexto sería muy útil consignar los estados consolidados del flujo de caja en la forma antes indicada para mantenerse al corriente de la generación de efectivo, la liquidez y la tasa de consumo en las carteras. Habida cuenta de que muchas empresas de la cartera no tienen suficiente acceso al crédito, los problemas de liquidez imponen grandes restricciones y por ello es muy importante detectarlos lo antes posible. Evidentemente, además de los estados consolidados de la cartera íntegra, es esencial que haya estados financieros trimestrales completos respecto de cada una de las empresas de cada uno de los fondos.
- 3.73 El sistema de calificación que figura en los informes que actualmente se presentan cada año constituye un interesante instrumento que da una idea más clara del estado de las empresas en que se hacen inversiones. Se pasó revista al sistema de calificación correspondiente a un grupo de 28 empresas en cinco fondos a fin de evaluar el grado de coincidencia que había entre la calificación de la administradora/el FOMIN y la evaluación independiente de OVE. Cabe mencionar

dos conclusiones. En primer lugar, la calificación de las administradoras y la de OVE no deja de ser similar, si bien la de las administradoras es sistemáticamente más alta (más positiva) que la de OVE⁶⁴. En segundo lugar, en muchos casos en que las “calificaciones” empeoran, el cambio es rápido y una muestra de empresas en dos fondos con información completa indicó que el 31% registraba cambios de dos o más unidades de un año al siguiente. Es un cambio muy grande que indica un empeoramiento muy considerable.

Recuadro 3.5: Más allá de las utilidades distribuidas. El método de Berkshire Hathaway

“Las utilidades declaradas constituyen una forma deficiente de medir el desempeño en Berkshire, en parte porque las cifras indicadas en el cuadro que se presenta ... incluyen únicamente los dividendos que recibimos de las empresas en que invertimos, a pesar de que estos dividendos normalmente representan sólo una pequeña parte de las utilidades asociadas a imputables a nuestra participación en la propiedad de los activos. No es que nos importe esta división del dinero, ya que en general consideramos que las utilidades no distribuidas de las empresas en que invertimos tienen más valor para nosotros que la parte distribuida. La razón es sencilla: nuestros inversionistas suelen tener la oportunidad de reinvertir las utilidades a una tasa de rentabilidad elevada, ¿por qué entonces querríamos que se pagaran?”

“Para describir algo que se acerque más a la realidad económica en Berkshire empleamos el concepto de utilidades nodistribuidas, en cuyo cálculo incorporamos: 1) las ganancias operativas consignadas en la sección precedente, más 2) la parte que nos corresponde de las utilidades operativas retenidas de las grandes empresas en que invertimos y que, según las prácticas contables generalmente aceptadas, no se reflejan en nuestra contabilidad, menos 3) una provisión para el impuesto que pagaría Berkshire si estas utilidades retenidas hubiesen sido distribuidas. Al calcular aquí las “ganancias operativas”, excluimos los ajustes contables por adquisiciones, así como las ganancias de capital y otras grandes partidas no recurrentes”. Berkshire Hathaway Inc., Carta del Presidente. Memoria anual de 1996.

3.74 Con todo esto estamos tratando de indicar que hay varias cuestiones en juego. En primer lugar, no se presentan informes con suficiente frecuencia como para mantenerse adecuadamente al corriente del estado de la cartera o el sistema advierte demasiado tarde los problemas. En segundo lugar, la presencia de cambios drásticos puede indicar también que las expectativas iniciales respecto de varias empresas eran excesivamente optimistas; ello es compatible con un estudio de las propuestas del Comité de Inversiones, que casi siempre las considera demasiado

⁶⁴ En la evaluación se compararon las calificaciones más recientes de que se disponía con las de OVE sobre la base de visitas a las empresas o de estados financieros recientes. En promedio, la diferencia entre la clasificación según las administradoras y según la evaluación era del orden de un 3,3 a un 4,2. Esta es la diferencia entre las inversiones que se consideran redituables pero necesitan un minucioso seguimiento y aquellas en que se prevén algunas pérdidas.

- optimistas⁶⁵. Para resumir estas consideraciones, existen indicadores e informes que permiten supervisar la consecución de los objetivos financieros, pero es posible mejorar considerablemente el sistema. El informe anual parece funcionar más bien como un instrumento de contabilidad que como un instrumento proactivo de gestión. Sería útil que hubiera un criterio formal para la clasificación que incluyese indicadores financieros o informes respecto de las empresas⁶⁶ y un sistema de presentación de informes normalizado y de aplicación más estricta.
- 3.75 Algunos fondos establecieron sus propios sistemas de supervisión para mantenerse al corriente de las transacciones en diversas etapas. Igualmente, en la evaluación se encontraron ejemplos de sistemas sumamente creativos y complejos que apuntaban a seguir la marcha de los planes de actividades y el desempeño financiero. Hay un gran margen para que los fondos intercambien información y aprendan unos de otros en estas materias.
- 3.76 Los objetivos de desarrollo del programa general se siguen con arreglo a cuatro indicadores: ventas, empleo, impuestos pagados y exportaciones. En un estudio encomendado por el FOMIN en 1999 se recomendaba tomar el valor añadido como indicador, pero esta sugerencia no se ha puesto en práctica. Según ese estudio, los fondos para el medio ambiente habían de seguir diversos indicadores relacionados con sus resultados prácticos en la promoción de buenas prácticas ambientales, pero de hecho en esta evaluación no se determinó que hubiese un seguimiento sistemático de estos objetivos.
- 3.77 Los objetivos de desarrollo no tenían metas concretas en los memorandos a los donantes ni en otros documentos. En el curso de la ejecución se seleccionó y consignó un pequeño número de indicadores pero, al no haber metas ni hitos, no tienen utilidad práctica. Tampoco es demasiado útil tener en cuenta las variaciones de los valores en el curso del tiempo ya que el número de empresas cambia, los informes no incluyen necesariamente a todas las empresas de la cartera y tampoco incluyen a las mismas empresas cada año. Para comparar los resultados en cuanto al desarrollo en el curso del tiempo habría sido más útil tener en cuenta el promedio por empresa o por dólar invertido, pero incluso estos indicadores no son suficientes si se cuantifican para el programa en su conjunto.

⁶⁵ Se pasó revista a más de 20 propuestas del Comité de Inversiones. En su mayor parte, si no en todas, las proyecciones financieras son demasiado optimistas. Se proyecta que las empresas pagarán dividendos el segundo o tercer año siguiente a la inversión inicial. Constituye un caso extremo una empresa en que el flujo de caja era tan sólida según las proyecciones que, en términos estrictos, la inversión en el fondo era redundante.

⁶⁶ Además de las ventas, los gastos y las utilidades, el sistema debería recoger el flujo de caja de las operaciones, el numerario y el capital de trabajo. Un deterioro de los tres últimos suele constituir un útil indicador de problemas que requieren intervenir. Lo ideal sería revisar estas cifras cada mes.

- 3.78 Poco menos de la mitad de los fondos tenían requisitos de supervisión o evaluación. En algunos casos se incluían evaluaciones de proyectos que se consideraban extremadamente innovadores o riesgosos. En total se han previsto evaluaciones de 14 proyectos. Hasta la fecha, únicamente se han hecho evaluaciones de siete fondos, dos planificadas y cinco no planificadas. Estas últimas tienen lugar cuando parece haber problemas en el fondo y en cuatro casos fueron motivo del cambio de la administradora. La proporción de evaluaciones planificadas es inferior a lo que se considera una “práctica óptima” y habría que aumentarla de manera de abarcar todos los fondos con, por lo menos, un formato básico para todos los casos y un informe más minucioso según un criterio selectivo⁶⁷. Además, la administración de FOMIN debería conservar la responsabilidad por la contratación.

Cuadro 3.2: Evaluaciones planificadas según el año de aprobación

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
No	2	2	3	5	5	2	2
	50%	100%	60%	63/	100%	40%	33%
Sí	2	0	2	3	0	3	4
	50%	0%	40%	38%	0%	60%	67%

- 3.79 La calidad de las evaluaciones revisadas es buena en general pero el seguimiento suele ser limitado, el cumplimiento de las recomendaciones es reducido o la puesta en práctica es lenta. Es cierto que en todos los casos el FOMIN no es más que un accionista (por más que sea el más importante), de manera que los cambios no pueden introducirse en forma unilateral. Sin embargo, es conveniente tener una función más proactiva y tratar de impulsar cambios con mayor rapidez tan pronto como se detectan problemas.

H. Resumen del desempeño de los fondos

- 3.80 En el cuadro siguiente se resumen los resultados de esta evaluación por tipo de fondo según la clasificación empleada por OVE. El resumen es esquemático y está respaldado por una evaluación detallada de los fondos.
- 3.81 **Fondos para tecnología:** Los resultados financieros son débiles hasta ahora pero las inversiones en muchos casos tienen posibilidades razonables de éxito⁶⁸. Un número muy reducido de inversiones tienen posibilidades de una elevada

⁶⁷ Véase el Capítulo IV, relativo a las recomendaciones de la evaluación.

⁶⁸ Las únicas excepciones importantes son las inversiones que se hicieron en razón del entusiasmo desatado con Internet. En su mayor parte tropiezan con dificultades y probablemente han de estar en la media desde un punto de vista financiero.

apreciación a largo plazo o después de otra serie de infusiones de capital. La gran mayoría de las empresas comunican un alto grado de adicionalidad financiera y no financiera. Este es el único sector que ha comenzado a atraer algo de capital del sector privado y, por lo tanto, hay esperanzas de sostenibilidad. Vale la pena seguir apoyando el financiamiento de empresas de tecnología si forma parte de un grupo de actividades con sólidos interesados en el país (como en el Brasil y en Chile). En otros casos es necesario identificar a los directamente interesados e incluso ayudar a “crearlos” antes de comenzar directamente las actividades del fondo, por ejemplo, facilitando alianzas con empresas de mercados desarrollados. Debe quedar en claro desde el principio que las actividades llevarán décadas y no sólo un año.

- 3.82 **Fondos para la pequeña y mediana empresa:** Este grupo de fondos incluye una combinación de distintos tipos de operaciones y comprende fondos destinados a actividades regionales, agroindustriales u orientadas hacia la exportación, así como las pequeñas y medianas empresas “básicas”. Los resultados de los fondos más “maduros” del grupo parecen en general deficientes. Algunos indican que la actividad de inversión es reducida debido a las dificultades para encontrar oportunidades de inversión. Las mejores probabilidades parecen residir en los casos en que se estructuraron operaciones de crédito. La información financiera respecto de este grupo por lo general es incompleta y deficiente. La innovación no constituye una característica importante. Al igual que los otros, hay una elevada adicionalidad financiera. No hay mayores posibilidades de que las actividades en este grupo se hagan sostenibles. Salvo el cumplimiento de la obligación de presentar estados financieros formales de las actividades del fondo, las administradoras de los fondos de este grupo registraban más deficiencias en el sentido de no presentar información completa acerca de los resultados de las empresas en que habían invertido.
- 3.83 **Fondos para el medio ambiente:** Los resultados financieros han sido muy deficientes en general y se prevé que muchos terminarán con pérdidas importantes. Se trata de una tipología de fondos a la que ya prácticamente se ha puesto fin sobre la base de los malos resultados observados y del aprendizaje institucional del FOMIN. En algunos casos se comunicaron dificultades para encontrar oportunidades de inversión atractivas. La evaluación recomienda que se ponga término a este tipo de fondos. La experiencia del FOMIN con seis fondos indica que únicamente hubo buenos resultados cuando: a) las administradoras estiraron el concepto para hacer inversiones que tienen sentido pero tienen escaso contenido “ambiental” y/o b) el fondo se concentraba en operaciones de crédito (en comparación con operaciones de capital) con proyectos de tipo relativamente convencional. Para apoyar este sector sería preferible aplicar un programa diferente que utilizase otros instrumentos de financiamiento más apropiados. En el curso de la evaluación se observaron oportunidades comerciales interesantes, pero se necesitaría apoyo técnico para establecer nuevos mercados e instrumentos

financieros⁶⁹. No contribuye a que haya efectos positivos de demostración en el programa de fondos para capital de riesgo/pequeña y mediana empresa. Los buenos proyectos para el medio ambiente constituirán inversiones elegibles para los nuevos tipos de fondos propuestos por esta evaluación, como se explica más adelante. La innovación en este grupo es dispar y la actividad de los fondos tiene muy pocas posibilidades de ser sostenible a menos que sea subvencionada por entidades sin fines de lucro. La adicionalidad ha sido el gran elemento positivo pero, en vista de los resultados generalmente malos, los recursos se habrían podido utilizar mejor en otros sectores. La evaluación y supervisión han sido deficientes. Los efectos en el desarrollo, expresión que se utiliza con frecuencia en relación con estos fondos, no pueden verificarse en razón de la falta de seguimiento de los indicadores y datos básicos.

- 3.84 Si se han de mantener los fondos para la pequeña y mediana empresa (salvo las empresas de tecnología) habría que empezar por establecer una clara distinción entre las empresas que son pequeñas y probablemente seguirán siéndolo y las que tienen un gran potencial de crecimiento. El primer grupo tiene un tope para el crecimiento que obedece a muchas razones: mercados competitivos, escasa diferenciación entre los productos, falta de economías de escala, inestabilidad de los precios o la oferta, vulnerabilidad al clima, modelo comercial no innovador, etc. Además, la gestión de la empresa puede revelar deficiencias. Por ejemplo, la falta de una mentalidad de capital de riesgo en América Latina y el Caribe queda de manifiesto cuando los empresarios parecen considerar que las inversiones en capital minoritario son préstamos sin interés y sin garantía. Si bien es cierto que la mayoría de las pequeñas y medianas empresas tienen poco acceso a recursos del sector financiero, esto no significa que el capital de riesgo sea el instrumento adecuado para apoyarlas. Hay otros productos, como el arrendamiento financiero, el factoraje, el financiamiento de la cadena de abastecimiento y los fondos fiduciarios de crédito especializados que podrían resultar mejores para ellas. El FOMIN podría estudiar la posibilidad de prestar apoyo a fin de establecer un modelo comercial viable para las instituciones que puedan obtener un bajo costo de transacción en la prestación de otros servicios financieros a las pequeñas y medianas empresas, como se ha hecho con buenos resultados con el microfinanciamiento.
- 3.85 Por cierto será difícil identificar pequeñas y medianas empresas de alto crecimiento, pero existen. En las últimas décadas la región ha registrado una cantidad de casos en que se ha producido una transformación radical del modelo de actividades de ciertos sectores, especialmente los servicios. Hay empresas que hace dos décadas eran pequeñas o no existían y ahora son de medianas a grandes. Para éstas sería conveniente y adecuado un sistema de capital. Por lo tanto, hay que centrar la atención en buenas oportunidades comerciales, en muchos casos en empresas que

⁶⁹ OVE está preparando una evaluación temática de los proyectos del FOMIN para el medio ambiente que amplía estas posibilidades y el elemento ambiental de este tipo de fondos de capital de riesgo.

recién comienzan, con un modelo de actividades innovador y que puedan desarrollarse y demostrar un elevado crecimiento cualquiera que sea el sector.

Cuadro 3.3: Resumen de la evaluación de los fondos según el tipo

	Para el medio ambiente	Tecnología	Pequeña y mediana empresa
Pertinencia	<i>Ex ante:</i> Baja o por lo menos no se analiza sistemáticamente. <i>Ejecución:</i> Mediana a baja. <i>Futuro:</i> Baja.	<i>Ex ante:</i> Mediana a alta. <i>Ejecución:</i> Mediana a alta. <i>Futuro:</i> Puede ser alta si se ejecutan correctamente y en el entorno adecuado.	<i>Ex ante:</i> No está clara, no hay estudios a fondo sobre las oportunidades, a diferencia de estadísticas generales. <i>Ejecución:</i> En general dispar a baja. <i>Futuro:</i> En la mayoría de los casos parece que habría que tratar de atender a las necesidades por conducto de una serie distinta de instrumentos y hacer estudios previos para mejorar el entorno del capital de riesgo. Los casos de pequeñas y medianas empresas de alto crecimiento deberían formar parte de los nuevos fondos que se recomendaran.
Eficacia: Objetivo financiero	<i>Ex ante:</i> En la mitigación del riesgo probablemente se subestimaron los problemas de gestión y la falta de oportunidades rentables para inversiones de capital. <i>Ejecución:</i> Muy baja: no hay casos con buenos resultados, salvo un fondo que se concentró en operaciones de crédito. La salida será muy difícil.	<i>Ex ante:</i> En la mitigación del riesgo se analizaron los riesgos pertinentes pero los factores de mitigación no son compatibles con el riesgo o no se aplican sistemáticamente. <i>Ejecución:</i> Por ahora baja. No se han cumplido aún los objetivos financieros. Partes de las carteras tienen problemas de liquidez. Se necesita financiamiento adicional.	<i>Ex ante:</i> En la mitigación del riesgo probablemente se subestimaron los problemas de gestión y la falta de oportunidades rentables. <i>Ejecución:</i> Baja a muy baja. La salida será un problema muy difícil en muchos casos.
Eficacia: Objetivos en cuanto al mercado de capitales	Ninguna.	Mediana. Los fondos han atraído atención y hay algunos con cierta participación del sector privado. Tal vez en el futuro la eficacia sea elevada a condición de que los resultados	Baja

	Para el medio ambiente	Tecnología	Pequeña y mediana empresa
		financieros sean buenos y se mantenga el respaldo.	
Eficiencia	Baja	Baja	Baja
Innovación	Ex ante: Alta. Ejecución: Dispar.	Ex ante: Alta/muy alta. Ejecución: Alta/muy alta.	Ex ante: Dispar/alta. Ejecución: Dispar.
Sostenibilidad	Ninguna	Mediana a baja	Ninguna
Adicionalidad: financiera	Alta	Alta	Alta
Adicionalidad: “Capital blando”	Baja	Alta	Dispar/alta
Evaluabilidad	Baja		
Supervisión	Baja		

IV. CONCLUSIONES Y ÁMBITOS DE OPORTUNIDAD

- 4.1 El programa del FOMIN relativo a los fondos de inversión constituye probablemente uno de los más ambiciosos y difíciles que haya emprendido la institución hasta la fecha. La presente evaluación tomó como punto de partida una mirada a la experiencia internacional en cuanto al desarrollo del capital de riesgo/para la pequeña y mediana empresa y a los beneficios que este dinámico sector puede aportar a la economía en general. El presente informe puso de manifiesto que el proceso de creación de una industria de capital de riesgo es muy prolongado y que sus resultados deben medirse en décadas. Este proceso a largo plazo requiere un considerable apoyo financiero e institucional, únicamente puede tener lugar en un entorno en que exista ya una serie de condiciones que hayan creado una masa crítica de oportunidades y agentes con experiencia, únicamente prosperará donde las condiciones legales, tributarias y reguladoras sean estables y no discriminen contra este tipo de actividad y requiere un dinámico mercado de capitales (o éste lo facilitará en gran medida). Todas estas condiciones ponen de relieve que se trata de una tarea compleja y difícil, como lo demuestra la experiencia internacional.
- 4.2 El FOMIN emprendió el desarrollo de la industria del capital de riesgo utilizando básicamente el instrumento de los fondos de capital cuando éstos prácticamente no existían en la región. A todos los efectos prácticos no había administradoras con experiencia ni había modelos que emular ni empresas locales que hubiesen tenido éxito. El programa comenzó con un entorno macroeconómico favorable y mercados de capitales razonablemente pujantes. Ambas condiciones se deterioraron al comenzar el nuevo siglo, en particular el auge de los mercados de capitales en todo el mundo. La relativa dispersión en el mandato y la falta de precisión en los objetivos que se habían de alcanzar tal vez hayan constituido otro obstáculo. De hecho, el programa trató de promover empresas de tecnología, demostrar que las empresas con una orientación ecológica podían ser buenos negocios, apoyar la utilización de los fondos de capitales como instrumento con fines de lucro para el desarrollo de la comunidad (en algunos fondos regionales) y promover el concepto de que el capital y el apoyo a una gestión “moderna” podían impulsar un proceso dinámico en la pequeña empresa (todos los fondos genéricos para la pequeña y mediana empresa). El único elemento común es el tamaño de la empresa. Además, la utilización, especialmente hasta el año 2000, de los fondos como principales instrumentos para desarrollar la industria, sin un nexo con otras actividades en los países ni con las intervenciones del FOMIN, resultó ser una limitación en la consecución de una tarea tan vasta.
- 4.3 Estas tareas difíciles y complicadas se llevaron a cabo con mucho entusiasmo, experimentación e innovación. El proceso de ensayo y error era inevitable en este contexto y en la evolución del tipo y el alcance de las actividades se observó que

había tenido lugar un cierto grado de aprendizaje. Para organizar el presente capítulo primero se pasa revista a los factores positivos y negativos, a las oportunidades y a los posibles peligros que se ciernen sobre el programa. Luego se organizan las recomendaciones según los temas. En algunos casos, en la presente evaluación se plantean preguntas que tendrán que tener en cuenta los donantes y no se trata de darles respuesta. Como quedará de manifiesto, ello se debe a que hay que adoptar diversas decisiones estratégicas así como decisiones sobre asignación de recursos de importancia no secundaria.

A. Factores positivos

- 4.4 El programa ha tenido altas calificaciones en cuanto a la innovación y la adicionalidad. El FOMIN ha sido el agente más importante en la región y está reconocido como tal. La unidad de inversiones del FOMIN se ha convertido en un grupo con un elevado grado de profesionalismo y dedicación al programa. En el curso del tiempo ha aprendido a actuar en forma más resuelta cuando las administradoras cometen errores o cuando los fondos hacían agua por falta de empeño de la administración. También ha extraído lecciones de sus propios errores mejorando las operaciones más recientes.
- 4.5 Si bien los resultados financieros de la cartera “madura” probablemente hayan de ser deficientes, tal vez en algunos casos ocurra lo contrario. En particular, la congregación de actividades, fondos, cambios reguladores y desarrollo institucional que se logró en el Brasil es un modelo que merece ser afianzado y exhibido como ejemplo. El efecto de demostración de este caso es importante habida cuenta del tamaño y la visibilidad del Brasil en la región y en el mundo. Pone de manifiesto una estrategia sistemática y coherente en que inversionistas de capital de riesgo e instituciones públicas o semipúblicas se han convertido en importantes entidades directamente interesadas.
- 4.6 INOVAR, un programa financiado por el FOMIN en el Brasil, integra notablemente bien en una plataforma toda la labor de años de inversión en tecnología e innovación, servicios de apoyo comercial, administradoras de fondos institucionales y otros. En ese caso, el FOMIN ayudó a establecer los mecanismos institucionales para compartir experiencias y promover la industria del capital de riesgo mancomunando distintos esfuerzos por conducto del organismo de ejecución (FINEP) y facilitando así la creación de un “círculo virtuoso” para promover la industria del capital de riesgo.
- 4.7 Las intervenciones del FOMIN están dando los primeros indicios de la creación de una industria de capital de riesgo en el Brasil y se están logrando grandes progresos en Chile, donde el FOMIN ha tenido un papel fundamental y ha apoyado el establecimiento de un marco regulador más adecuado. Claramente están apareciendo una mentalidad de capital de riesgo y mecanismos modernos en la materia (agrupaciones de tecnología, incubadores, eventos para empresarios e

inversionistas de capital de riesgo/empresario, etc.) y al parecer han de subsistir. En la presente evaluación se llega a la conclusión de que, si los beneficios no quedan de manifiesto en los próximos años, muy probablemente lo harán en el futuro mientras subsistan la paciencia y la persistencia. Trasplantar este tipo de experiencia a otros países en la región no será fácil y llevará tiempo; además, el compromiso sustancial de entidades públicas o semipúblicas directamente interesadas constituiría un requisito previo para repetir los casos en que se obtuvieron buenos resultados.

- 4.8 Como indicación del crecimiento de la industria, en los últimos años se han constituido varias asociaciones nacionales y una asociación regional de capital de riesgo/capital privado, como la Associação Brasileira de capital de Risco (ABCR) en Brasil (2000), la Asociación Mexicana de Capital Privado (AMEXCAP) en México (2003) y la Asociación de Capital de Riesgo de América Latina (LAVCA) en los Estados Unidos (2002), de la cual el FOMIN es patrocinador activo. En el caso del Brasil, recientemente se constituyó una asociación de inversionistas llamada *Associação Gávea Angels*. Todas estas entidades sirven de foro para que los empresarios y las administradoras de fondos locales formen redes y también, y esto tal vez sea más importante, ayudan a sumar fuerzas para ejercer presión en favor de los cambios que, a su juicio, son necesarios para que su industria crezca.
- 4.9 Otro importante resultado positivo que habría que seguir tratando de conseguir es la compilación de los obstáculos legales/tributarios/institucionales que se interponen al desarrollo de la industria del capital de riesgo en la región. El programa de fondos ha constituido una fuente inestimable de información sobre estas cuestiones y, en algunos casos, ha influido materialmente en la introducción de cambios positivos, como ocurrió en Chile y el Brasil. El FOMIN ha venido desempeñando un papel muy activo al dar a conocer a los gobiernos los obstáculos que interponen los marcos legal y regulador. Esta aportación se hizo mediante estudios y conferencias y, particularmente, en situaciones concretas en que los fondos de inversión hacían frente a restricciones. Estas situaciones y el diálogo de política correspondiente fueron incorporados luego en procesos de reforma a fin de establecer un entorno más propicio para la industria del capital de riesgo.
- 4.10 Hay muchas oportunidades que podrían aprovecharse más si se utilizara esta experiencia piloto del FOMIN y se hiciera valer la influencia del Banco, habida cuenta de que en muchos países no existen el marco regulador ni las condiciones básicas para las empresas de rápido crecimiento. Subsisten sin embargo importantes obstáculos en muchos países que se oponen a un flujo eficiente de capital de riesgo para invertir en la pequeña empresa o como capital inicial, lo que con muchas probabilidades disuade de invertir ciertos capitales en este tipo de actividad. 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. No se encuentran en todos los países de la región elementos comunes en 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.

- 4.11 El Grupo del BID podría profundizar y facilitar la labor pionera del FOMIN y allanar el camino para la industria del capital de riesgo en unos pocos países clave. En particular, el Banco, por conducto de las Divisiones Financieras Regionales y con el apoyo de los departamentos centrales, podría apalancar esta labor respaldando la consolidación de las primeras actividades que han culminado con éxito. La pericia de los programas del FOMIN en materia de desarrollo de la industria del capital de riesgo podría ser útil para dar una mayor orientación empresarial a los programas de desarrollo tecnológico, por ejemplo, dando participación a las administradoras de fondos de capital de riesgo en los paneles encargados de conceder subvenciones para la innovación comercial, pensando que esos fondos podrían luego invertir en las pequeñas y medianas empresas que tuvieran éxito. Podrían establecerse otros nexos y sinergias con otras iniciativas de desarrollo del sector privado.
- 4.12 Además, el nexo directo con la economía real que significa el hecho de que el FOMIN sea “socio” de 100 empresas en la actualidad y 300 en el futuro cercano podría resultar una fuente inestimable de información sobre los obstáculos al crecimiento, las aptitudes concretas, las necesidades y otros factores clave que podrían servir para que el Banco y los países supieran promover el espíritu empresarial y cuáles son las condiciones necesarias para el crecimiento en la región. Para ello se necesita una labor programática destinada a mejorar la forma en que se reúne y analiza la información sobre las empresas y los empresarios y se podría destinar asistencia técnica a generar y ampliar la utilización de un cúmulo de información para prestar apoyo a los empresarios y adoptar medidas de política. Por ejemplo, una de las investigaciones empíricas y sistemáticas más profundas sobre los empresarios se hizo mediante el análisis de un grupo de 500 empresas privadas de gran crecimiento.

B. Elementos negativos

- 4.13 La eficacia, la eficiencia, la evaluación y la supervisión son escasas y cabría aumentarlas considerablemente.
- 4.14 La eficacia, entendida como la capacidad del fondo para producir los resultados que se querían obtener, tal vez constituya la meta más difícil y la falta de un mandato claro hace más difíciles las cosas. Un elemento clave es la selección de la administración, que es preciso mejorar. Ha habido una considerable rotación de las administradoras (30%) y, por lo general, los resultados con las administradoras “internacionales” han sido malos. Hay también diversos elementos estructurales que podrían considerarse oportunidades de mejorar el desempeño, como se indicará más adelante.

- 4.15 Una forma de aumentar la eficiencia podría consistir en tratar de que la magnitud media de los fondos sea mayor, lo que también podría hacerse por razones de eficacia. La administración y el apoyo que se necesita para desarrollar el capital de riesgo en la pequeña y mediana empresa son sumamente costosos y una mayor economía de escala redundaría en gran beneficio para ellos. Además, a fin de poder repetir cabalmente los aciertos de las empresas que logran mejores resultados que las demás, los fondos más grandes podrían aumentar su inversión en series consecutivas de manera de acompañar a las empresas de más éxito durante un período más prolongado. Según los análisis realizados, se podría tratar de que los fondos crecieran del volumen actual de US\$10 millones a US\$15 millones a US\$25 millones y US\$40 millones según el marco cronológico y las condiciones de mercado para captar capitales.
- 4.16 Otra causa de ineficiencia que se puede controlar guarda relación con el proceso de “cierre” y la estructuración legal de los fondos. Habría que formalizar el proceso de “cierre” y restringirlo a un período más breve. Tal vez sería necesario sacrificar cierta adicionalidad en aras de la eficiencia. La estructuración legal de los fondos es lenta. Habría que tratar de establecer procedimientos uniformes y modelos de cláusulas para reducir el costo y el tiempo que entraña negociar, estructurar y establecer cada fondo. El FOMIN también necesita más recursos en este ámbito.
- 4.17 La evaluación y la supervisión son actividades similares pero separadas. Habría que dedicar a ambas una cantidad mucho mayor de atención y recursos que la que se dedica actualmente. La primera tarea para mejorar la evaluación consiste en instituir las directrices sobre buenas prácticas enunciadas por el Grupo de Cooperación en la Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo. Se están tomando las primeras medidas, pero es necesario establecer a corto plazo un programa claramente definido. La omisión más importante con arreglo a esas directrices consiste en la falta de un sistema ampliado y sistemático de informes anuales de supervisión. Los detallados estudios realizados en el curso de la presente evaluación (estudios de casos, véase por ejemplo el Apéndice I) respecto de los fondos más “maduros” sirve para establecer la base analítica en ese proceso.
- 4.18 A efectos de seguimiento es necesario reconfigurar el sistema actual de “fichas de evaluación”, que se utiliza una vez al año, e instituir un sistema más riguroso de evaluación del riesgo. También es necesario que el FOMIN tenga una participación más activa en el Comité de Inversiones y en el Directorio. Para ello se requerirá más personal o un mayor presupuesto para la utilización de consultores/asesores. El seguimiento planteará problemas adicionales en el futuro cercano. A medida que los fondos más nuevos comiencen a invertir esta tarea crecerá en progresión geométrica (en algún momento dentro del año o los dos años siguientes podría haber 300 empresas en las diversas carteras en comparación con las aproximadamente 100 que hay en la actualidad).

C. Peligros

- 4.19 Uno de los peligros más grandes para el “efecto de demostración” del programa consiste en el seguimiento y la gestión de la cartera de fondos a medida que los nuevos fondos inviertan en nuevas empresas y los fondos anteriores tropiecen con dificultades imprevistas para la desinversión. Sin una preparación adecuada hoy, el proceso puede hacerse engorroso y reducir más la eficacia financiera, redundando en desmedro de la reputación de la industria del capital de riesgo como instrumento viable de financiamiento. Para hacer frente a esta amenaza tal vez haya que cerrar fondos o cambiar de administradoras en forma más rápida. El FOMIN, particularmente en los dos últimos años, ha venido trabajando en varios casos para resolver situaciones complicadas. Sin embargo, habida cuenta de que el sistema de información y la evaluación del riesgo son relativamente deficientes, la situación puede ser peor de lo que parece. Si bien el FOMIN aplicó las prácticas comunes en la materia y exigió estados financieros comprobados de todos los fondos, se necesitan otras medidas complementarias para mejorar los sistemas de información y evaluación del riesgo. Es esencial modificar ese sistema para apreciar la situación actual y poner al FOMIN en condiciones de resolver el problema cada vez mayor que entraña la presencia de un número más elevado de empresas en las carteras. El efecto negativo de demostración que unos pocos fondos podrían surtir para la nueva industria regional del capital de riesgo puede exceder el efecto positivo de los que probablemente hayan de tener buenos resultados.

D. Las oportunidades y las próximas etapas posibles

- 4.20 El FOMIN está en excelentes condiciones para seguir desempeñando en la región su papel de vanguardia en la industria, habida cuenta de su mandato específico y de la especialización que ha alcanzado en la materia. No se trata sólo de la ventaja de haber tomado la iniciativa ni del volumen de sus recursos, sino también de su relación con el Banco. Como quedó de manifiesto en la sección precedente, este vínculo puede ser utilizado y servir de fuente de influencia en el futuro. En particular, habida cuenta de que es evidente que el desarrollo de la industria del capital de riesgo requerirá una serie de actividades complementarias a fin de allanar el camino para esa industria (y no simplemente el suministro de dinero por conducto de los fondos), el FOMIN y el Banco podrían estudiar sinergias estratégicas, utilizando los programas del FOMIN como pioneros e instrumentos de aprendizaje que permitan incorporar o racionalizar otros conjuntos de actividades.
- 4.21 Otra serie de oportunidades deriva del potencial de reestructurar las actividades del programa y cambiar su designación. En la actualidad la mayor parte del programa prácticamente tiene un instrumento y un nombre: fondos de capital. El resultado de esta evaluación indica que los fondos de capital no son el instrumento más adecuado ni el más sensato para todos los países y todas las circunstancias. Es un instrumento que debe aplicarse en forma muy selectiva y únicamente cuando se da una serie concreta de condiciones y requisitos. La estrategia del FOMIN en la

materia reconoce esas necesidades pero hay que realizar más actividades en este tipo de labor preparatoria antes de hacer inversiones en capital en algunos países. Este es el momento de preparar una serie de instrumentos y una serie de directrices para que los instrumentos correspondan a las necesidades y a las solicitudes según las condiciones y la situación del país de que se trate.

- 4.22 El FOMIN, en virtud de su participación en los fondos de capital, puede tener acceso a un cúmulo de conocimientos que habría que aprovechar en beneficio del desarrollo del sector privado. En particular, si el FOMIN participa en forma más directa en la vida de los fondos, rápidamente obtendrá un conocimiento directo basado en la dinámica de la empresa privada y en los obstáculos que se oponen al desarrollo de éstas. El conocimiento directo de más de 100 empresas y empresarios pequeños y medianos puede ser sistematizado e incorporado a los programas del Banco sobre competitividad, desarrollo tecnológico, crédito y modernización del estado (simplificación de procesos administrativos, ejecución de las garantías, programas para garantía, ensayo de ideas nuevas, etc.).
- 4.23 En esta última sección se indica una serie de medidas a corto y mediano plazo a fin de facilitar la ejecución de las próximas etapas posibles del programa.

1. Medidas a corto plazo

- 4.24 **Formalizar el proceso de selección de las administradoras:** La selección de las administradoras debe quedar formalizada en un proceso más claro y abierto. Dos recomendaciones (no excluyentes) consisten en:
- a. instituir un proceso de “concursos”, como hace el programa INOVAR apoyado por el FOMIN. En este caso el personal del FOMIN y un grupo de expertos reconocidos en la materia eligen cada trimestre, semestre o año las mejores ideas sobre fondos o los mejores grupos de fondos;
 - b. convocar licitaciones internacionales abiertas para administrar nuevos instrumentos mediante un aviso de amplia distribución que atraiga a un conjunto más amplio de posibles administradoras. Dos criterios esenciales consisten en los antecedentes en la gestión de instrumentos de inversión (con auditoría) y en la experiencia en la administración de empresas (en comparación con la experiencia financiera únicamente).
- 4.25 **Modificar el sistema de supervisión y evaluación:** Se trata de una tarea urgente. El nuevo sistema de supervisión tendría que constar de informes trimestrales (de las administradoras de fondos) que incluyan por lo menos:
- a. estados financieros completos de todas las empresas (particularmente estados del flujo de caja) con análisis de cada empresa y consolidados;
 - b. un sistema de evaluación del riesgo con indicadores financieros cuantitativos;

- c. un resumen de los objetivos alcanzados y de los principales acontecimientos en el trimestre, incluidos los cambios materiales (empresas, sector o país) que afecten a la cartera.
- 4.26 Podría mejorarse el sistema de evaluación para atenerse a las directrices fijadas por el Grupo de Cooperación en la Evaluación de los bancos multilaterales de desarrollo. Las primeras actividades podrían consistir en:
- a. hacer un inventario de las necesidades actuales de evaluación en los fondos;
 - b. pasar revista a los progresos realizados hasta la fecha en los fondos que requieran evaluación y recomendar los indicadores que se han de tener en cuenta, según sea necesario;
 - c. proponer un mecanismo para incorporar a los fondos que no tengan evaluaciones previstas, junto con directrices sobre los indicadores y la metodología; y
 - d. proponer un plan de trabajo detallado para incorporar otras características recomendadas en las directrices del Grupo de Cooperación.
- 4.27 **Evaluar a los fondos o a las empresas dentro de cada fondo que no alcancen los resultados esperados:** Sería importante dedicar recursos especiales de organización para coordinar y dirigir este proceso dentro del FOMIN a fin de consolidar la labor en curso para resolver la cuestión de los fondos problemáticos y los que van en esa dirección. Como se ha indicado antes, esta medida podría servir para controlar el riesgo de que desaparezca el elemento intangible más importante que busca este programa, el efecto de demostración de que el capital de riesgo es un modelo viable. Igualmente, cada administradora podría hacer lo mismo con la cartera actual de empresas. En algunos fondos sería útil concentrar los recursos (de gestión y financieros) para mantener o mejorar la situación de las empresas que probablemente hayan de tener mejores resultados. Con ello mejoraría la eficacia (los resultados) del fondo. En la evaluación se encontraron varios casos en que buenas empresas necesitaban segundas o terceras inversiones para sobrevivir o progresar. Igualmente hay compañías en que sería mejor convertir el capital en deuda o liquidar la inversión y pasar a otra cosa. Esta tarea cobrará mayor importancia en el curso del tiempo.

2. Medidas a mediano plazo y decisiones estratégicas

- 4.28 **Aumentar la participación directa en las actividades de los fondos:** El FOMIN es el principal inversionista en todos los fondos pero no tiene funciones de administración. Por más que ello sea correcto, también es cierto que el carácter incipiente y experimental de la industria en la región normalmente hace necesaria una participación directa para obtener mejores resultados y evitar perjuicios al efecto de “demostración”. Una mayor participación del FOMIN a nivel del Directorio y el Comité de Inversiones constituye una decisión estratégica que

aumentaría los gastos (personal/recursos) y entrañaría algunos riesgos. Los beneficios probables son:

- a. un conocimiento más a fondo de las empresas comprendidas en la cartera;
- b. una mejor orientación del fondo hacia los objetivos previstos (financieros y no financieros);
- c. una reacción más rápida a los cambios en el desempeño de las administradoras o las empresas; y
- d. un mayor conocimiento directo de qué funciona bien y qué funciona mal en el sector, que abra la posibilidad de una fecundación cruzada entre fondos y entre operaciones antiguas y nuevas.

4.29 **Definir mecanismos precisos de colaboración con el Grupo del Banco:** El desarrollo de una dinámica industria del capital de riesgo exige más que fondos. Según el país, puede exigir una gran inversión en tecnología, capital humano de gestión u otros campos. Puede requerir una importante reforma de ciertos sistemas tributarios, reguladores o de cumplimiento. La escala y el ámbito de esta labor exceden de los recursos del FOMIN. Tres ejemplos posibles de colaboración consisten en:

- a. utilizar los programas de desarrollo tecnológico como instrumento para crear una base de empresarios, administradoras y compañías de tecnología;
- b. ejercer presión, junto con el Banco o en forma coordinada con éste, para resolver cuestiones tributarias/legales/reguladoras que afecten a la industria. También en este caso, la aportación del FOMIN y los ejemplos de demostración podrán incorporarse al diálogo con el país sobre estas cuestiones; y
- c. encontrar y fomentar sólidas empresas nacionales que puedan convertirse en interesadas directas para la industria del capital de riesgo mediante programas de desarrollo institucional en los campos tecnológico, del sector privado y financiero.

4.30 **Establecer criterios y una lista de opciones para la intervención del FOMIN y optimizar actividades que no consistan en fondos:** El FOMIN ha venido instituyendo otras importantes actividades que van más allá de los fondos de capital. En esta etapa debería evaluar su eficacia, determinar la forma óptima de realizar cada una de ellas y fijar una serie de criterios para determinar qué opciones tienen sentido en qué contexto. Algunas de las actividades más destacadas que cabría profundizar en el futuro consisten en:

- a. capacitación para administradoras y empresarios y apoyo a asociaciones comerciales (grupos nacionales de capital de riesgo);

- b. financiar la aplicación de tecnología para fines comerciales mediante subvenciones y un sistema de concursos con un grupo independiente de expertos;
- c. el examen sistemático de los obstáculos legales/tributarios/del mercado de capitales;
- d. difundir, por conducto de concursos, seminarios, publicaciones, etc., información sobre las inversiones en capital de riesgo o en pequeñas y medianas empresas de elevado crecimiento; y
- e. estudios a fondo de viabilidad o pertinencia de un país o de la región para constituir un fondo.

4.31 **Crear menos fondos de carácter más selectivo, con el objetivo de un tamaño más grande, con un mandato más abierto y con mayor flexibilidad para financiar inversiones o para liquidarlas:** La formación de nuevos fondos debería ser extremadamente selectiva, de cero a dos a tres por año. Sería útil dar mayor flexibilidad en cuanto a la posibilidad de que los fondos aumenten de tamaño y se determinó que el tamaño actual era demasiado reducido y había disuadido en el pasado de que participaran en ellos algunos hábiles administradoras de operaciones de capital de riesgo. El coeficiente de gastos generales de los fondos actuales constituye también un gran obstáculo para su éxito financiero. El hecho de que se fijara como objetivo fondos de mayor tamaño permitiría a éstos acomodarse a las necesidades de inversión de las empresas que tuviesen buenos resultados y daría a la administradora más posibilidades, que actualmente no tienen, de contratar a los distintos especialistas necesarios, con inclusión de más expertos en ventas y comercialización. Se sugiere como objetivo un aumento del nivel actual de US\$10 millones a US\$15 millones a US\$25 millones a US\$40 millones. Además, cabría modificar diversos aspectos estructurales, como los siguientes:

- a. Los fondos podrían tener el carácter más abierto posible de manera de invertir en diversos sectores y en empresas de una variedad de tamaños más amplia. Habría que evitar una focalización extrema con miras a dar realmente acceso a las pequeñas y medianas empresas más reducidas. La tarea más difícil consiste en encontrar oportunidades en que se den todos los componentes (esto es, un buen gerente, un buen plan de actividades, experiencia técnica, una elevada ética de trabajo y normas éticas, etc.). Las limitaciones por sectores o zonas geográficas no han dado buenos resultados. Habría que autorizar a los nuevos fondos para invertir en diversos sectores y en empresas más grandes que el límite actual. Ello serviría para diluir los gastos, introducir posibles sinergias/efectos de demostración entre las entidades más grandes y más pequeñas (con inclusión de posibilidades de fusión), diversificar el riesgo de cartera, etc. Esta modificación permitiría también a los fondos financiar empresas en sus distintas etapas de

crecimiento. El criterio fundamental que habría que cambiar serían las ventas, que deberían aumentar a US\$5 millones.

- b. Para evitar una posible concentración de la inversión en empresas más grandes, los fondos podrían utilizar un sistema de incentivos que diera mayores recompensas a las empresas más pequeñas cuyo desempeño fuese muy superior al previsto. Por ejemplo, una vez devuelto el principal y alcanzada la tasa de rentabilidad, los gerentes podrían ganar, por ejemplo, un 30% de las utilidades de la inversión en empresas más pequeñas y un 10% únicamente en las empresas medianas.
- c. Los fondos deberían fijar expresamente dos o tres tramos de inversión y aumentar las inversiones en las empresas que probablemente hayan de obtener mejores resultados. El objetivo inicial debería ser del orden de 15 a 20 empresas, el segundo tramo debería incluir únicamente cinco a siete y el último debería financiar entre una y tres inversiones. Esta modificación obedece a dos propósitos. En primer lugar, introduce un fuerte elemento de competencia entre las empresas (acceso a más recursos). En segundo lugar, aumenta las posibilidades de lograr una elevada rentabilidad financiera (efecto de demostración positivo).
- d. La nueva estructura de los fondos requeriría mayor flexibilidad para vender inversiones que probablemente habían de tener buenos resultados y rigidez para liquidar activos no rentables. Si bien habría que prolongar el período de desinversión para las inversiones que arrojen mejores resultados, habría que acelerar la venta de aquellas que probablemente no hayan de hacerlo. Una posibilidad para instituir disciplina en el proceso consiste en reducir el período de liquidación de algunas de las inversiones. Por ejemplo, si el grupo inicial consta de 15 a 20 empresas en que se hacen inversiones, habría que vender la mitad de ellas en los seis primeros años (o convertir el capital en deuda) en comparación con el período actual de 10 años. En el caso de las inversiones que hayan probablemente de arrojar buenos resultados, habría que desestimar las limitaciones en cuanto al tamaño para la segunda o tercera serie de inversiones en las empresas de la cartera.
- e. Habría que eliminar la restricción a las inversiones de control. La mayoría de los inversionistas en capital privado en la región aducen que el control es necesario para alcanzar los resultados deseados. En la presente evaluación no se propugna fomentar el control sino más bien levantar la prohibición en su contra. Hay varios casos en que ha habido control *defacto* en los fondos del FOMIN y ello ha tenido lugar siempre por malas razones (alguna forma de falla en la empresa). Ello se habría evitado si la administradora hubiese tenido control desde el principio.