

John C. Edmunds

Académico norteamericano, Doctor en Administración de Empresas de la Universidad de Harvard, experto en finanzas y mercado de capitales. Es Director de la Gerencia de Inversiones de la Universidad de Babson (Boston, EE.UU.) y profesor de finanzas en esa misma institución. Autor de diversos libros sobre la industria de Capital de Riesgo, entre los que se encuentran "The Wealthy World" y "Wealth by Association".

Discutiré tres temas que están interrelacionados:

1. En primer lugar, haré algunas observaciones sobre el distinto rol que juega el Capital de Riesgo en los dos países (Chile y EE.UU.) y las distintas expectativas de los jóvenes emprendedores de cada país.
2. Segundo, los éxitos que se han logrado hasta la fecha y el esfuerzo chileno para relanzar el Capital de Riesgo.
3. Finalmente, plantearé algunas ideas para fomentar más movimiento de Capital de Riesgo y ofertas iniciales de acciones.

Estos temas están en la vanguardia del debate en curso en Chile de cómo reactivar el Capital de Riesgo y convertirlo en catalizador del crecimiento.

1. LOS ESTILOS NORTEAMERICANOS Y CHILENOS

Empezaré con una caracterización rigurosa y quizás algo exagerada de la diferencia en la forma como opera el Capital de Riesgo en Norteamérica y en Chile. Esta caracterización revela una profunda diferencia entre la manera en que las economías norteamericanas y chilenas crean valores, e indica por qué Chile ha estado reacio a abrazar el estilo norteamericano de las compañías que se inician en la actividad bancaria financiera.

El estilo norteamericano:

- ❖ El sueño de los empresarios norteamericanos es formar una corporación (una sociedad por acciones), producir Capital de Riesgo, usar el capital para iniciar un negocio, y luego tan pronto como sea posible efectuar una oferta pública inicial de las acciones.

Ellos tratan de crear un negocio que pueda sobrevivir por sí mismo, pero su objetivo primario es desarrollar el negocio al punto donde pueda emitir acciones al público.

Cuando la corporación en su estado primario se está preparando para su oferta pública inicial, a menudo recibe una oferta de compra por parte de un socio de una compañía más grande que ya se transa públicamente. Las compañías más grandes temen la competencia de las compañías en sus etapas iniciales, porque al inicio pueden conseguir rápidamente grandes cantidades de capital, mucho antes de que se conviertan en viables, y pueden efectuar serios daños a la compañía más grande.

- ❖ Los empresarios norteamericanos, desde el momento que conciben su idea de negocio, planean vender acciones en cada etapa del proceso de creación del nuevo negocio.

Venden acciones a amigos y familia, quienes les dan su capital inicial, venden más acciones a "patrocinadores", los que son la próxima forma de financiamiento, y venden acciones a capitalistas de riesgo, quienes les entregan uno, dos o más formas de financiamiento.

En el momento en que la compañía es lo suficientemente exitosa para lanzar una oferta pública inicial de acciones o atraer una oferta de compra anticipada de una compañía más grande, los fundadores a menudo venden más del 51% de las acciones. En algunos casos los fundadores han vendido tantas acciones que retienen sólo un 25% o 30% de las acciones.

Un caso extremo es el de la Ruta 128 en Massachussets. La nueva compañía necesitó siete ciclos de financiamiento y al momento en que los siete ciclos habían sido completados, los fundadores retuvieron apenas un 10% de participación accionaria. La compañía tuvo éxito y los fundadores lograron su objetivo, que era, generar mucho dinero.

- Los empresarios norteamericanos no se aferran a las compañías que inician. Su sueño es hacerse millonarios, al no quedarse con las acciones de la empresa.

Para ellos las compañías son solamente el vehículo para llegar a la próxima etapa en su plan de vida. Comprenden que después de que vendan más del 51% de las acciones a personas naturales, corren el riesgo de ser despedidos del negocio que ellos mismos crearon. Ellos aceptan ese riesgo porque entienden que algunas personas son buenas para iniciar compañías, pero no para dirigir las.

- Los emprendedores norteamericanos tienen una mentalidad de corto plazo y desean completar todo el ciclo de crear un negocio, haciéndolo crecer y luego vendiéndolo, en cinco años o menos.
- Para los emprendedores norteamericanos, la definición del éxito es crear un negocio que sea lo suficientemente exitoso como para vender acciones al público o atraer una oferta de compra de una compañía más grande.

Después de la oferta pública inicial, siguen vendiendo sus acciones y a menudo inician otros negocios nuevos o se dedican a otras actividades. En Estados Unidos, el empresario exitoso es aquel que ha liquidado todo y ya no trabaja más para la compañía que él fundó. Es una figura respetada y admirada.

- En Estados Unidos la bolsa es la institución más dinámica de la economía y tiene un rol dominante en la asignación de recursos. Además de captar recursos, la bolsa anima la imaginación de los que aspiran a ser emprendedores.

El mercado financiero norteamericano es una parte esencial de la industria de Capital de Riesgo. El mercado de capitales, y en particular el

mercado para una oferta pública inicial, es lo que reparte los inmensos pagos totales que los capitalistas norteamericanos del Capital de Riesgo algunas veces cosechan. Estos retornos son del orden de 100 ó 1.000 a 1.

Estos inmensos pagos suceden cuando un capitalista de riesgo invierte en una compañía inicial, en el período cuando tiene solamente cinco empleados, y consigue quizás el 20% de las acciones por 1 millón de dólares. Uno o dos años más tarde, si el negocio ha funcionado muy bien, la compañía puede tener doscientos empleados y en el mercado accionario norteamericano puede valer 500 millones de dólares. El capitalista de riesgo cosecha su ganancia en ese punto a través de la liquidez que obtiene cuando la compañía vende acciones al público o cuando acepta una oferta de compra total de una compañía grande.

Los mega-éxitos de esa magnitud son poco frecuentes, pero son el ingrediente mágico que hace que el Capital de Riesgo norteamericano sea lucrativo. Los mega-éxitos vienen a compensar también las inversiones desafortunadas o inoportunas. Cuando una firma norteamericana de Capital de Riesgo tiene varios mega-éxitos en un período corto, sus directivos a menudo se convierten en ególatras y en derrochadores, y efectúan inversiones frívolas y gastan millones en comidas íntimas y en lujosas suites para oficinas. Aquellos excesos son lo que le da al Capital de Riesgo norteamericano su reputación, relacionada con el libertinaje, la codicia y el exceso de confianza.

El estilo chileno:

Los empresarios chilenos son totalmente diferentes de su contrapartida norteamericana. Desde el principio su enfoque y conceptualización del nuevo negocio que están iniciando es diferente.

- Piensan primero en la tecnología que el negocio usará para producir el producto.

Luego piensan de qué manera marketear el producto en el extranjero.

Desprecian negocios que usan tecnología común y venden su producto localmente, porque ellos creen que una tecnología de producción reducida es el verdadero origen del valor y el mercado local es demasiado pequeño para que el nuevo negocio llegue a la masa crítica.

Además desean que su proceso de producción sea de clase mundial y para demostrar su competitividad la venden en los mercados más exigentes, como Alemania, Japón, y Suecia.

- Tratan de crear negocios que serán viables por sí mismos, porque no intentan vender el negocio.

No piensan en el valor del negocio en los distintos puntos de todo el proceso, desde el inicio hasta hacerlo exitoso. El financiamiento para ellos es relativamente poco importante y piensan en todo; están preocupados hasta de si es posible comprar la nueva máquina que necesita el negocio.

- Cuando el negocio está iniciándose, los empresarios chilenos buscan financiamiento, pero no tratan de conseguir más de lo que necesitan, y en cada etapa son muy reacios a vender acciones.

Temen perder el control del negocio y si tienen que vender acciones para conseguir el financiamiento que necesitan, sueñan en comprar de vuelta las acciones y pagar todos los préstamos. Luego intentan pasar el negocio a sus hijos y hacer que la familia sea dueña del 100% de las acciones.

- Los capitalistas de riesgo chilenos son mucho más cautelosos que su contrapartida norteamericana.

Tienen que ser cautelosos porque saben que no va a haber ningún éxito inmediato ni una

inversión muy exitosa para compensar las muchas inversiones fracasadas. Ejercitan un control más fuerte sobre los capitales de riesgo que financian y toman un rol activo en efectuar decisiones estratégicas claves. No le dan a la firma inicial dinero y luego cruzan sus dedos y esperan recuperar 100 veces la cantidad que pusieron.

Estas caracterizaciones son exageradas, pero sirven para enfatizar el contraste entre las economías estadounidense y chilena, y dan una visión de las fuerzas impulsoras del crecimiento de ambos países.

El crecimiento norteamericano es impulsado por la innovación y por el aprovechamiento de los talentos y energía de inmigrantes altamente educados.

El sistema financiero norteamericano da capital a los nuevos negocios que lanzan nuevos productos y le da una oportunidad a los inmigrantes con talentos, quienes a menudo fundan compañías de rápido crecimiento.

La industria del Capital de Riesgo norteamericana y el mercado accionario norteamericano han creado trillones de dólares de nueva riqueza al financiar la innovación y fondos bancarios de los inmigrantes con talentos que tenían un capital intelectual pero no dinero.

El milagro económico chileno fue un triunfo de la ingeniería industrial. La innovación no jugó una gran parte, ni tampoco lo hicieron los inmigrantes altamente educados. Chile aprovechó y aplicó las tecnologías existentes en sectores industriales importantes como la generación de energía eléctrica, las telecomunicaciones y la infraestructura. Grandes compañías, no nuevas compañías, hicieron muchas de estas inversiones lucrativas. El sistema financiero chileno reunió los ahorros de la clase media y canalizó estos ahorros a inversiones ventajosas en el negocio de capital

intensivo. Las grandes compañías fueron agentes de crecimiento porque podían ofrecer seguridad a los inversores y podían iniciar y manejar los grandes proyectos que Chile necesitaba durante sus años de rápido crecimiento económico.

En Chile el mercado accionario no ha jugado un rol central en el financiamiento de negocios de rápido crecimiento. Los grandes éxitos que las compañías de Capital de Riesgo chileno han logrado, se han dado cuando las grandes compañías establecidas han comprado compañías nuevas de rápido crecimiento que recibieron financiamiento. Los "acontecimientos de liquidez" han sido todos compras a socios, no ofertas públicas iniciales.

Este hecho ha influido en la manera que los empresarios chilenos visualizan la trayectoria del crecimiento de sus negocios. Ellos no sueñan con un pago total, rápido y grande; no sueñan en efectuar una oferta pública inicial que traerá diez millones de dólares hacia sus arcas; no sueñan en una compra de magnitud impresionante. Ellos esperan una lenta y firme marcha hacia la prosperidad, asumen y aceptan que todo el proceso se demorará muchos años más en lograrse de lo que lo hacen los empresarios en EE.UU.

2. EL PROCESO DE REFORMA DEL MERCADO DE CAPITALES CHILENOS

Chile ha estado realizando un serio y sostenido esfuerzo para aumentar los incentivos en su sistema financiero nacional, para que el capital fluya a negocios iniciales prometedores.

Durante el primero y segundo año después de la crisis asiática que reventó en julio de 1997, los chilenos estaban deseosos de que se recuperara la economía para retomar su patrón establecido de alto crecimiento. Pero en la medida en que el tiempo pasó y el crecimiento permaneció estancado, los chilenos empezaron a creer que la

primera fase del milagro económico del país terminaba en 1997. Decidieron que la fuerza impulsora de la segunda fase serían los nuevos negocios y empezaron a dar pasos inteligentes para canalizar los recursos a las nuevas empresas.

La política económica chilena opera a través de incentivos, no a través de edictos o iniciativas estatales. Las nuevas políticas del mercado de capital han buscado incitar a los ejecutivos con cartera de clientes y a los inversores individuales a comprar un espectro más amplio de bonos en vez de comprar bonos ultra conservadores como depósitos de corto plazo. Las nuevas políticas han buscado convertir el mercado accionario común chileno en uno más atractivo para los inversores.

En ese espíritu, Chile promulgó la Ley de OPAS, la Ley de Multifondos y la Ley de Ahorro Voluntario, y ahora está comenzando a considerar una nueva ronda de proposiciones de reforma al mercado de capitales llamada Ley de Mercado de Capitales II. Una de las fortalezas más grande de Chile es su sólida infraestructura financiera y estas leyes están construidas sobre esa base.

El mercado de capitales chileno sirvió a la economía bastante bien durante la primera fase del milagro económico del país y el objetivo del proceso de reformas al mercado de capitales es aprovechar su poder para la segunda fase del milagro económico.

El mercado de capitales chileno no ha entregado consistentemente suficiente capital a las compañías que se inician. El país se ha puesto en acción para mejorar las posibles devoluciones que los inversionistas puedan esperar ganar de las inversiones de los negocios que se inician.

La industria de Capital de Riesgo local tiene una imagen sin brillo y su actuación general ha sido desilusionante. Pero también tiene algunos aspectos positivos, incluyendo varias compañías que han operado con ganancias y que tienen

ejecutivos experimentados, quienes han financiado muchos negocios nuevos.

En suma, el tamaño de la industria es proporcional a la industria del Capital de Riesgo norteamericana. Hay dos razones que explican el rendimiento promedio mediocre:

1. Las firmas de Capital de Riesgo chilenas no tienen ninguna inversión para el mega-éxito, en las que se obtengan retornos de 100 a 1 ó de 1.000 a 1.
2. La segunda razón es que las compañías de Capital de Riesgo chilenas no han sido capaces de reciclar sus inversiones tan rápidamente como las compañías de Capital de Riesgo norteamericanas.

El bajo número de mega-éxitos y de rotaciones de activos son síntomas de la misma enfermedad. Ninguna compañía en Chile que obtuvo Capital de Riesgo ha sido capaz de realizar una oferta pública inicial. De vez en cuando, los inversionistas han estado deseosos de comprar nuevas emisiones del mercado accionario chileno, pero estas nuevas emisiones han llegado de compañías establecidas como Falabella. No ha habido nuevas emisiones del mercado accionario de las compañías jóvenes de alto crecimiento.

Esta es la crucial diferencia entre Chile y EEUU y el obstáculo más importante que detiene la segunda fase para que se efectúe el milagro económico chileno. Las nuevas emisiones no capturan los encabezamientos en los diarios o gatillan la imaginación de los inversionistas jóvenes tolerantes al riesgo. Los chilenos jóvenes en edad de trabajar, hasta hace poco, han poseído la misma mezcla conservadora de inversiones que los chilenos de más edad. La razón es que el retorno promedio del mercado accionario común en Chile ha sido bajo y algunas

veces negativo. Mientras tanto, los valores de ingreso fijo han tenido un buen desempeño hasta hace poco.

Por muchos años la estrategia prudente para los inversores chilenos de todas las edades fue poseer valores de ingreso fijo a corto plazo emitidos por compañías ubicadas en lo más alto. Otros valores estaban disponibles, pero las devoluciones que ofrecían no eran atractivas y el mercado para ellos era menos líquido.

Aún cuando las reformas al mercado de capitales han sido bien diseñadas y han canalizado algo de dinero en inversiones más agresivas, los logros hasta la fecha han sido reducidos para lo que los chilenos deseaban. El desempleo es todavía alto, la creación de nuevos negocios es baja y hay demasiados negocios incipientes con potencial de crecimiento que no pueden conseguir suficiente capital.

Las reformas han mejorado los posibles ingresos que los inversionistas pueden esperar ganar en el mercado accionario, pero los ahorrantes de la clase media en Chile están todavía muy reacios al riesgo. Ellos tienen muy buenas razones para adherirse a inversiones muy seguras: la economía chilena está muy expuesta a las alzas y bajas del comercio mundial y eso a menudo baja los precios de todos los valores chilenos, excepto los bonos más seguros de corto plazo.

Evidentemente, la preferencia de los inversionistas conservadores es todavía más fuerte que el atractivo de comprar los valores más arriesgados que han sido promulgados hasta ahora. Para sobrepasar esta inercia e invertir en valores más arriesgados que produzcan más dinero, propongo medidas que ya se han puesto en efecto y que son suficientemente fuertes para movilizar capital hacia las compañías que se están iniciando.

3. LA BOLSA EMERGENTE: UN MECANISMO PARA AMPLIAR EL ACCESO AL CAPITAL

En Chile, las compañías grandes y bien "rankeadas" tienen excelente acceso al capital. Las firmas que más necesitan vender valores al público, sin embargo, no son tan grandes y tampoco están tan altamente rankeadas. Nuevos trabajos, nuevas exportaciones y nuevas formas de riqueza resultarán de este segmento, pero solamente si las empresas pueden obtener capital. Se necesita centrar la atención en este segmento para vender valores al público y la Bolsa Emergente intenta cubrir esa necesidad.

Otra razón que justifica la importancia de la Bolsa Emergente, es que las empresas de Capital de Riesgo chilenas serían capaces de financiar más compañías iniciales si fueran capaces de cosechar las ganancias de las buenas inversiones que ya han hecho. La realidad, sin embargo, ha sido de que las empresas de Capital de Riesgo no pueden recuperar las buenas inversiones muy rápidamente.

Chile tiene una clasificación de país de alto riesgo y tiene acceso a grandes cantidades de capital, pero los segmentos más dinámicos de la economía enfrentan restricciones de capital. Las compañías que se inician y que son exitosas necesitan financiar su crecimiento. En Chile, esto se consigue reinvertiendo las ganancias. Generalmente esto pasa con las compañías que son incapaces de encontrar nuevos prestadores que les entreguen suficiente dinero para pagarle a los capitalistas de Capital de Riesgo.

Si las compañías chilenas de tamaño intermedio pudieran emitir valores al público, serían capaces de producir suficiente capital para financiar su crecimiento y repagar todo el financiamiento que obtuvieron de los capitalistas de Capital de Riesgo y de los patrocinadores.

Un ejemplo norteamericano ilustrará de qué forma esto puede funcionar. Supongamos que

una joven firma norteamericana necesita tres rondas de financiamiento de Capital de Riesgo y que tres diferentes firmas de Capital de Riesgo son dueñas de un total del 65% de las acciones. Los fundadores tienen un remanente del 35% de las acciones. La compañía inicial ha sido exitosa y un sindicato de banca de inversión está de acuerdo en venderle el 15% del stock de la compañía por 30 millones de dólares. Eso implica que el 100% del stock de las acciones de la compañía valdrían 200 millones.

En este ejemplo, la compañía aumenta su número de acciones en un 7% y así puede entregar algunas de las acciones que van a ser vendidas y obtener algo de las ganancias de la oferta pública inicial ofrecida para financiar su expansión. Los capitalistas del Capital de Riesgo y los fundadores entregan el resto de las acciones a las compras públicas. La compañía provee un 7% del Capital de Riesgo, los capitalistas de Capital de Riesgo entregan un 6% y los fundadores proveen un 2%. He aquí un ejemplo, donde las acciones vienen de la venta de las inversiones de los banqueros. Los banqueros de inversión venden las acciones a los inversionistas, luego distribuyen 30 millones a la compañía a los capitalistas del Capital de Riesgo y a los fundadores. Ignorando los honorarios, la compañía consigue 14 millones, los capitalistas de Capital de Riesgo obtienen 10 millones y los fundadores consiguen 6 millones.

Inmediatamente después de recibir las ganancias de la oferta pública inicial, los capitalistas de Capital de Riesgo han recuperado mucho más dinero del que pusieron en la compañía exitosa que efectuó la oferta pública inicial. Ellos han reciclado su dinero y todavía tienen grandes cantidades de acciones de la compañía exitosa que pueden vender mas tarde. Los capitalistas de Capital de Riesgo dedican su atención a suscribir actividades bancarias para más empresas iniciales.

La Bolsa Emergente busca crear este mecanismo

de financiamiento en Chile. Las razones por las que el mecanismo actualmente no opera son muy simples:

- Primero, los chilenos son renuentes a comprar valores accionarios porque históricamente la ley no ha protegido muy bien a los dueños minoritarios de acciones.
- Segundo, la ley de impuestos tiene una predisposición contra las inversiones y da la mayor parte de sus devoluciones en forma de ganancia de capital.

La Propuesta

Para hacer que la Bolsa Emergente funcione exitosamente, yo propongo dos medidas:

1. Que las compañías que buscan producir capital a través de una oferta pública inicial en la Bolsa Emergente emitan bonos convertibles en vez de acciones comunes. Estos bonos convertibles deberían ser diseñados para que tengan un potencial de aumento igual al de las acciones comunes. Serán mucho más atractivos a los inversionistas porque la ley siempre ha dado una buena protección a los poseedores de bonos. En particular, los bonos son preferentes a las acciones comunes. De esta manera, si hay una disputa acerca de cuánto debería ir a los inversionistas que compraron los bonos convertibles, ellos probablemente serán capaces de prevalecer.
2. La segunda medida es un incentivo al impuesto. Este incentivo hará que los valores de la Bolsa Emergente sean atractivos a los inversionistas individuales. Otro incentivo diferente sería necesario para hacer que los valores sean atractivos para los fondos de pensiones.

Los incentivos al impuesto se relacionan a la deducción de pérdidas. Antes de noviembre de

2001, los inversionistas que compraron valores y obtuvieron ganancias de capital tenían que pagar un impuesto sobre la ganancia. La Ley de Impuestos permite ahora a los inversionistas efectuar ganancias de capital sin pagar impuestos sobre las ganancias. Este es un cambio beneficioso y le da a los inversionistas mejores réditos al invertir en el mercado accionario común, pero está claro que eso no ha sido un incentivo lo suficientemente fuerte como para inducir grandes flujos de capital hacia el mercado accionario común.

Para ver de qué forma el tratamiento del impuesto de las inversiones que intentan recompensar a los inversores con ganancias de capital ha cambiado, consideren el gráfico 1, el cual ilustra la vía contra la inversión en acciones comunes que existía antes de noviembre de 2001.

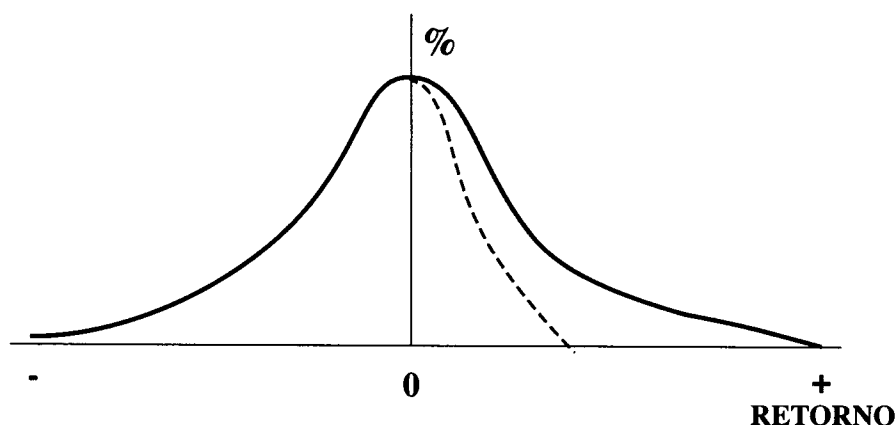
La distribución Normal muestra los posibles resultados de una inversión. El inversionista compra la inversión y después de un periodo de tiempo ésta es de mayor o menor valor de lo que era al principio. El rango de resultados posibles es de alguna manera igual que la distribución Normal. Un resultado realmente bueno o un resultado realmente malo es poco probable y la mayor parte de los resultados están conectados alrededor de un punto medio, que es un retorno de cero. El extremo derecho de la distribución representa los buenos resultados, en los que el inversionista hace una ganancia de capital. La línea intermitente representa de qué manera el impuesto sobre las ganancias de capital solía disminuir los buenos resultados y una tenía un sesgo contra la compra de inversiones que dan retornos en la forma de ganancias de capital.

Desde noviembre de 2001, esta propensión ha sido eliminada. Ahora los inversionistas pueden obtener ganancias de capital y no pagar impuestos sobre las ganancias. Actualmente, los inversionistas pueden obtener un resultado positivo o negativo sin ninguna distorsión del impuesto en sus retornos.

BOLSA EMERGENTE

ILUSTRACIÓN GRÁFICA DEL SESGO

GRÁFICO 1



Para darle a los inversionistas un incentivo, yo propongo permitirles deducir pérdidas de capital de sus ingresos imponibles. Para eso, deberían satisfacer varios requisitos.

- La deducción se aplicaría a los valores que compren en la Bolsa Emergente y que sean mantenidos durante tres años.
- Las compañías que coloquen valores en la Bolsa Emergente tendrían que ubicar las ganancias de acuerdo con los siguientes requisitos:
 1. La compañía podrá usar las ganancias para repagar el financiamiento que se obtuvo de una compañía de Capital de Riesgo chilena o podría invertir las ganancias en nueva maquinaria o en contratar más gente.
 2. La compañía tendría que mostrar como prueba a Impuestos Internos que usó las ganancias para uno de estos propósitos.

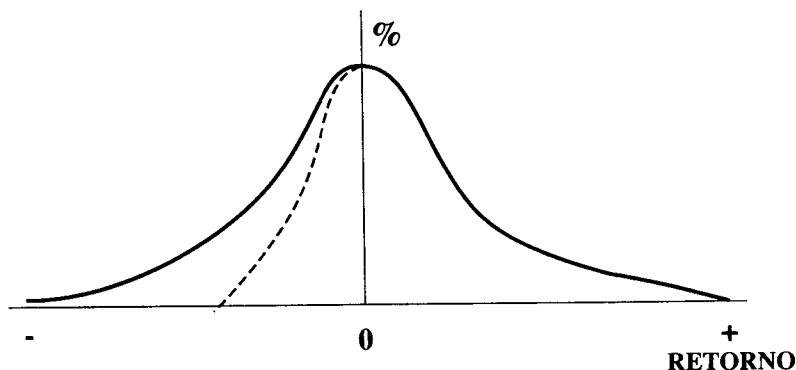
El gráfico 2 ilustra la tendencia favorable que este tratamiento de impuesto daría.

Para ver la diferencia que esta deducción de impuestos produciría, supongamos que un individuo chileno compra dos valores diferentes en la Bolsa Emergente y gasta 10 millones de pesos en cada una. Después de tres años, supongamos que una de las inversiones ha sido un éxito y la otra ha sido un fracaso. La que está bien ha llegado hasta 22 millones de pesos y la que está mal ha declinado a 4 millones de pesos. Supongamos que el inversionista vende ambas inversiones.

Bajo el régimen de impuesto vigente hasta noviembre de 2001, al inversionista le habría ido mal. La inversión exitosa le habría dado una ganancia de capital de 12 millones de pesos y el inversionista habría tenido que pagar impuestos sobre la ganancia. En este ejemplo, el promedio de impuestos marginales del inversionista es de 45%. Así, el inversionista habría tenido que pagar 5,4 millones de pesos de impuesto. La ganancia después del pago de impuestos habría sido de 6,6 millones. El retorno después del pago total de impuestos sobre los 20 millones iniciales de inversión (16,6 + 4) habría sido de 20,6 millones de pesos.

ILUSTRACIÓN GRÁFICA DEL PRIMER ESTÍMULO

GRÁFICO 2



Bajo el régimen de impuestos actual, al inversionista le habría ido mucho mejor. El retorno total habría sido de 26 millones de pesos.

Bajo el régimen de impuestos que estoy proponiendo, al inversionista le habría ido mucho mejor, lo suficientemente bien como para haber ganado una devolución alta para compensar el riesgo. El inversionista habría mantenido los 12 millones de pesos de la ganancia de capital de la inversión exitosa y habría deducido la pérdida de 6 millones de pesos en una inversión sin éxito. La deducción habría reducido la cantidad de impuestos por ingresos pagados por 2,7 millones de pesos. El retorno total del inversionista habría sido, por consiguiente, 28,7 millones de pesos.

Lo más probable es que este tratamiento de impuestos sea lo suficientemente alto como para inducir a los individuos que en Chile están recibiendo grandes ingresos y pagan un promedio de impuesto marginal del 45% a comprar valores en la Bolsa Emergente.

Una propuesta más agresiva

La prioridad en Chile es nutrir el ambiente para crear nuevos negocios y ayudar a las compañías

que pueden crecer rápidamente, a tener acceso al capital. De acuerdo con esa prioridad, propongo un incentivo de impuesto más agresivo, para inducir a los individuos a comprar valores que son ofrecidos en la Bolsa Emergente.

Este incentivo adicional consiste en darle un crédito de impuesto para compensar a aquellos individuos que compren valores en la Bolsa Emergente y los mantengan tres años, luego los venden y sufren la pérdida de capital. Ellos obtendrían un crédito a los impuestos, que sería adicional a la deducción de los impuestos.

En el ejemplo que mencioné anteriormente, el crédito de impuesto se aplicaría a la inversión no exitosa. El individuo invirtió 10 millones de pesos y después de tres años vendió los valores por 4 millones. Ese individuo deduciría los 6 millones de pérdida de un ingreso ordinario y además de las rentas internas pagaría un porcentaje individual por la cantidad de la pérdida. El crédito de impuesto podría ser el 20% de la pérdida. En ese caso, Impuestos Internos pagaría al inversionista 1,2 millones de pesos, monto que elevaría el retorno total del inversionista en las dos inversiones del ejemplo a 29,9 millones de pesos ($22 + 4 + 2,7 + 1,2 = 29,9$).

Este retorno total es suficientemente alto como

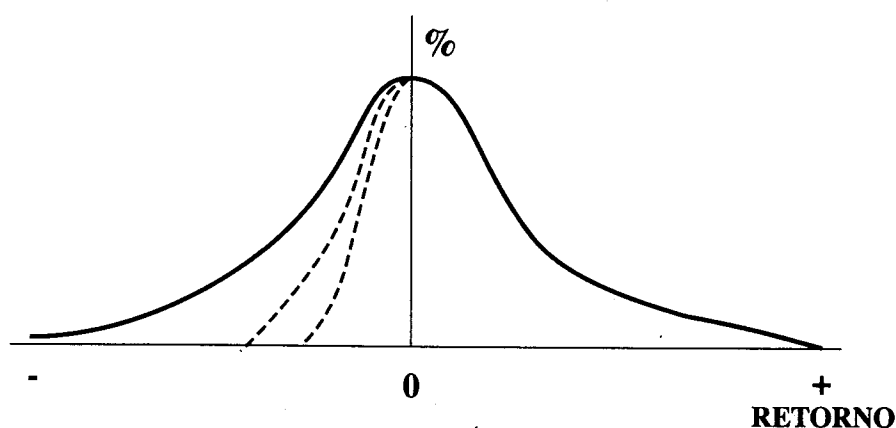
para competir con otras inversiones alternativas. También tiene más protección contra la pérdida. El gráfico 3 ilustra los posibles resultados desde el punto de vista del inversionista.

Este crédito al impuesto debe ser lo suficientemente alto para que de esta manera recorte el extremo restante izquierdo completamente. Los chilenos pueden decidir si desean dar un incentivo tan fuerte como el que

yo estoy proponiendo. Si es así, y se establece el crédito al impuesto en 50%, ellos eliminarían casi todas las posibilidades de pérdida, desde el punto de vista del inversionista. Eso ciertamente superaría la renuencia a comprar valores en la Bolsa Emergente. Con la deducción del impuesto y el crédito al impuesto funcionando, el capital fluiría a nuevas emisiones de valores en la Bolsa Emergente.

ILUSTRACIÓN GRÁFICA DEL SEGUNDO ESTÍMULO

GRÁFICO 3



Costos y Beneficios

Los incentivos a los impuestos que yo propongo son ciertamente agresivos e inducirían a los inversionistas a comprar cada una de las nuevas emisiones de valores que aparezcan en la Bolsa Emergente. El beneficio para el país sería por parte de las compañías de rápido crecimiento, de tamaño medio, que obtendrían capital y lo usarían para comprar maquinaria nueva o contratar más personal. También podrían usarlo para pagar el financiamiento que obtuvieron de las compañías de Capital de Riesgo chilenas, y en ese caso la próxima generación de empresarios

tendría una mejor oportunidad de conseguir financiamiento.

Las familias que controlan las compañías que emiten valores en la Bolsa Emergente no podrían sacar el dinero fuera del país o usarlo para comprar condominios en Miami. Si hicieran eso, dañarían a los inversionistas que compraron los valores, porque no calificarían para incentivos al impuesto.

La pérdida del Impuesto a la Renta por estos incentivos no sería cara. Por el contrario, podrían generar más renta para el Fisco. He aquí una ilustración numérica de ese punto.

Supongamos que 100 compañías emiten valores en la Bolsa Emergente y venden 2 millones de dólares en valores cada una. Eso da un total de 200 millones de dólares. Todo ese dinero sería invertido en contratar nuevos empleados, comprar nueva maquinaria o sería usado para pagar a los capitalistas de Capital de Riesgo que financiaron a las compañías que emiten bonos o valores en la Bolsa Emergente.

Después de tres años, supongamos que la mitad de las compañías ha tenido éxito y la mitad de las compañías no. Las 50 compañías que han tenido éxito han generado un promedio de cuarenta nuevos puestos de trabajo cada una. Las 50 que no han tenido éxito han generado un promedio de 4 puestos de trabajo cada una. Esto da un total de 2.200 nuevos trabajos y el Fisco estará recolectando un promedio de 2.000 dólares por cada una de estas 2.200 personas, esto es, 4,4 millones de dólares por año.

Supongamos que los inversionistas que sufrieron pérdidas perdieron el 50% del dinero que invirtieron. Las 50 compañías que no tuvieron éxito obtuvieron un total de 100 millones al inicio. Los inversionistas perdieron el 50% de los 100 millones cuando vendieron los valores después de tres años (una pérdida de 50 millones). El promedio de impuesto marginal de los inversionistas es 45%, de esta manera la oportunidad le cuesta al inspector de impuestos aproximadamente 22,5 millones. Si existe un crédito al impuesto del 20%, eso costaría al fisco

un adicional de 10 millones. Los incentivos al impuesto costarían un total de 32,5 millones.

Para determinar si los incentivos al impuesto son una buena inversión desde el punto de vista del Fisco, hay que asumir que las 50 compañías exitosas crearon nuevos trabajos después de que efectuaron sus ofertas públicas iniciales en la Bolsa Emergente, y que seguirán haciéndolo. En ese caso, el impuesto a la renta de la nómina de nuevos trabajos más que compensará al fisco por la pérdida de renta del incentivo al impuesto. El incentivo al impuesto se paga sólo una vez, tres años después que una compañía consigue financiamiento y cuando su rendimiento es muy malo. Las nuevas recolecciones de impuesto de nuevos trabajos continúa año tras año. En el ejemplo, 4,4 millones al año entran y la cantidad crece, y el costo de obtener este flujo de ingresos de impuestos es de 32,5 millones.

Además de la recolección de impuestos, las compañías exitosas pueden generar más medios de impuesto a la renta y pueden existir efectos secundarios a través de toda la economía que produciría impuesto a la renta adicional. El costo neto del incentivo al impuesto es lo que podría ser bajo o negativo.

En conclusión, la propuesta merece una discusión seria, porque estimularía nuevas actividades comerciales que actualmente son una prioridad en Chile.