

UN DIAGNÓSTICO DEL CAPITAL DE RIESGO EN CHILE

**División de Estudios y Relaciones Internacionales¹
Superintendencia de Valores y Seguros de Chile**

Santiago, junio de 2002

¹ En la confección de este documento participaron Luis Figueroa D., Vicente Lazen J., Francisco Santibañez M. y Francisco Silva V.

Resumen

El área de la industria de innovación y de alto riesgo tiene una gran incidencia en el desarrollo de la base industrial de país. Asimismo, el desarrollo de empresas intensivas en innovación contempla una serie de externalidades positivas que no son totalmente estimuladas a través de mecanismos de mercado. Entre los problemas que quedan generalmente sin resolver están: 1) la existencia de asimetrías de información insalvables para los inversionistas, en especial cuando no existe un intermediario especializado; 2) los beneficios de la innovación no son completamente capturados por el empresario por cuanto la innovación conlleva aumentos en las productividades de otros sectores y, 3) las empresas innovadoras requieren de una serie de factores complementarios para su éxito, los cuales a veces están ausentes y, por lo tanto, se hace necesario un estímulo adicional para suplir dichas falencias. En este escenario, el Estado puede jugar un rol fundamental en la solución de algunos de los principales problemas presentados y estimular el desarrollo de las empresas emergentes.

El tema central de este documento es precisamente el financiamiento de la industria de empresas emergentes y pequeñas que producen o buscan producir bienes o servicios con un alto valor agregado y/o con perspectivas de rápido crecimiento. La motivación de este trabajo es contribuir a despejar del camino las dificultades que impiden el adecuado desarrollo de la capacidad empresarial en la industria de capital de riesgo. Entendemos que esto constituye una condición necesaria para lograr un mayor nivel de eficiencia del mercado de valores por al menos las siguientes razones:

- Crece y se diversifica la industria de fondos de inversión, lo que incrementa las alternativas de ahorro para los inversionistas;
- Las empresas llegan mejor preparadas para hacer oferta pública de sus emisiones;
- y
- A mayor número de empresas que superan la etapa de capital de riesgo, mayor número de empresas requieren participar en el mercado de valores, lo que permite mejorar su profundidad.

La primera parte de esta monografía caracteriza el ciclo de vida de la empresa emergente, la segunda muestra un modelo conceptual y metodológico para el diagnóstico y diseño de instrumentos de promoción del capital de riesgo. Finalmente, la tercera parte muestra una aplicación del modelo a la realidad de Chile.

I Capital de Riesgo y Empresas Emergentes

En términos generales, el capital de riesgo consiste en la toma de una participación minoritaria en compañías que representen un proyecto novedoso en un sector de alto crecimiento (empresa emergente), normalmente a través de una ampliación de capital. La nueva disponibilidad de fondos debe aportar el suficiente financiamiento para facilitar un rápido crecimiento.

La entidad de capital de riesgo, una vez alcanzados los objetivos de crecimiento, procede a la venta de su participación en la compañía, mediante una salida a bolsa o la adquisición por un tercero, esperando una ganancia por el aumento en la valorización de la empresa.

Normalmente los emprendedores originales de las empresas emergentes carecen de las habilidades de manejo financiero y de gestión para lograr optimizar la operación de la empresa. Estos problemas se ven multiplicados cuando la empresa salta a escalas de operación de mayor envergadura. Precisamente este vacío es complementado por los capitalistas de riesgo, quienes aportan no sólo en el financiamiento pasivo, sino que además se involucran activamente en la gestión, lo que representa una de las fuentes importantes de aumento del valor de la empresa.

No obstante la utilidad de una definición general, el diseño de política se facilita y se vuelve más efectivo al diferenciar entre las distintas etapas del financiamiento del capital de riesgo en que se podrán identificar distintos propósitos a seguir y diferentes fuentes de financiamiento. El Cuadro N°1 permite apreciar la evolución de las empresas emergentes caracterizando cada una de las etapas de acuerdo al grado de desarrollo. El mismo cuadro, presenta las fuentes de financiamiento más frecuentemente utilizadas para cada etapa, y por lo tanto permite apreciar el rol que juega el capital de riesgo en cada una de ellas.

Cuadro N°1
Clasificación de las Etapas de Financiamiento de la Empresa Emergente

	Etapas del Financiamiento del Capital de Riesgo	Características de la Etapa	Formas de Financiamiento
Nivel 1 (Inicio)	Semilla	Elaboración de un concepto. Raramente involucra el desarrollo de un producto	<ul style="list-style-type: none">• Socio estratégico• Dinero interno• Amigos y familia• Angeles• Fomento estatal
	Start-up	Desarrollo del producto e inicio de marketing	
Nivel 2 (Rondas Sucesivas)	Primera Ronda	Inicio de venta y producción	<ul style="list-style-type: none">• Socios estratégicos• Fondos de Inversión e Institucionales• Banca comercial• Prestamistas basados en activos• Fomento estatal
	Segunda Ronda	En estas rondas se comprueba el éxito del producto. Producción crece rápidamente pero no necesariamente se obtienen utilidades. Financiamiento para capital de trabajo y ampliaciones sucesivas en la escala de producción.	
	Tercera Ronda		
	Cuarta Ronda		
Nivel 3 (Expansión)	Mezzanine	Expansión explosiva de la producción y se visualiza un punto de equilibrio en las utilidades.	<ul style="list-style-type: none">• Socios estratégicos• Fondos de Inversión e Institucionales• Banca comercial

	Financiamiento Puente	Empresa busca abrirse en bolsa en 6 a 12 meses (en espera de condiciones óptimas y reestructuración)	<ul style="list-style-type: none"> • Prestamistas basados en activos • Deuda pública • Papeles comerciales • Fomento estatal
Nivel 4 (Salida)	Salida	Apertura en bolsa, adquisición o fusión.	<ul style="list-style-type: none"> • Bolsa de valores • Adquisición por otra empresa

Cuando se plantean necesidades de financiamiento es necesario pensar en las condiciones de mercado que originan el encuentro de oferentes de recursos (los inversionistas) y los demandantes de dichos recursos (las empresas emergentes). El financiamiento de los proyectos de inversión se logrará eficientemente cuando se produzca el encuentro entre oferentes y demandantes en este mercado. La características de las empresas emergentes y de los potenciales inversionistas en estos mercados hace que surjan problemas estructurales que dificultan dicho encuentro y que justifican en parte el rol activo del Estado en estas materias.

En primer lugar se producen asimetrías de información, lo que hace que las proyecciones acerca del futuro de la empresa difieran entre los empresarios y los inversionistas. En general, existe poca información histórica y los estándares contables no suelen reflejar adecuadamente la situación financiera de la empresa.

Un segundo gran problema, vinculado al anterior, es la dificultad de acceso a mecanismos de financiamiento tradicionales, debido al problema de información mencionado, a falta de garantías reales o bien a políticas conservadoras por parte de inversionistas institucionales.

Por último, las empresas emergentes que desarrollan procesos innovadores o nuevos productos, presentan cierto tipo de externalidades que se manifiestan en la apropiabilidad de las invenciones por parte de futuros entrantes en este mercado. Ello induce un subóptimo de inversión en procesos innovadores. Un adecuado marco de protección a la generación de ideas ayuda a reducir los problemas relacionados a este tipo de externalidades.

Este análisis global, se puede hacer desde una mejor perspectiva a través de la identificación de las barreras desde el punto de vista de la oferta y de la demanda, en cada una de las etapas de las empresas emergentes descritas anteriormente. En tal sentido, en el Cuadro N°2 agrupamos estos obstáculos a luz de la experiencia chilena.

Cuadro N°2
Principales Obstáculos para el Desarrollo del Financiamiento de Empresas

	Etapas del Financiamiento del Capital de Riesgo	Obstáculos Oferta de Fondos	Obstáculos Demanda de Fondos
Nivel 1 (Inicio)	Semilla	<ul style="list-style-type: none"> • Empresas con bajos incentivos a destinar recursos a proyectos innovadores • Pocos incentivos reales para la participación de familias o ángeles 	<ul style="list-style-type: none"> • Bajo conocimiento generalizado en la preparación y evaluación de proyectos por parte de los generadores de ideas • Escasos vínculos establecidos entre empresarios e inversionistas • Universidades desligadas de la realidad empresarial. Baja transformación de ideas en empresas • Excesiva aversión al riesgo
	Start-up		
Nivel 2 (Rondas Sucesivas)	Primera Ronda	<ul style="list-style-type: none"> • Estándares bancarios poco favorables para financiamiento a empresas sin historia • Instrumentos de fomento ligados en la práctica a Pymes más que a innovación • Faltan incentivos a capitales extranjeros • Aislamiento entre fondos privados de inversión e inversionistas de mayor peso relativo • Tributación no incentivadora 	<ul style="list-style-type: none"> • Bajo estímulo a la instalación de emprendedores extranjeros • Tributación sin incentivos
	Segunda Ronda		
	Tercera Ronda		
	Cuarta Ronda		
Nivel 3 (Expansión)	Mezzanine	<ul style="list-style-type: none"> • Bajo compromiso del Estado como socio 	<ul style="list-style-type: none"> • Tributación ganancias de capital

	Financiamiento Puente	estratégico en capital de riesgo <ul style="list-style-type: none"> • Faltan Instrumentos financieros hechos a medida para estas empresas • Legislación para inversionistas institucionales inflexible y aversa al riesgo 	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivos insuficientes a la importación de bienes intensivo en tecnologías • Bajo desarrollo de mercado de analistas especializados en empresas emergentes, auditorías especializadas en empresas innovadoras
Nivel 4 (Salida)	Salida	<ul style="list-style-type: none"> • Ausencia de un marco tributario al emprendimiento • Baja participación de personas en mercado de capitales 	<ul style="list-style-type: none"> • Alto costo de listarse en bolsa • Tributación

Tal como se muestra en el Cuadro N°2, se pueden identificar por el lado de la oferta de financiamiento, algunos factores comunes. En primer lugar, se evidencian aspectos culturales que ponderan en exceso el riesgo y castigan exageradamente el fracaso por parte de los potenciales inversionistas. Segundo, encontramos restricciones legales que limitan la participación de ciertos inversionistas institucionales, tales como las compañías de seguros o los fondos de pensiones.

Por el lado de la demanda, destacan también los aspectos culturales vinculados a la aversión al riesgo, propio de las hacia actividades de emprendimiento. Además, se evidencian trabas burocráticas, falta de instancias formales de encuentro entre emprendedores e inversionistas y entre emprendedores y centros de investigación. También, existe un tema estructural asociado a que las herramientas que se entregan en la educación superior no necesariamente están relacionadas o favorecen la creación de una cultura empresarial.

El aspecto tributario no constituye una variable facilitadora del flujo de recursos hacia actividades de capital de riesgo. A modo de ejemplo, las ganancias obtenidas antes de la salida o apertura en bolsa están afectas a ganancias de capital, aplicándoseles las tasas marginales de impuesto a la renta que enfrenta el emprendedor en esta instancia. Ello de muestra la necesidad de redefinir una política tributaria proactiva.

II Marco Conceptual para el Diseño de Políticas de Promoción del Capital de Riesgo.

Basados en las definiciones presentadas anteriormente, en este capítulo proponemos un modelo conceptual y metodológico para el diagnóstico de la situación del capital de riesgo y para el diseño de instrumentos de promoción.

En primer lugar, presentamos un modelo simple de etapas de financiamiento de empresas emergentes, luego un modelo de comportamiento que explica la existencia de inversionistas de capital riesgo especializados. Finalmente, a partir de estas herramientas construimos un modelo de categorías de instrumentos de promoción del capital de riesgo.

II.1 Etapas de Financiamiento de una Empresa Emergente.

El segmento de bolsa para empresas emergentes puede entenderse como la última fase del ciclo de financiamiento de las empresas nuevas.

En una primera etapa, se encuentran el desarrollo de proyectos tecnológicos nuevos, de los cuales no todos llegarán a constituir empresas. En esta etapa, los instrumentos de desarrollo corresponden a programas públicos de fomento o financiamiento privado, los que se conocen como de investigación y desarrollo y capital sudor.

En una segunda fase, se encuentran los proyectos tecnológicos que se asentaron y con los cuales se prueba un concepto de negocio, que en escasas ocasiones involucran el desarrollo de un producto. El financiamiento en esta etapa corresponde a capitales ángeles, que suelen ser personas acaudaladas que aportan sumas de capital relativamente pequeñas para financiar buenas ideas.

En una tercera fase, una vez probado el concepto de negocio, la empresa emergente necesita financiamiento para desarrollar el producto e iniciar la comercialización. Esta etapa aún presenta niveles considerablemente altos de riesgos, justificando el financiamiento de escalamientos sucesivos. La alta variabilidad de los resultados entre las empresas, justifica la labor de diversificación de los fondos de inversión, cuya naturaleza es constituir una cartera diversificada, para poder ofrecer una cuota con rentabilidad intermedia.

Finalmente, una bolsa o segmento de bolsa para empresas emergentes, constituye la última etapa del financiamiento de las empresas nuevas, antes de buscar abrirse a la bolsa convencional. En tal sentido, está diseñado para permitir el financiamiento de sociedades con un riesgo relativamente mayor que las empresas tradicionales y relativamente menor que las financiadas por capital de riesgo.

El segmento de bolsa para empresas emergentes obedece a una necesidad de crear un mercado para empresas nuevas que buscan financiamiento para un plan de negocios innovador, o que tienen proyectos de innovación en el sector de alta tecnología, o que esperan una rápida expansión, basada en proyectos con fuerte potencial de crecimiento.

Este segmento, constituye una alternativa para que los fondos de inversión puedan liquidar su participación, cuando las empresas han alcanzado un nivel de madurez con un nivel de riesgo relativamente menor. Es por ello, que este segmento de bolsa constituye un incentivo al capital de riesgo de las etapas anteriores, pues reduce los

costos de salida para los fondos de inversión y por ende, estimula toda la cadena de capital de riesgo.

II.2 Un Modelo Microeconómico del Financiamiento del Capital de Riesgo.

El financiamiento de los proyectos productivos por parte de la banca es limitado. Lo habitual es que los bancos limiten el crédito que otorgan a las empresas a ciertos estándares de riesgo, es decir, sobre ciertos niveles de riesgo la banca no está dispuesta a prestar, y si lo hace exige garantías que elevan mucho el costo o imposibilitan el acceso para algunas empresas.

Por otra parte, existen inversionistas relativamente aversos al riesgo y otros relativamente tolerantes al mismo.

Utilizando el instrumental microeconómico se puede interpretar que un inversionista averso al riesgo se diferencia de uno tolerante del mismo, porque el primero tiene una mapa de curvas de indiferencia (estructura de preferencias) más inclinada hacia configuraciones de menor riesgo retorno, que el segundo. Esto se puede ver en la Figura N°1, donde se muestran dos curvas de indiferencia, que corresponden a distintas estructuras de preferencias.

En la misma figura, la línea curva representa la frontera de varianza mínima, mientras que la parte más gruesa de la línea recta tangente a dicha frontera representa la posibilidad de prestar o endeudarse. El límite de endeudamiento impuesto por la banca para proyectos con mayor riesgo, explica que para el inversionista más tolerante el equilibrio esté en C, sobre la frontera, con un portafolio con mayor riesgo y mayor retorno esperado (donde la banca no está dispuesta a financiar).

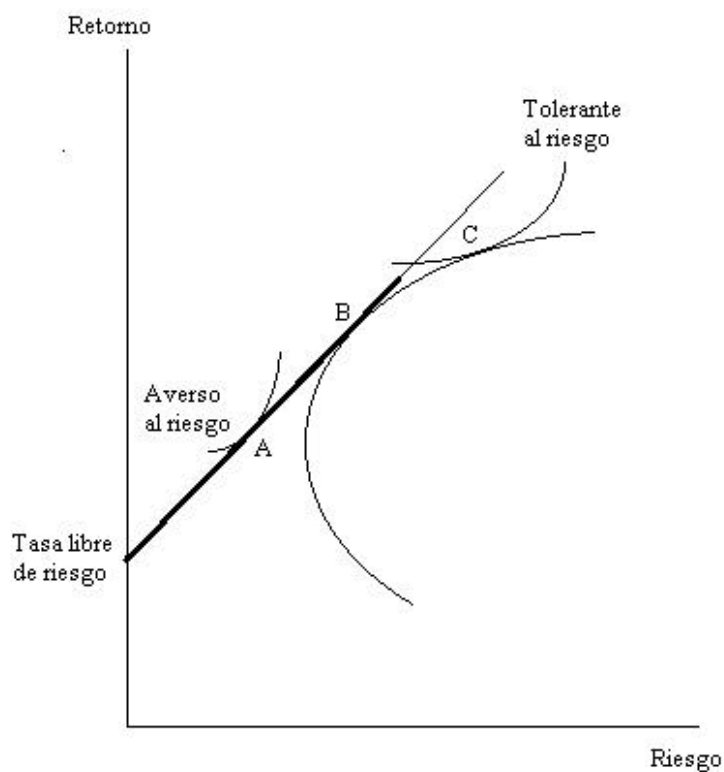
El individuo averso al riesgo invertirá en una cartera que combinará el portafolio B con instrumentos libres de riesgo.

El portafolio del mercado será una combinación entre el portafolio B y el C.

El portafolio C será financiado por algún instrumento de capital de riesgo, pues está fuera de los estándares de riesgo exigidos por la banca.

La presencia de inversionistas con alto grado de tolerancia al riesgo, pero diferentes entre sí, es decir, algunos con mayor tolerancia que otros, explica entonces el surgimiento de distintos instrumentos de financiamiento del capital de riesgo.

Figura N°1

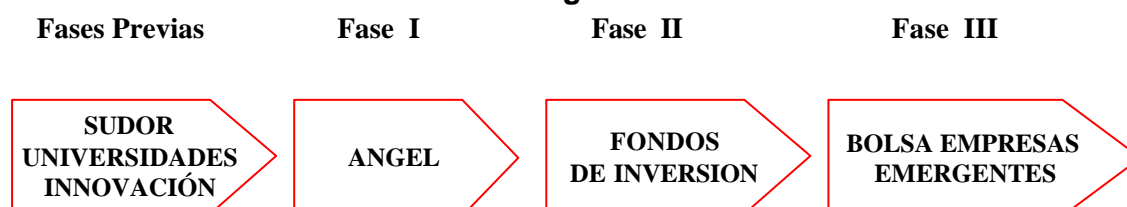


II.3 Categorías de Instrumentos de Promoción del Capital de Riesgo.

Para ordenar los ámbitos en los cuales es posible generar instrumentos de promoción del capital de riesgo, hemos distinguido cuatro fases del financiamiento de proyectos productivos, las cuales fueron expuestas en detalle anteriormente.

Estas fases se presentan en la Figura N°2, como instrumentos de capital de riesgo y bolsa que responden a las diferencias de aversión al riesgo de distintos inversionistas.

Figura N°2



Dichas fases constituyen la base para definir instrumentos de promoción del capital de riesgo y potenciar el financiamiento de proyectos productivos emergentes.

Una primera categoría de instrumentos de promoción son los que estimulan el desarrollo del financiamiento en cada una de las etapas mostradas en la figura 2.

Una segunda categoría de instrumentos de promoción son las que reducen los obstáculos para la transición de las empresas desde una etapa a la otra.

Para cada una de las categorías anteriores se pueden definir instrumentos estructurales y tributarios.

Los instrumentos estructurales apuntan a fortalecer los actores en cada etapa, a través de mecanismos tales como:

- a) instrumentos de fomento,
- b) desregulación del mercado,
- c) alineamiento de incentivos de los agentes,
- d) creación de instituciones (por ejemplo: banca de segundo piso, garantía a la emisión de cuotas de fondos, etc.).

Los instrumentos tributarios corresponden a exenciones tributarias a los inversionistas (subsidio a la demanda), como por ejemplo, el impuesto a las ganancias de capital.

En el capítulo siguiente presentaremos un diagnóstico del caso chileno utilizando las categorías conceptuales definidas anteriormente.

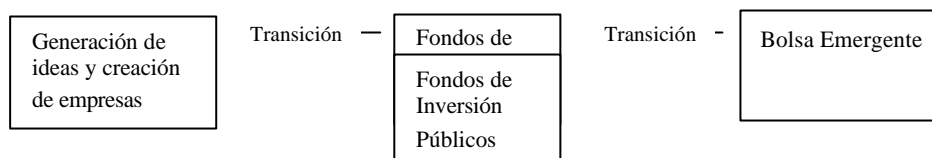
III Fomento al Capital de Riesgo en Chile

El capital de riesgo y la generación de ideas no son temas nuevos en el ámbito de la acción estatal en Chile. De hecho, se han realizado esfuerzos importantes que han tratado de fortalecer esta industria que se reflejan en la proliferación de programas gubernamentales que apoyan a las empresas de menor tamaño (Pymes) a financiar proyectos.

Al revisar la evolución de una empresa desde que se desarrolla la idea hasta que logra una salida exitosa en el mercado, es posible detectar una transición desde el ámbito de las ideas estrechamente relacionadas con la investigación e innovación, hacia al ámbito del desarrollo de un negocio que busca financiamiento para transformarse en una oportunidad de inversión. Obviamente, no todos los desarrollos científicos e ideas innovadoras tienen la finalidad ni el atractivo para atraer el capital de riesgo. En general, las ideas que se transforman en proyectos financiables, tienden en sus primeras etapas a estar más asociadas a los fondos de inversión privados, mientras que proyectos con un mayor nivel de desarrollo tienden a estar ligados a los fondos de inversión de oferta pública. No obstante, tras haber logrado este avance los inversionistas del capital de riesgo esperan obtener un retorno a través de la salida en bolsa o la venta de la

empresa. Esta última también se constituye en una etapa de transición importante en la cadena exitosa de la evolución de negocios. La Figura N°3 recoge el concepto de etapas y transición elaborado en la sección anterior y enfocado al análisis del caso chileno.

Figura N°3
Aplicación de las Etapas al Caso Chileno



Si analizamos la mayoría de los programas de apoyo que ha implementado el Gobierno de Chile para fortalecer la cadena de evolución de las empresas emergentes, ellos actúan principalmente intentando fortalecer cada uno de estos tres grandes bloques². Sin embargo, las transiciones de un estado a otro representan uno de los desafíos más difíciles de superar y probablemente uno de los factores de éxito / fracaso más importantes.

Al analizar en detalle los programas implementados, es posible encontrar numerosos programas y fondos manejados por instituciones que intentan fomentar el área de Investigación y Desarrollo (I&D) y a los empresarios en las primeras etapas de evolución de un negocio. Así, el Ministerio de Economía, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) y otros ministerios sectoriales asignan fondos que promueven el desarrollo de investigaciones y capital para iniciativas innovadoras. Por lo tanto, parece existir conciencia y un suficiente número de programas orientados apoyar el desarrollo del I&D en las primeras etapas, no obstante el monto de recursos específicos destinados a cada uno de ellos pueda ser insuficiente.³

Desde una perspectiva global vale la pena discutir el rol y ámbito del Estado como banca de segundo piso, entendiéndose este último concepto como el acceso a recursos o respaldo financiero del Estado a través de la banca privada. Dentro de este enfoque el sistema de garantías juega un rol fundamental porque ataca directamente el motivo central de la falta de acceso a financiamiento a empresas pequeñas, que se origina por la carencia o insuficiencia de garantías reales para respaldar los créditos.

Establecer una plataforma de garantías amplia y profunda es un desafío central del esquema de banca de segundo piso. De esta forma, se comparten los riesgos entre los tres agentes (Empresa, Banco y Estado) y se toma ventaja del análisis del banco

² El Anexo N°1 muestra un esquema con los diferentes instrumentos de fomento a las actividades de empresas innovadoras en Chile.

³ Otro de los programas en existencia es el Fondo de Garantía para las Pequeñas Empresas, FOGAPE administrado por el Banco del Estado de Chile, en el cual se otorgan garantías de hasta un 80% de los créditos solicitados para empresas que no superen cierto monto de ventas anuales y se encuentre al día en sus compromisos financieros.

privado respecto del crédito, logrando una cartera de mejores características y ampliando las posibilidades reales de financiamiento de un segmento de empresas.

Como conclusión de los apoyos al primer bloque de generación de empresas, el Estado cuenta con una red amplia de programas, sin embargo, parece necesario un reordenamiento de los instrumentos bajo una figura común e independiente, que pueda administrar coordinadamente los programas con la intermediación del sector privado. Al respecto, en el estudio de Foxley J. (1999), se entrevista a los actores potenciales del sector privado y queda de manifiesto la falta de conocimiento de la mayoría de los instrumentos disponibles.

Otros de los esfuerzos importantes realizados desde el nivel gubernamental se encuentran en las áreas 2 (fondos privados y públicos) y áreas 3 (bolsa emergente) identificadas anteriormente.

En el caso de los fondos de inversión pública, la Ley de Opas (2000) y la última reforma al mercado de capitales en el año 2001⁴, han entregado mayores grados de flexibilidad a los fondos de inversión. Las modificaciones legales incorporaron un nuevo enfoque a la regulación de los fondos de inversión, dichos fondos antes de las reformas estaban sujetos a límites específicos en sus inversiones dependiendo del tipo de fondo que se tratara (inmobiliario, internacional, de desarrollo de empresas o mobiliario). Con las reformas se eliminaron las categorías de fondos y se habilitó a las entidades a invertir de la forma que ellos determinaran como las más conveniente, a condición de que sus políticas de inversión quedaran claramente definidas en los reglamentos internos que regulan su actuación. Asimismo, la Ley de Opas incluyó a los fondos privados de inversión explícitamente en la ley, definiendo su figura y autonomía.

Otro gran avance para estructurar la cadena de evolución de las empresas emergentes se dio en la denominada "Reforma al Mercado de Capitales I", que entregó el marco institucional para la creación de bolsas para empresas emergentes. Esta iniciativa reconoce las ventajas de contar con un segmento especial en el mercado bursátil para empresas con poco historial pero con amplias perspectivas de crecimiento. Los requisitos exigidos para estas empresas son más exigentes en cuanto a las proyecciones y la explicación de su plan de negocios y expansión. En el caso de Chile se incorporó un incentivo tributario para los tres primeros años de funcionamiento y se crearon como obligatorias las figuras del "Sponsor" y el "Market Maker".

De esta forma, es posible constatar un esfuerzo por fortalecer cada uno de los eslabones de esta cadena, impulsando la formación de los mercados correspondientes a cada segmento. Al analizar el esquema completo de funcionamiento de la cadena de evolución de una empresa surge como uno de los temas más complejos las diferentes transiciones de un estado a otro de desarrollo. Este último no es un proceso trivial y lo más complicado parece ser el desarrollo de estos nexos. El punto más complejo es

⁴ La Ley de Opas y de Gobiernos Corporativos (2000) y la ley 19.768 o "Reforma al Mercado de Capitales (2001).

transformar las ideas innovativas a proyectos atractivos y “empresarizables” y luego desde un estado en que las empresas forman parte de un fondo pasen a la bolsa es el otro gran obstáculo en Chile.

Para resolver este problema, en el caso de la segunda transición, es decir desde los fondos a la apertura en la bolsa emergente, el diseño del proyecto enviado y aprobado en el Congreso incorporó la figura del Sponsor, cuya misión es precisamente facilitar la transición de las empresas hacia este estado superior de evolución. Dada la importancia de fomentar el mercado de Sponsor se habilitó un instrumento de fomento que ayuda a financiar los estudios de preinversión necesarios para llevar a la empresa a la bolsa.

La primera transición sigue siendo uno de los principales problemas detectados en la revisión integral de la industria del capital de riesgo y por lo tanto, se constituye en un área prioritaria de abordar si se quiere impulsar con decisión este tema. Por otra parte, se debe tener en cuenta la importancia de los aspectos tributarios y estructurales comentados en la sección anterior, para el diseño de las futuras reformas que busquen estimular el capital de riesgo.

Anexo N°1

