



Global Entrepreneurship Monitor

# CAPITAL DE RIESGO CHILE 2008

**Patricio Cortés Durán | Germán Echeopar Koechlin**

Incluye directorio de Actores en Financiamiento y Apoyo al Emprendimiento



**UAI**  
UNIVERSIDAD ADOLFO IBÁÑEZ



**Santander**  
UNIVERSIDADES

**InnovaChile**  
COREFO



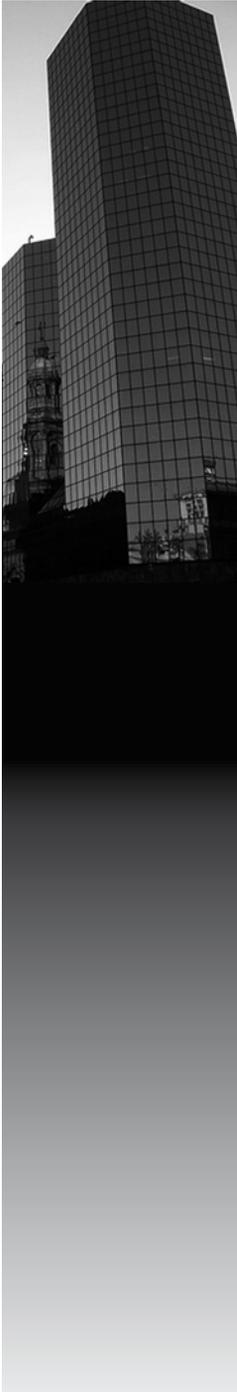
Global Entrepreneurship Monitor

CAPITAL DE RIESGO  
CHILE 2008

.....

Patricio Cortés Durán  
Germán Echeopar Koechlin





# *Global Entrepreneurship Monitor*

## *Capital de Riesgo Chile 2008*

- ***Patricio Cortés Durán***  
*Centro Emprendimiento e Innovación*  
*Universidad del Desarrollo*
- ***Germán Echecopar Koechlin***  
*Escuela de Negocios*  
*Universidad Adolfo Ibáñez*

*Agradecemos la valiosa ayuda de Vicente Lagos y Bárbara Harris, quienes contribuyeron al desarrollo de esta investigación.*

*Aun cuando los datos utilizados en este reporte son reunidos por el Consorcio GEM, su análisis e interpretación son de exclusiva responsabilidad de los autores.*

© *Universidad Adolfo Ibáñez y Universidad del Desarrollo*  
© *Global Entrepreneurship Research Association.*

*Global Entrepreneurship Monitor  
Capital de Riesgo Chile 2008*

*Octubre 2008.*

*Edición: Ediciones Universidad del Desarrollo LTDA.*

*Registro de Propiedad Intelectual*

*Inscripción N° 171345*

*Santiago – Chile*

*ISBN: 978-956-7961-20-7*

*Diseño, Diagramación y Portada: Virginia Pavez Juárez*

*Impreso en Chile / Printed in Chile*

*Imprenta Salesianos S.A.*

*Santiago Chile*

*Tel 555-6005*

*Fax 555-6066*

*RUT 96.751.950-2*

*Los datos utilizados en este estudio provienen principalmente del Global Entrepreneurship Monitor (GEM), consorcio de investigación creado en 1999 por London Business School y Babson College. En el año 2007 este consorcio fue constituido por equipos de investigación de los siguientes países: Argentina, Austria, Bélgica, Brasil, Chile, China, Colombia, Croacia, Dinamarca, Emiratos Árabes, Eslovenia, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Hungría, India, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Kazajstán, Letonia, Noruega, Perú, Portugal, Puerto Rico, República Dominicana, Reino Unido, Rumania, Rusia, Serbia, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía, Uruguay y Venezuela. Los nombres de los miembros de los equipos nacionales, el equipo coordinador global y los auspiciadores financieros están publicados en el GEM Reporte Nacional de Chile 2007, el que puede ser descargado en línea en [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl).*

*Agradecemos a todos los investigadores, auspiciadores y patrocinadores que hicieron posible esta investigación.*

*Aun cuando los datos utilizados en este reporte son reunidos por el Consorcio GEM, su análisis e interpretación son de exclusiva responsabilidad de los autores.*

© Universidad Adolfo Ibáñez y Universidad del Desarrollo.



# Índice

---

1. Resumen ejecutivo	1
2. Introducción	3
• El Global Entrepreneurship Monitor – GEM	4
• El GEM Capital de Riesgo	5
3. El capital de riesgo	7
• Rol promotor del crecimiento económico	7
• Cadena de financiamiento de un nuevo negocio	13
4. Capital de riesgo en Chile	19
• Marco institucional para el capital de riesgo	19
• La industria de capital de riesgo	25
• Capital semilla	27
• Capital de riesgo temprano	36
• Capital de riesgo de expansión	37
• Capital de riesgo de consolidación	40
5. Chile en el contexto mundial	43
6. Conclusiones	47
7. Referencias bibliográficas	49
8. Fuentes de Datos Nacionales Estandarizados y Encuesta a Población Adulta (APS)	53
9. Equipo GEM Chile	55
10. Auspiciadores	59
11. Glosario de Términos de Uso Frecuente en Capital de Riesgo	87

---

## *Anexos*

---

- **Anexo 1:** Listado de incubadoras en Chile 65
- **Anexo 2:** Listado oficial de Patrocinadores de Línea Capital Semilla para Innova Chile (CORFO) 71
- **Anexo 3:** Redes de Inversionistas Ángeles en Chile 79
- **Anexo 4:** Fondos de Capital de Riesgo para Pymes en expansión 81

## *Índice de Figuras*

---

- **Figura 1:** Relación entre Inversión en Capital de Riesgo e Inversión en I+D 8
- **Figura 2:** Inversión en capital de riesgo formal versus PIB per cápita (países seleccionados) 11
- **Figura 3:** Capital de Riesgo versus Alternativas de Financiamiento Tradicionales 14
- **Figura 4:** Etapas del Capital de Riesgo 15
- **Figura 5:** Inversionistas informales como porcentaje de la población 29
- **Figura 6:** Inversión informal como porcentaje del PIB 30
- **Figura 7:** El perfil del Inversionista Temprano (informal) en Chile 32
- **Figura 8:** Inversión de Capital de Riesgo clásico como porcentaje del PIB 43
- **Figura 9:** Inversión promedio del Capital de Riesgo clásico por empresa 45

## Índice de Tablas

---

• <b>Tabla 1:</b> Retornos exigidos por Capital de Riesgo en EE.UU.	18
• <b>Tabla 2:</b> Aperturas Bursátiles en Bolsa Emergente de Chile	22
• <b>Tabla 3:</b> Principales elementos de las Leyes de Mercado de Capitales (MKI y MKII)	24
• <b>Tabla 4:</b> Evolución de los fondos invertidos en capital de riesgo formal por tipo de financiamiento	25
• <b>Tabla 5:</b> Evolución del Presupuesto Anual del Comité Innova Chile (CORFO)	26
• <b>Tabla 6:</b> Fuentes de Financiamiento de Empresas Nacientes	27
• <b>Tabla 7:</b> Relación del inversionista informal con el emprendedor	31
• <b>Tabla 8:</b> Programas de fomento estatal de Innova Chile (CORFO)	34
• <b>Tabla 9:</b> Activos de Fondos de Inversión a diciembre 2006	41



# Uno

## Resumen Ejecutivo

### 1. Financiamiento de Emprendedores:

- a. Una nueva empresa requiere alrededor de \$3 millones para financiar su inicio.
- b. Un 67% de estos fondos son provistos por el emprendedor.

### 2. Inversionistas Informales:

- a. Chile es 6<sup>to</sup> tanto en cantidad de inversionistas informales (como porcentaje de la población) como en el monto de la inversión de inversionistas informales (como porcentaje del PIB) en la muestra de 36 países que participaron del GEM de Capital de Riesgo 2007<sup>1</sup>.
- b. En 2007 el 7.6% de la población chilena se declara inversionista informal, lo que representa un aumento de un 20.6% con respecto al año anterior.
- c. Se estima que los inversionistas informales en Chile aportaron en 2007 cerca de 2.682 millones de dólares para financiar nuevos proyectos. Esto representó el 1,8% del PIB de Chile de ese año. En EE.UU. los inversionistas informales aportan el 0.8% del PIB de ese país.
- d. La inversión anual promedio de los inversionistas informales en Chile es de \$US 3.694.
- e. Nueve de cada 10 inversionistas informales (89,5%) prefieren invertir en negocios de familiares directos, amigos cercanos o parientes.

---

<sup>1</sup> En el GEM 2007 participaron 42 países, pero sólo 37 de ellos declararon información sobre su industria de capital de riesgo.

- f. Sólo el 1,5% de los inversionistas informales invierte en negocios de emprendedores no vinculados directamente al inversionista. En Estados Unidos el 5% de los inversionistas lo hace en negocios de terceros no vinculados.

### **3. Inversionistas formales:**

- a. Actualmente el principal cuello de botella en esta industria es el financiamiento para etapas tempranas. El financiamiento provisto por los inversionistas ángeles formales es aún pequeño comparado con las necesidades de la industria.
- b. A la fecha –y gracias al apoyo formal de CORFO- se han creado cuatro redes formales de inversionistas ángeles en Chile.
- c. Parece haber un buen número de inversionistas formales tanto en etapas intermedias (la mayor parte de ellos creados bajo el programa de subsidios de CORFO para fondos de capital de riesgo) y como en etapas posteriores. Los que sistemáticamente indican que carecen de buenas alternativas (proyectos) de inversión.

### **4. Institucionalidad:**

- a. Chile ha tenido varios intentos formales de promover la industria de capital de riesgo a través de reformas de la legislación de mercado de capitales, pero con escaso éxito (MK1, MK2 y MK3). Por ejemplo, la Bolsa Emergente sólo ha sido utilizada por empresas grandes y consolidadas.

### **5. Fomento Estatal:**

- a. El presupuesto de fomento estatal (presupuesto de Innova Chile) fue de USD 72 millones en 2007 (un 23% superior al año anterior). De éstos el 67.8% (USD 49 millones) está destinado al sector privado y 32.2% (USD 23 millones) a financiar actividades del mismo sector público.
- b. Los programas de subsidios de CORFO han tenido un efecto positivo en la industria, en particular los subsidios destinados a crear fondos de capital de riesgo (Líneas F1, F2 y F3) y redes de inversionistas ángeles, los que han ayudado a profesionalizar esta industria.
- c. La buena recepción a esos instrumentos se debe en parte a la creación de programas complementarios de financiamiento como las líneas de Capital Semilla (L1 y L2) y el apoyo a la creación de incubadoras de negocios.

## Dos

### Introducción

EL GEM Capital de Riesgo Chile 2008, es parte del Proyecto GEM Chile, de medición de emprendimiento y de las variables que lo condicionan y promueven, y busca resaltar la importancia que tiene para el país un mercado de capitales completo y eficiente para canalizar los recursos privados y estatales hacia actividades emprendedoras y proporcionar información que contribuya a completar y profundizar los diferentes segmentos de este mercado.

El estudio busca además:

- \* Medir los niveles de recursos aportados en los distintos segmentos de la industria de capital de riesgo.
- \* Determinar quiénes son y dónde están los principales actores involucrados en cada uno de estos segmentos.
- \* Identificar las principales limitantes, tanto del lado de los inversionistas como de los emprendedores, que impiden un mayor flujo y un mejor uso de recursos en esta industria. Estas limitantes debiesen ser objeto de preocupación para el diseño de políticas públicas de apoyo al emprendimiento.

Este estudio hará especial énfasis en el financiamiento de empresas de alto potencial de crecimiento, también llamadas empresas dinámicas<sup>2</sup>. Como se explica en mayor profundidad en la sección 3, este énfasis se justifica en el hecho de que varios estudios muestran que las empresas de alto potencial son las que generan la mayor parte del nuevo empleo y los cambios de dinámica industrial que con-

---

<sup>2</sup> No hay una definición universalmente aceptada para este término. En el GEM se usa este nombre para nuevas empresas que esperan generar más de 20 empleos en un plazo de 5 años (Autio, *High expectation entrepreneurship*, 2007).

ducen a mejoras de productividad en las empresas competidoras. Esto convierte a las empresas de alto potencial en un segmento de empresas crítico para el desarrollo del país y por ello la necesidad de estudiar con mayor profundidad sus necesidades y las limitaciones que encuentran en el actual entorno de negocios.

El trabajo se distribuye de la siguiente manera: luego de esta breve introducción, en la siguiente sección se justifica la importancia que tiene el capital de riesgo como promotor del emprendimiento. Para luego describir la industria de capital de riesgo en Chile tanto en términos de la institucionalidad vigente como de los fondos disponibles en cada eslabón de la cadena de financiamiento. Finalmente se presentan las conclusiones de este estudio.

### • El Global Entrepreneurship Monitor (GEM)<sup>3</sup>

El GEM es una iniciativa que busca medir y analizar la actividad emprendedora en diferentes países del mundo. La iniciativa fue desarrollada por Babson College y London Business School en 1999 como una forma de contribuir a la medición del emprendimiento en los países y obtener series de datos confiables que permitan la comparación y la identificación de nichos de oportunidad para las políticas públicas en la promoción del emprendimiento. En el proyecto GEM participan actualmente 78 universidades en 42 países.

Chile se unió al GEM en el 2002, por lo que desde esa fecha –con excepción del año 2004– hay mediciones consistentes sobre el desarrollo del emprendimiento en el país (ver [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl) para los reportes anuales del GEM Chile), lo que permite hacer estudios y comparar los resultados de las políticas públicas orientadas a promoverlo. Actualmente el proyecto es liderado por las Universidades Adolfo Ibáñez y del Desarrollo, a las que se les han ido uniendo universidades regionales, conformando uno de los grupos de investigación más activos en torno al fenómeno del emprendimiento.

La evidencia reciente muestra que pese a que Chile ha logrado un buen desempeño en términos de desarrollo económico, su nivel de actividad emprendedora decreció durante el periodo 2003-2006 (GEM 2006). Entre 2003 y 2006 el porcentaje de la población adulta involucrada en actividades emprendedoras cayó consistentemente desde un 15,7% a un 9,2%. Este descenso se dio pese a la variedad de instrumentos y recursos que el gobierno destinó para promover esta actividad, y a

---

3 Para un análisis detallado del modelo GEM revisar “GEM Reporte Nacional de Chile 2007” de José Ernesto Amorós, Massiel Guerra y José Miguel Carrillo, disponible en línea en [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl)

la variedad de iniciativas privadas que también contribuyeron a promoverla. Sin embargo, en el año 2007 se ha observado un interesante repunte de la actividad emprendedora, alcanzando un 13,4%. Este repunte puede deberse a una respuesta rezagada a los esfuerzos privados y públicos por apoyar la actividad emprendedora. De ser cierto esto - y mantenerse el dinamismo en actividad emprendedora, especialmente en oportunidades de alto potencial de crecimiento - se podría estar sentando las bases para que Chile -de existir las políticas públicas adecuadas- vuelva a experimentar el rápido crecimiento que tuvo durante el período 1984-1997.

#### • El GEM Capital de Riesgo - Chile<sup>4</sup>

Los reportes del GEM Chile han mostrado sistemáticamente coincidencia entre los expertos en cuanto a que una de las principales limitaciones al emprendimiento en Chile es la carencia de financiamiento adecuado a las necesidades de nuevas empresas. Y que esta carencia se acentuaría en las primeras etapas del desarrollo de nuevas empresas<sup>5</sup>. El GEM Capital de Riesgo, busca arrojar mayor luz sobre la situación y disponibilidad de las fuentes de financiamiento accesibles para las nuevas empresas en Chile y comparar esta situación con la de países más desarrollados en esta área.

El tipo de financiamiento adecuado para un proyecto o empresa depende de varias variables, pero tal vez la más importante es el perfil de riesgo de los flujos económicos esperados por el proyecto o empresa. Para una nueva empresa, estos flujos tienen una mayor incertidumbre que para empresas ya establecidas. La nueva empresa aún debe validar que hay un mercado suficientemente interesante para su propuesta, que puede dominar la tecnología asociada a la solución que propone, que puede articular un modelo de negocios que le genere una rentabilidad adecuada y que puede implementar un equipo humano y un sistema de gestión de la empresa para producir cada uno de los resultados indicados. Estas incertidumbres sólo se despejan con el paso del tiempo y por ello el perfil de riesgo de la empresa evoluciona con su desarrollo. Así, el tipo de financiamiento adecuado para una nueva empresa también se va ajustando a la evolución de su perfil de riesgo y por ello la nueva empresa puede requerir diferentes fuentes de financiamiento a lo largo de su vida.

En las etapas iniciales, de mayor riesgo para los inversionistas, las fuentes de

---

<sup>4</sup> Internacionalmente este informe es conocido como "GEM Financial Report". Hemos adoptado el nombre de "GEM - Capital de Riesgo" ya que refleja de mejor forma el nombre del estudio original.

<sup>5</sup> Para un análisis de todas las variables del emprendimiento revisar GEM Reporte Nacional de Chile 2005, 2006 y 2007, disponible en línea en [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl)

financiamiento más apropiadas usualmente son los capitales de riesgo, mientras que en las etapas de crecimiento y consolidación usualmente son más apropiadas las fuentes bancarias formales. Por el mayor nivel de riesgo inicial, las primeras son más caras que las segundas. Dado que Chile tiene un mercado de financiamiento bancario altamente desarrollado y sofisticado, la mayor dificultad de acceso al financiamiento se centra en las primeras etapas de vida de las empresas y por ello también este estudio hace un mayor énfasis en esas etapas iniciales.

## Tres

### El Capital de Riesgo

Se conoce como capital de riesgo a todo aquel financiamiento que apoya a una empresa, asumiendo parte importante del riesgo que ésta enfrenta. El capital de riesgo generalmente no toma garantías ni de la empresa ni garantías personales de los socios emprendedores. En el orden de pago, al liquidar una empresa que quiebra, les corresponde cobrar después de los deudores tradicionales de la empresa.

El capital de riesgo no sólo aporta recursos financieros para el crecimiento de la empresa, normalmente estos inversores también aportan experiencia, conocimiento y redes de contacto a los emprendedores. De ahí que cumplen un rol fundamental en aumentar las posibilidades de supervivencia de las empresas en las que invierten.

El capital de riesgo puede provenir de personas naturales -los inversionistas privados- o de sociedades especializadas, como los fondos de capital de riesgo. Esta es una industria que se encuentra muy desarrollada en Estados Unidos, donde ha sido clave en el apoyo a la generación de una gran cantidad de empresas innovadoras. A su vez, el carácter rupturista y dinámico de estas empresas ha contribuido significativamente a transformar aceleradamente el tejido productivo de ese país. En Europa y otros países desarrollados se han creado varias iniciativas para promover esta industria, pese a lo cual aún no alcanza el mismo grado de desarrollo que en Estados Unidos.

#### • Rol promotor del crecimiento económico

El vínculo entre desarrollo económico y desarrollo de un mercado de capitales ha sido estudiado en profundidad<sup>6</sup>, en contraste, el vínculo entre capital de riesgo

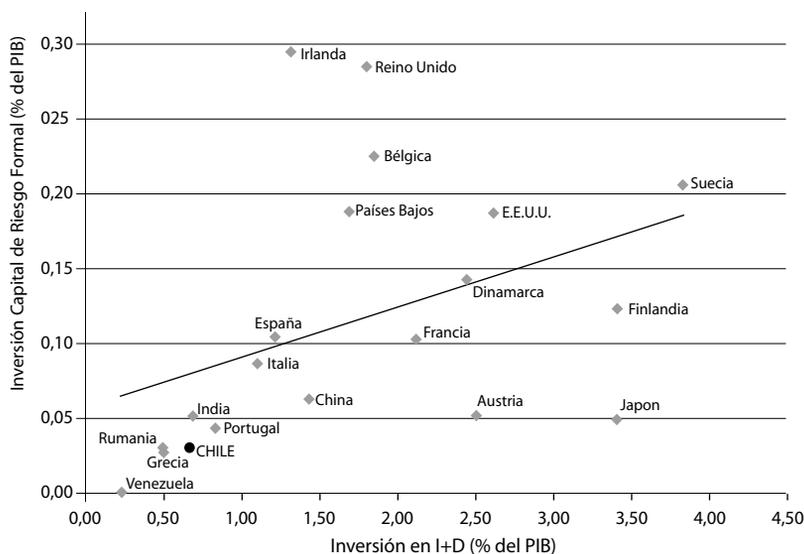
---

<sup>6</sup> Ver por ejemplo, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. Ross Levine (1997). *Journal of Economic Literature*.

y desarrollo económico no ha generado aún el mismo interés de los centros de estudio, aunque hay algunos trabajos para países desarrollados.

A nivel microeconómico, el capital de riesgo no sólo permite desarrollar la empresa implementando el modelo original planteado por los emprendedores. Una industria de capital de riesgo eficiente también permite profundizar las actividades de innovación, lo cual incide en mejores productos, mejores modelos de negocios, mayor riqueza y creación de mejores empleos. Kortum y Lerner (2000) examinan la influencia del capital de riesgo en invenciones patentadas en 20 industrias de Estados Unidos. Encuentran que un aumento de la actividad en la industria del capital de riesgo en alguna industria específica está asociado con un aumento significativo en las tasas de inscripción de nuevas patentes. La siguiente figura muestra la relación existente entre inversión en capital de riesgo e inversión en investigación y desarrollo, ambas variables medidas como porcentaje del PIB para una muestra de 20 países en el año 2006. Esta figura también muestra una relación positiva entre capital de riesgo e innovación. Con todo, se debe considerar que estas cifras tienen cierta volatilidad año con año, ya que dependen de las oportunidades específicas que se dan en un país y del tamaño de las inversiones. En el caso particular de Chile, el creciente interés por la creación de fondos de capital profesionales de riesgo puede ser considerado como una señal de aumento en el futuro cercano.

**Figura 1: Relación entre Inversión en Capital de Riesgo Formal e Inversión en I+D (2006)**



**Fuente: UNICEF (Inversión en I+D) y GEM Financing Data Set (Inv. en Capital de Riesgo)**

Más específicamente, Kortum y Lerner (2000) y Tykova (2000) en estudios para EEUU y Alemania, respectivamente, muestran que la inversión de capital de riesgo tiene asociada una mayor proporción de patentamiento que la inversión en I+D de empresas ya constituidas, lo que sugiere una mayor eficiencia de la inversión en innovación a través del capital de riesgo.

Esta mayor orientación a la innovación debería influir en el desarrollo económico local. En la literatura es posible encontrar evidencia acerca de los mecanismos a través de los cuales el capital de riesgo puede promover un mayor desarrollo económico. En ese sentido, DRI-WEFA en su estudio NVCA (2002) concluyen que en EEUU el capital de riesgo genera empresas que venden, exportan y gastan en I+D más del doble que las empresas transadas en bolsa que no reciben aportes de capital de riesgo. En Europa estudios de la EVCA (1996, 2001) muestran que el capital de riesgo es una gran fuente generadora de empleos a través de la aceleración en la introducción de innovaciones al mercado y del alto crecimiento de las empresas en las que invierten, especialmente a través de su internacionalización. El mismo estudio NVCA (2002) para EEUU y el estudio de Audretsch y Keilbach (2002) para Alemania proponen que el emprendimiento y el capital de riesgo contribuyen significativamente al desarrollo económico de la región en que operan.

Hay pocos estudios del impacto macroeconómico del capital de riesgo. Baumol (2002) argumenta que la actividad emprendedora puede explicar en gran medida la parte "inexplicada" del crecimiento económico de las naciones occidentales. Romani y van Pottelsberghe (2004) buscan evidencia más amplia y usan una muestra de 16 países de la OECD para el período 1990-2001. Los autores asumen que el capital de riesgo interviene en la adaptación de investigación a las necesidades de los clientes, es decir, en la etapa de "desarrollo" del I+D. Como tal, el capital de riesgo es una parte importante de la inversión en I+D, en cuanto a que interviene en la parte más crítica: en la adaptación del conocimiento para crear valor real a la sociedad. Esta adaptación puede darse a través de innovaciones en los productos mismos o en los modelos de gestión para introducirlos al mercado, ya que ambos tipos de adaptación crean valor y contribuyen al crecimiento económico. De esta forma, los autores descomponen la investigación y desarrollo a nivel de tres fuentes: pública, privada (I+D en empresas constituidas) y capital de riesgo. Usando un modelo teórico para descomponer los distintos efectos, los resultados de la investigación muestran varias cosas interesantes:

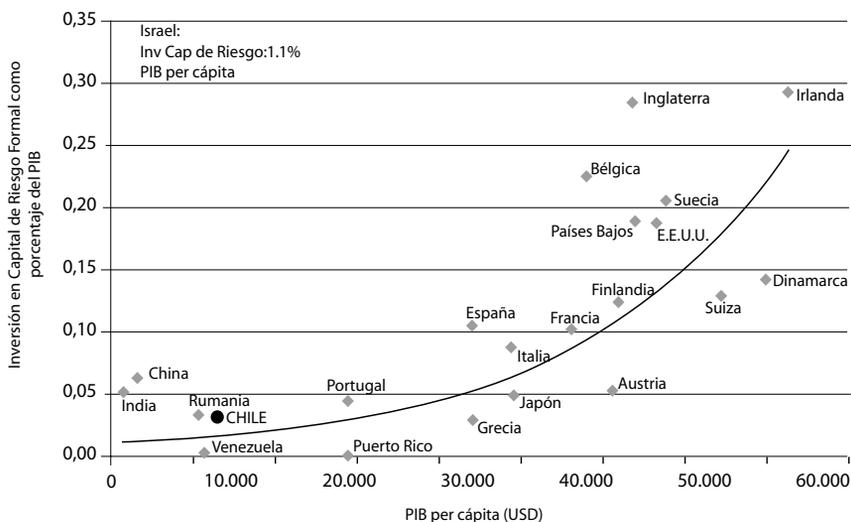
1. La inversión en I+D, cualquiera que ésta sea, afecta positiva y significativamente el PIB del país.

2. Existe alta rentabilidad en las inversiones en I+D cualquiera sea el tipo. Un peso invertido en I+D pública, en empresas o en capital de riesgo aumenta entre 2 y 3 pesos el producto. Resulta interesante que entre los tres tipos de rentabilidad marginal, un peso invertido en capital de riesgo es más rentable que en los otros dos destinos de inversión, aún para países con una industria de capital de riesgo muy desarrollada. Esto vuelve a sugerir la mayor eficiencia de la inversión en innovación a través del capital de riesgo.
3. Otro resultado interesante es que existen también sinergias entre las diferentes inversiones en I+D. Por ejemplo, un peso invertido en capital de riesgo aumenta la rentabilidad del peso invertido por las empresas privadas o el sector público. Una explicación es que la mayor inversión en I+D privada permite una mayor conversión de innovación pública, y de otras empresas, a productos que crean valor a los consumidores. Es decir, una mayor actividad en I+D privada aumenta la capacidad de “absorber” cualquier tipo de inversión en I+D.

Belke, Fehn y Foster (2003) utilizan datos de panel de una muestra de 20 países pertenecientes a la OECD en el periodo 1986-1999 y muestran que el capital de riesgo también promueve aumentos significativos en el crecimiento del empleo. Además, estos nuevos empleos pertenecen a nuevas firmas innovadoras, lo cual facilita el cambio estructural de los países hacia la nueva economía. Koh y Koh (2002) también estudian el rol que juega el capital de riesgo en los procesos de innovación y crecimiento económico. Una de sus principales conclusiones es que una de las causas más importantes del resurgimiento de Estados Unidos como una potencia económica mundial es el éxito obtenido por las empresas de Silicon Valley, en gran medida financiadas por capital de riesgo.

Evidencia reciente confirma una relación positiva entre capital de riesgo y crecimiento económico. Aun cuando probablemente ambos fenómenos tienen causas y condicionantes comunes, es significativo que el reporte GEM Financing Report 2006 sigue mostrando una relación positiva entre el monto de inversión en capital de riesgo y el PIB per cápita de un país (ver Figura 2).

**Figura 2: Inversión en capital de riesgo formal versus PIB per cápita (2006)**  
(Países seleccionados)



**Fuente: GEM Financing Data Set**

Hay pocos estudios de este tipo para países menos desarrollados. Esto probablemente se debe a que hay poco capital de riesgo y pocas empresas de alto potencial de crecimiento, y a que el impacto inmediato de cada una de ellas es aún pequeño. Como las empresas con alto potencial de crecimiento son pocas y el impacto económico de cada una de ellas será en el largo plazo, sus carencias no son parte importante del debate contingente. Además, cuando estas empresas lleguen a ser relevantes en generar impacto económico, sus necesidades financieras serán satisfechas más apropiadamente por el sistema financiero tradicional. Esta falta de interés del mundo académico y privado se refleja también en el mundo público, ya que el esfuerzo en crear un sistema de apoyo sólo tendría impacto más allá de su propia gestión.

Esta situación resulta en una mirada de corto plazo para el país. En un mundo donde los mercados de crecimiento se definen por la innovación y el conocimiento incorporado en los productos y servicios, los países que no se preparan para constituir un sistema que en forma continua pueda incorporar innovación y conocimiento en sus productos se mantendrán en la retaguardia del desarrollo. Aún más, hay que considerar cómo las empresas de alto potencial afectan al resto de la industria.

Las nuevas empresas tienen que competir con empresas establecidas. A través de los años, las empresas establecidas han desarrollado eficiencias en gestión y diseño de sus soluciones, además de haber fortalecido sus redes de apoyo. Para poder competir con ellas, las nuevas empresas deben traer algún tipo de ventaja respecto a las tradicionales, como algunas innovaciones lo suficientemente importantes para compensar las debilidades típicas de una empresa en formación. A medida que la nueva empresa se abre camino en la industria, las empresas tradicionales responderán copiando las innovaciones o desarrollando innovaciones propias para defenderse del ataque. Este cambio en la dinámica competitiva hace que la industria se vuelva más eficiente y se cree mayor valor para el país. Por último, como mencionamos antes, el capital de riesgo y la creación de empresas de alto potencial tienen importantes externalidades en aumentar la capacidad de absorción de los esfuerzos de I+D públicos y privados. Esto puede ayudar a entender por qué los esfuerzos de I+D en los países latinoamericanos, entre ellos Chile, no sólo son bajos, sino que además son improductivos en términos de generar patentes y productos intensivos en conocimiento.

Es importante entonces considerar que en la medida en que se acelere el crecimiento de las empresas de alto potencial, antes será la contribución directa e indirecta de ellas al crecimiento del país. Ahora, para promover el desarrollo de empresas de alto potencial, es necesario poner énfasis en las restricciones críticas que actualmente limitan este desarrollo. Desde su implementación en Chile en el año 2002, el estudio GEM señala consistentemente que educación, I+D y financiamiento han estado entre las tres principales limitaciones al desarrollo del emprendimiento de alto potencial. Esto coincide con las conclusiones del estudio del BID (Echecopar y otros, 2006) que indican que los problemas para el financiamiento de empresas en etapas tempranas no son de “fallas” de mercado, sino más bien de “faltas” de mercado. No hay los agentes adecuados (emprendedores e inversionistas), ni espacios y reglas de interacción para que los mercados funcionen.

Por ello, para cualquier programa de apoyo al emprendimiento es de vital importancia primero fortalecer la capacidad de los agentes relevantes y la institucionalidad que permitan el desarrollo de un mercado de capital de riesgo más activo, especialmente en etapas tempranas. Y, como lo muestra el Reporte GEM Chile 2007, según los expertos del área es en el financiamiento de las primeras etapas de las nuevas empresas donde se encuentran las mayores falencias del actual sistema financiero en Chile.

### • Cadena de Financiamiento de un Nuevo Negocio

Para comprender la dinámica de la industria de capital de riesgo se debe hacer una distinción entre tres tipos de empresas: las nuevas empresas de autoempleo, las nuevas empresas de crecimiento normal (tradicionales) y las nuevas empresas de alto potencial de crecimiento.

#### *Nuevas empresas de Auto Empleo:*

Son aquéllas que se crean para dar sustento al grupo familiar. Ya sea por limitaciones de los emprendedores o de la misma oportunidad detectada, estas empresas tienen bajo potencial de crecimiento y sus necesidades financieras pueden ser cubiertas por los recursos generados por el mismo negocio o por programas de apoyo especialmente diseñados para ellas, como las microfinanzas. Estas empresas constituyen una preocupación de las políticas públicas porque los emprendedores son generalmente personas de baja empleabilidad y por lo tanto el autoempleo ayuda a aliviar el problema de pobreza.

#### *Nuevas empresas de Crecimiento Normal:*

Son las que tienden a ser las adiciones al segmento de PYMES del país. Su moderado crecimiento implica retornos económicos esperados moderados y por lo tanto no constituyen un atractivo para inversionistas formales. Por otro lado, su crecimiento moderado también implica que las necesidades de inversión no son muy altas y generalmente estas empresas se financian inicialmente con los recursos que poseen los emprendedores y/o los recursos de algún inversionista informal (amigos, familia). Luego estos recursos se pueden complementar con los recursos que genera la empresa y alternativas bancarias a las que se puede acceder con la garantía de los flujos que se van generando. El financiamiento de estas empresas no constituye una gran preocupación de política pública por el limitado impacto económico de estas empresas.

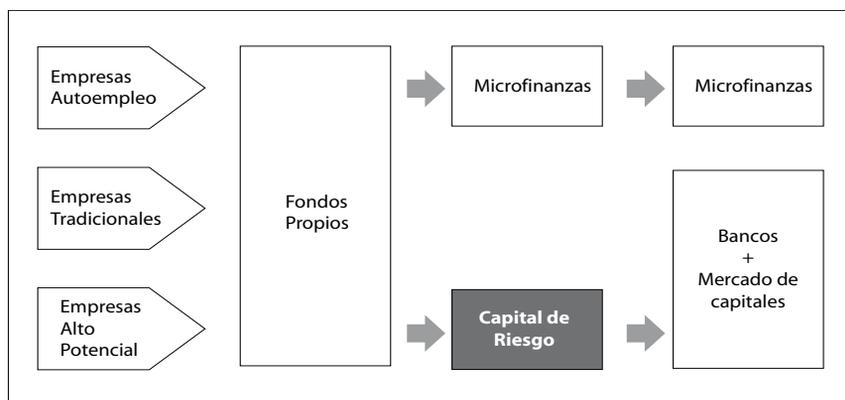
#### *Nuevas empresas de Alto Potencial:*

Son las que enfrentan una oportunidad de crecimiento acelerado y poseen un equipo emprendedor capaz de capturar esa oportunidad. Estas empresas muestran crecimiento de ventas superiores al 30% anual, pero para capitalizar este desarrollo requieren muchos más recursos de los que los fundadores y amigos pueden aportar. Normalmente también requieren de fuerte inversión inicial en capital físico y de trabajo para poder capitalizar una oportunidad que no puede esperar. Esto lleva a la necesidad de contar con proveedores de fondos adicionales que ayuden a financiar la expansión acelerada de la empresa. Para empresas nuevas este alto potencial de crecimiento coincide con una etapa donde todavía hay

una alta incertidumbre sobre el futuro del proyecto. Existen riesgos comerciales, tecnológicos y del equipo de gestión que el proveedor de fondos no puede evitar. En estas circunstancias los bancos no son una buena opción de financiamiento, ya que se da el doble fenómeno de (1) los bancos tienen poco interés en financiar estos proyectos porque los flujos son aún muy variables y normalmente los emprendedores no cuentan con garantías suficientes y (2) a los emprendedores tampoco les convienen los bancos porque la variabilidad de los flujos puede obligar a un cierre prematuro si los flujos se atrasan o empeoran temporalmente y el banco decide ejecutar la obligación mientras aún existan activos realizables. Por otro lado, el alto potencial de crecimiento aporta una alta rentabilidad potencial que puede compensar los riesgos adicionales de estos proyectos. Estos mayores retornos atraen a inversionistas privados, especialmente a aquellos que conocen estos riesgos y que tienen capacidades para administrarlos eficientemente.

Así, el capital de riesgo se ubica en la transición entre el financiamiento de los fundadores y el del mercado financiero tradicional. Sin el capital de riesgo es difícil que se capitalice la oportunidad en su total dimensión y la empresa puede terminar creciendo como una empresa tradicional. Esto se muestra en la Figura 3.

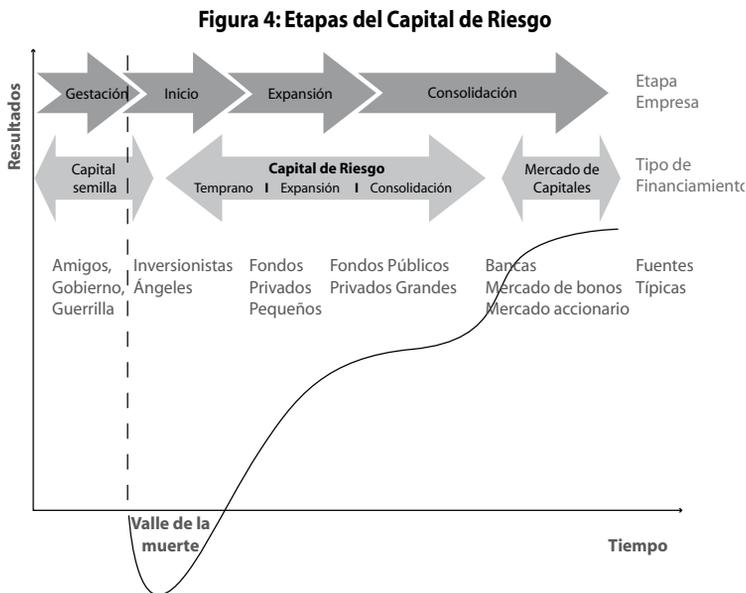
**Figura 3: Capital de Riesgo versus Alternativas de Financiamiento Tradicionales según tamaño y etapa de vida de la empresa**



Fuente: Elaboración propia.

## • Etapas de Financiamiento

Las empresas de alto potencial de crecimiento tienen la particularidad de que en la medida que evolucionan disminuye notablemente el riesgo asociado a ellas debido a que la operación va validando o negando los supuestos iniciales sobre los que se construyó el proyecto y la evolución futura de la empresa se hace cada vez menos incierta. Un segundo elemento a tomar en cuenta es que la tasa de crecimiento de estas empresas no es uniforme. Primero hay una etapa de gestación del proyecto en la que no ocurren ventas y por lo tanto, tampoco crecimiento. Al iniciar operaciones, las nuevas empresas suelen enfrentar una fase inicial de crecimiento lento mientras construyen y afinan su modelo de negocios y la propuesta de valor a los clientes. Si tienen éxito en esta primera fase, luego experimentan una fase de crecimiento acelerado durante la adopción masiva de su oferta de valor. Finalmente, la base de clientes potenciales se agota o surge una mejor alternativa a su ofrecimiento y el crecimiento se desacelera nuevamente. El ciclo de crecimiento y consolidación puede repetirse varias veces durante la vida de la empresa. Estas condiciones dan lugar a un desarrollo en etapas bastante típico para las nuevas empresas de alto potencial, como se muestra en la Figura 4. En una industria financiera desarrollada, cada etapa tiene asociada un tipo de financiamiento que mejor responde a las necesidades de la empresa de ese momento. Esta asociación es sólo aproximada y en la vida real, por diversas razones, hay traslapes entre el tipo de financiamiento y las etapas de la empresa.



Fuente: Elaboración propia

Como lo sugiere la figura anterior, es usual que los capitalistas de riesgo permanezcan en las empresas sólo un tiempo limitado y vendan sus acciones en rondas posteriores de financiamiento, donde entran inversionistas que buscan perfiles de riesgo menores. Al acercarse a estados más consolidados la empresa puede recurrir a fuentes de financiamiento en mercados más competitivos como el financiamiento bancario y el mercado de capitales. La salida final de los inversionistas puede darse a través de la recompra por parte de los emprendedores u otros inversionistas que deseen permanecer en la empresa, la apertura a la bolsa local o la venta de su participación a terceros -como cuando la empresa vende parte o toda su propiedad a otra empresa.

Según lo descrito, el capital de riesgo puede tomar varias formas y provenir de diversas fuentes. Sin embargo, una característica común es que los inversionistas que acompañan al fundador, entran en el negocio con la intención de participar sólo por un periodo limitado de tiempo. Así, los diferentes tipos de financiamiento funcionan como una cadena donde cada nuevo inversionista permite la salida de uno anterior. Por esta razón es que es importante entender el financiamiento de riesgo como un sistema donde la fortaleza de cada eslabón de la cadena permite apoyar el desarrollo de los otros eslabones. Por ejemplo, sin un buen mercado de capital de riesgo de crecimiento es más difícil que se desarrolle profundamente un mercado de inversionistas ángeles para apoyar el desarrollo inicial de los proyectos. Con pocas oportunidades de salida para los inversionistas ángeles, mayor será el riesgo de no poder recuperar la inversión y menor el interés de participar en etapas tempranas de nuevas empresas.

Por lo anterior, dependiendo del riesgo implícito en el proyecto, las necesidades de apoyo extra-financieras y el nivel de formalización del mercado financiero para cada etapa, la industria de capital de riesgo suele agrupar las etapas de financiamiento en cuatro:

(1) *Capital semilla (Seed capital)*:

Son fondos para etapas muy tempranas que tienen como objetivo financiar lo necesario para realizar las definiciones finales y las primeras acciones del plan de negocios desarrollado por los fundadores. Usualmente son montos pequeños que sirven para dar estructura legal a la empresa y cerrar los primeros acuerdos con clientes y proveedores. Estas fuentes de financiamiento son comúnmente llamadas las 4Fs: fundadores, familiares, amigos e inversionistas ángeles (Founders, Family, Friends and Foolhardy investors). Normalmente este tipo de inversión se da de manera informal, sin procesos de selección de proyectos ni mecanismos de evaluación formales (due dilligence). En algunos países, como Chile,

el gobierno también provee de fondos para esta etapa, pero en este caso los proyectos sí pasan por un proceso de selección y evaluación, y por lo tanto, estos caerían dentro de la categoría de fondos formales.

(2) *Capital de riesgo temprano (Start Up):*

Son fondos adecuados para la etapa en que la empresa inicia las ventas y requiere recursos para financiar tanto la validación del modelo de negocios como la inversión necesaria para la primera expansión. En esta etapa el crecimiento usualmente es inestable y la empresa mantiene una escala pequeña de operaciones que no permite una adecuada profesionalización. El uso del financiamiento suele ser para capital de trabajo e inversión en marketing y equipamiento. La fuente de financiamiento más común en esta etapa son inversionistas ángeles, usualmente agrupados en redes, y algunos fondos pequeños de capital de riesgo. Estos inversionistas evalúan la empresa en función de su potencial de creación de valor y la probabilidad de lograr un evento de liquidez (venta de las acciones) que les permita la realización de ese valor.

(3) *Capital de riesgo de expansión (Venture Capital):*

Si la empresa tiene éxito en validar su modelo de negocios y lograr una propuesta de valor atractiva para sus clientes, entonces suele experimentar una etapa de crecimiento acelerado. La empresa se expande en ventas y utilidades a tasas crecientes, pero con fuertes necesidades de capital de trabajo e inversión de escalamiento. Si los recursos buscados para la expansión son moderados, el riesgo es bajo y la empresa cuenta con garantías, entonces puede recurrir a fuentes tradicionales, como bancos. Sin embargo, en muchos casos estas condiciones no se dan y la empresa prefiere optar por capital accionario, para lo cual puede recurrir a fondos formales de capital de riesgo, tanto privados grandes como públicos, o a inversionistas individuales de alto patrimonio.

(4) *Capital de riesgo de consolidación (Private Equity Funds):*

Finalmente la empresa llega a una etapa de consolidación donde el crecimiento es más lento y el reto es buscar nuevas formas de generar crecimiento. Esta etapa puede requerir reestructuraciones e inyecciones de capital para implementar los nuevos proyectos. Como en la etapa anterior, si el riesgo aún es moderado y las inyecciones de capital necesarias son importantes, la empresa puede recurrir a fondos de capital de riesgo de consolidación.

### • Retornos Exigidos

Durante este proceso de inyecciones sucesivas de capital de riesgo es usual observar un incremento en el volumen de las operaciones y en la sofisticación de los acuerdos de inversión. Por otro lado, a medida que las empresas se desarrollan, éstas alcanzan un estado de mayor certidumbre en sus flujos y una mayor profesionalización de su gestión. Debido a ello, disminuye la percepción de riesgo de la empresa para los inversionistas. El mayor volumen de las operaciones, el menor riesgo percibido y la mayor sofisticación en la asignación de los riesgos remanentes, a través de contratos más sofisticados, permite que las tasas de retorno exigidas en etapas posteriores de financiamiento sean menores. En la Tabla 1 se refleja cómo estos cambios afectan los retornos exigidos por los inversionistas en EEUU para diferentes etapas de la vida de una empresa.

**Tabla 1: Retornos Exigidos por Capital de Riesgo en EE.UU.**

Etapa	Retorno Exigido	Plazo Promedio de la inversión
Capital Semilla	50-100% o más	Más de 10 años
Primera Etapa	40-60	5-10
Segunda Etapa	30-40	4-7
Expansión	20-30	3-5
Crédito Puente y Mezzanine	20-30	1-3
LBOs	30-50	3-5
Turnarounds	50 o más	3-5

**Fuente: Timmons et al (2004)**

Lo anterior es completamente consistente con el hecho que en etapas muy tempranas los inversionistas tienden a ser ocasionales y a actuar de manera informal, mientras que en etapas posteriores se observa una mayor profesionalización de los inversionistas. Sin embargo, en los últimos 5 años en los países con sistemas de financiamiento de riesgo más sofisticados – como EEUU y Europa- se ha comenzado a observar una acelerada formalización y sofisticación en los acuerdos de inversión, aún en el segmento de inversionistas ángeles. Esta tendencia también se está adoptando rápidamente en el incipiente sistema de financiamiento de riesgo en Chile.

## Cuatro

### Capital de riesgo en Chile

- **Marco institucional para el capital de riesgo**

El capital de riesgo es un concepto amplio, y en él se incluyen tanto a los recursos aportados por inversionistas individuales, como a los aportados por sociedades, que tienen como fin el apoyar el crecimiento de nuevas empresas o de empresas en desarrollo. Aun cuando el marco jurídico chileno se ha modernizado sustancialmente para la regulación efectiva de la operación de las instituciones financieras tradicionales, la normativa referente a fondos de capital de riesgo y a la inversión de personas naturales es más reciente y por lo tanto sujeta a mayor potencial de mejora.

El primer marco jurídico para los fondos de capital de riesgo se estableció dentro de la Ley 18.815 de Junio de 1989. Esta ley, con modificaciones, sigue rigiendo para los fondos de inversión públicos que transan sus participaciones, o cuotas, en el mercado de valores. La ley creó la figura legal separada de fondo y administradora del fondo y definió los derechos y responsabilidades generales de cada organización. La administradora del fondo debe ser una sociedad anónima fiscalizada por la Superintendencia de Valores y Seguros y debe regirse por un reglamento interno que debe ser aprobado por la misma superintendencia. La sociedad administradora debe constituir un capital mínimo de diez mil unidades de fomento y sus accionistas y personas relacionadas no pueden controlar más del 40% de las cuotas del fondo y no pueden participar ni usufructuar de las empresas en las que invierte el fondo. Los aportantes individuales no institucionales no pueden poseer más del 35% de las cuotas de un fondo público y estas cuotas deben inscribirse en el Registro de Valores y transarse en al menos una bolsa de valores.

Inicialmente habían fondos específicos con regulaciones para cada tipo de fondos, pero esto se desreguló en la Ley de Opas de diciembre del 2000. Los fondos específicos para capital de riesgo se llamaron fondos de inversión de desarrollo de empresas (FIDES). A diciembre de 1999 estos fondos invertían aproximadamente la mitad de sus recursos en negocios de infraestructura, transporte y construcción. Según Perez Vallejos (2000), de los 10 FIDES que existían a esa fecha 8 invertían más del 60% en proyectos que podían relacionarse a capital de riesgo. Los otros dos fondos invertían principalmente en instrumentos de renta fija. A pesar de ello, el mismo estudio señala que los FIDES sólo dedicaban cerca de un 5% de sus recursos al financiamiento de capital semilla y de puesta en marcha. Es decir, la mayoría de la inversión estaba orientada a empresas en crecimiento y consolidadas. Una explicación a este comportamiento es que el 82% de los fondos aportados a los FIDES provenían de fuentes institucionales – administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros- las que tenían una orientación de mediano plazo en sus inversiones en FIDES y un sesgo hacia empresas maduras (Perez Vallejos, 2000). Este sesgo de los inversionistas institucionales puede deberse al menor riesgo asociado con estas inversiones.

Los fondos de inversión privados no hacen oferta pública de sus valores y se forman por cuenta y riesgo de sus aportantes. Estos fondos se rigen casi exclusivamente por sus reglamentos internos y la legislación vigente para cualquier sociedad con fines de lucro. Debido a que estos fondos no tienen la obligación de entregar información pública al mercado, hay muy poca información sobre ellos.

Hasta antes de las reformas al mercado de capitales (MKs), las cuotas de participación en los fondos tenían el mismo tratamiento tributario que el que regía en la Ley sobre Impuesto a la Renta para sociedades anónimas. Las ganancias de capital debían pagar el impuesto corporativo y luego los inversionistas individuales debían pagar la diferencia que correspondía en su impuesto a la renta. La administradora no pagaba el impuesto corporativo por cuanto éste ya había sido pagado por el fondo. Según Vallejos (2000), la baja inversión de los fondos públicos en nuevas empresas y empresas emergentes tenía su explicación en que los proyectos y los emprendedores eran poco preparados y a las pocas alternativas de eventos de liquidez para ejercer la salida de los inversionistas.

Pese a los avances en materia normativa, aún quedaban tareas pendientes en relación al desarrollo de una industria de capitales de riesgo más eficiente en canalizar recursos desde inversionistas a empresas emergentes. Desde el

2000 se produjeron dos reformas al mercado de capitales que han tenido como uno de sus objetivos el promover una mayor actividad de la industria de capital de riesgo.

*Reforma al Mercado de Capitales I (MKI):* Se promulgó en Noviembre del año 2001 e incluía modificaciones de índole tributaria (Proyecto Tributario) y a la regulación de compañías de seguros, bancos, fondos mutuos y de inversión (Proyecto Institucional). En lo relacionado a la industria de capital de riesgo, el proyecto institucional flexibiliza las inversiones de los fondos mutuos y compañías de seguros, crea la figura de Administradora General de Fondos, y perfecciona la ley de Sociedades Anónimas y de Fondos de Pensiones. Por otro lado, el Proyecto Tributario contempla la eliminación de los impuestos a las ganancias de capital por acciones y normativas sobre la bolsa emergente.

Una iniciativa destinada a crear mayores alternativas de financiamiento para las actividades de emprendimiento fue la exención, por un periodo de 3 años, del impuesto a las ganancias de capital para acciones de empresas listadas en la bolsa emergente. Sin embargo, este beneficio no se hizo extensivo a las cuotas de los fondos de inversión. Sólo se beneficiaban los inversionistas que compraban acciones después de la salida a bolsa, mientras que los inversionistas que acompañaron a la empresa previa a su salida, donde el riesgo es mayor, no obtenían ningún beneficio tributario. Por lo tanto, esta medida no constituyó un incentivo directo para la creación de fondos de capital de riesgo.

Por otra parte, la creación de la Bolsa Emergente no tuvo el impacto deseado. No se listaron empresas emergentes y sólo algunas empresas maduras se abrieron a esta opción. Por lo tanto, la influencia real de esta reforma para la industria de capital de riesgo, y para la promoción del emprendimiento, fue prácticamente nula (Ver Tabla 2).

**Tabla 2: Aperturas Bursátiles en Bolsa Emergente de Chile**

<b>Año</b>	<b>Empresa</b>	<b>Fecha de Apertura</b>	<b>Colocación Inicial</b> (USD millones nominales)	<b>Total Anual</b> (USD millones nominales)
2002	Corpbanca	27/11/06	149	149
2003	Empresas La Polar	17/9/07	32	32
2004	Cencosud	8/5/08	227	251
	Salfacorp	16/10/08	24	
2005	Ripley Corp	15/7/09	218	396
	Sigdo Koppers	21/10/09	156	
	Invertec Pesquera Mar de Chiloé	11/11/09	22	
2006	Paz Corp	19/10/10	29	289
	Sonda	4/11/10	215	
	Forus	15/12/10	45	
2007	Multiexport Foods	20/7/11	97	237
	Socovesa	20/10/11	140	
<b>TOTAL</b>			<b>1.354</b>	<b>1.354</b>

**Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, Estadísticas Bursátiles 2007**

Por otro lado, la misma ley permitió la exención de impuesto a las ganancias de capital en las enajenaciones de acciones de sociedades anónimas abiertas siempre y cuando tales acciones cuenten con presencia bursátil. Esta exención se hizo extensiva al rescate de cuotas de fondos mutuos y de inversión cuya cartera en promedio esté constituida en, al menos, un 90% por acciones de alta presencia bursátil. Los efectos de esta reforma tampoco beneficiaron a la industria de capital de riesgo: al cambiar los beneficios relativos a favor de inversiones en empresas grandes y en desmedro de empresas emergentes, se incentiva el traspaso de la inversión hacia empresas de gran tamaño.

Por el sesgo en contra del capital de riesgo y las nuevas empresas, no es de sorprender que la aplicación de la reforma MKI no surtiera el efecto esperado en las actividades de emprendimiento. Para revertir esa situación se consideró necesaria una segunda reforma al mercado de capitales.

*Reforma al Mercado de Capitales II (MK II):* La Segunda Reforma al Mercado de Capitales (MKII) fue presentada al Congreso en junio de 2003 y tras una muy larga discusión fue promulgada en mayo de 2007. La nueva ley perfeccionó mecanismos para dar mayor seguridad al mercado financiero y para la protección de accionistas minoritarios en sociedades anónimas. Pero uno de los principales objetivos de esta reforma era lograr mejor acceso al financiamiento para proyectos emprendedores. Dentro de los elementos orientados al desarrollo del capital de riesgo podemos mencionar los siguientes:

- **Beneficio tributario al Capital Semilla y de Riesgo:** Se establece una exención tributaria a las ganancias de capital obtenidas en la venta de acciones de sociedades de capital de riesgo. Este incentivo tributario está dirigido tanto a los emprendedores, inversionistas ángeles y semilla, que entran a las sociedades de capital de riesgo en una primera etapa, como a los inversionistas de capital de riesgo que deciden invertir a través de fondos de inversión.
- **Participación de CORFO en fondos de inversión de capital de riesgo:** Se autoriza a CORFO a invertir en cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo. Hasta ese momento CORFO sólo podía hacerlo a través de subsidios a la deuda.
- **Participación de los bancos comerciales en capital de riesgo:** Se autoriza a los bancos a invertir, a través de filiales, hasta el 1% de sus activos en capital de riesgo. Esta medida permitiría contar con importantes recursos adicionales para financiar esta industria.
- **Sociedad por Acciones:** Se crea una nueva estructura societaria para el Capital de Riesgo que posee la flexibilidad propia de la sociedad de responsabilidad limitada, bajo una estructura de capital similar a la de una S.A. Esta mayor flexibilidad es necesaria para permitir múltiples y baratas formas de contratos entre las Administradoras de los Fondos de Inversión (AFI) y los dueños de la empresa en que se invierte.
- **Nueva Ley de Prenda sin Desplazamiento:** Unifica y simplifica las anteriores prendas especiales y amplía el espectro de activos susceptibles de ser prendados. Se crea el Registro de Prendas sin Desplazamiento, centralizado y electrónico, que facilitará la información y seguridad en la creación de nuevas prendas. Este sistema tendrá carácter nacional y será administrado por el Servicio de Registro Civil e Identificación.
- **Extensión de la vigencia del Beneficio Tributario a la Bolsa Emergente por 8 años adicionales:** La prolongación de este beneficio facilita una opción de salida para los inversionistas en capital de riesgo.

En la siguiente Tabla se resumen los principales elementos de cada ley que tienen relación con el desarrollo de una industria de capital de riesgo.

**Tabla 3: Principales elementos de las Leyes de Mercado de Capitales (MKI y MKII)**

Ley	Fecha Promulgación	Contenido Específico	Efecto en Capital de Riesgo	Efectos en el Emprendimiento
Mercado de Capitales I (MKI)	01/11/2001	Exención del impuesto a las ganancias de capital a empresas de alta presencia bursátil	Incentiva la inversión en empresas grandes que cuentan con alta presencia bursátil en desmedro de las inversiones en empresas emergentes.	Negativo
		Exención por tres años del impuesto a las ganancias de capital para empresas inscritas en la Bolsa Emergente	El mecanismo sólo es utilizado por grandes empresas que se abren en la bolsa emergente mientras alcanzan la presencia bursátil para acogerse al mecanismo descrito en punto anterior.  Tres años es un plazo demasiado corto para el capital de riesgo, que maneja plazos promedios de siete a diez años.	Neutro
Mercado de Capitales II (MKII)	24/05/2007	Beneficio Tributario al Capital Semilla y de Riesgo	Reformas destinadas a fomentar la inversión en capital de riesgo.	Positivo
		Participación de CORFO como accionista en fondos de inversión de capital de riesgo	Aumentará la disponibilidad de fondos  Puede hacer más lentas las decisiones de inversión de los privados.	Positivo a Incierto
		Participación de los bancos en capital de riesgo	Dependerá del reglamento específico, pero puede permitir la creación de nuevos instrumentos como el "mezzanine financing".	Probablemente positivo
		Sociedad por Acciones	Facilita la operatoria legal, reduce los costos legales.	Positivo
		Nueva Ley de Prenda sin Desplazamiento	Facilita la operatoria de garantías para aquellas empresas que tengan activos. Las nuevas empresas generalmente carecen de ellos.	Neutro
		Extensión de la vigencia del Beneficio Tributario a las empresas inscritas en la Bolsa Emergente por ocho años adicionales	Beneficia a empresas inscritas en las bolsas emergentes, todas grandes hasta ahora.  A futuro puede tener efecto positivo cuando haya caso de éxito de empresa emergente que liste en bolsa.	Neutro en corto plazo  Probablemente positivo en largo plazo

**Fuente: Elaboración propia sobre la base de los textos legales**

Aun cuando ambas leyes tuvieron el espíritu de incentivar el desarrollo de la industria de capital de riesgo, el sesgo de la primera normativa no es claro en crear mayores beneficios relativos para las empresas emergentes. La segunda normativa es más positiva, pero si consideramos que las nuevas empresas con alto potencial de crecimiento son responsables de generar dinamismo económico en términos de generación de empleo y de nuevas formas de creación de valor (Autio 2007), entonces una asignación eficiente de recursos puede requerir un sesgo de beneficios más agresivo hacia la industria de capital de riesgo.

#### • La industria de capital de riesgo en Chile

En el caso chileno las fuentes de financiamiento de riesgo han tenido un desarrollo lento, pero en los últimos dos años esta tendencia ha cambiado y ahora se está observando un dinamismo muy interesante, como se puede observar en la Tabla 4.

**Tabla 4: Evolución de los Fondos Invertidos en Capital de Riesgo Formal por Tipo de Financiamiento**  
(Miles de millones de pesos chilenos corrientes)

<b>Inversión Acumulada</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Semilla (a)	0,2	0,8	1,7	2,3	3,1	5,4	8,9
CR Temprano (b)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,7	1,7
CR Expansión (c)	6,7	8,3	9,0	15,5	20,0	28,3	49,3
CR Consolidación (d)	84,4	88,1	77,9	84,8	77,8	102,6	146,4
<b>Total</b>	<b>91,3</b>	<b>97,2</b>	<b>88,6</b>	<b>102,6</b>	<b>101,5</b>	<b>137,0</b>	<b>206,3</b>

(a) Desembolsos de líneas de Capital Semilla de Innova Chile

(b) Redes de inversionistas ángeles. Hasta 2007 la única red que había invertido era Southern Angels.

(c) Fondos privados apalancados con Fondos CORFO a través de líneas F1, F2, y F3

(d) Inversiones de Capital de Fondos Públicos menos aquellos financiados por la línea F1 de CORFO

Flujos	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Semilla	0,2	0,6	0,9	0,6	0,8	2,3	3,5
CR Temprano	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,1	1,0
CR Expansión	N/A	1,6	0,7	6,5	4,5	8,3	21,0
CR Consolidación	N/A	3,7	-10,2	6,9	-7,0	24,8	43,8
<b>Total</b>	<b>N/A</b>	<b>5,9</b>	<b>-8,6</b>	<b>14,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>35,5</b>	<b>69,3</b>

**Fuente: Elaboración propia en base a datos de SVS, CORFO y entrevistas**

Las cifras de flujos invertidos muestran que del 2001 al 2005 no hubo un movimiento significativo en la industria. Sin embargo, la tendencia cambia en el 2006 y este cambio parece consolidarse en el 2007. Este crecimiento se debe a diversos motivos. Uno de los principales es el fuerte aumento de fondos destinados por el gobierno a través de Innova Chile (CORFO), que creció un 23,1% en 1997, alcanzando los 72 millones de dólares (ver Tabla 5). Así el impulso en el financiamiento semilla obedece a una política del gobierno, a través de Innova Chile (CORFO), que optó por dotar a este programa de mayores recursos. El desarrollo del capital de riesgo temprano ha venido fundamentalmente por el lado de los inversionistas ángeles. Esto corresponde a iniciativas que nacieron del sector privado vinculado a universidades, pero a las que Innova Chile luego también ha empezado a apoyar. El capital de expansión también debe su fuerte desarrollo reciente a programas de apoyo del gobierno que han logrado atraer al sector privado, dándose así una interesante colaboración público privada. Finalmente, el desarrollo del capital de consolidación se debe casi exclusivamente a la acción de privados. Cada uno de estos segmentos se estudiará con más detalle en las siguientes secciones.

**Tabla 5: Evolución del Presupuesto Anual del Comité Innova Chile (CORFO)**  
(Millones de dólares de 2007)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Transferencias a Privados	15	15	15	21	34	49
Transferencias al Sector Público	0	0	0	0	24	23
Total	15	15	15	21	59	72
<b>Crecimiento Anual</b>		<b>1,8%</b>	<b>0,0%</b>	<b>38,9%</b>	<b>174,4%</b>	<b>23,1%</b>

**Fuente: Dipres, Ley de presupuesto**

## Capital Semilla

Como mencionamos anteriormente, estos son fondos que financian las definiciones finales y las primeras acciones del plan de negocios desarrollado por los fundadores. A nivel mundial los montos involucrados en esta etapa son generalmente pequeños, entre US\$ 1.000 y 50.000, y la principal fuente de financiamiento son los mismos emprendedores que, en promedio, proveen el 62% del capital necesario para iniciar el proyecto (GEM Financing Report 2006). El resto del financiamiento proviene de fuentes externas, principalmente familiares, amigos e inversionistas ángeles.

En Chile, el gobierno también provee de fondos para esta etapa. Innova Chile tiene un programa de Capital Semilla para empresas de alto potencial de crecimiento que cuenta con dos mecanismos: Línea 1 y Línea 2, las que se describirán más adelante. De acuerdo al GEM – Reporte Nacional de Chile 2007/2008<sup>7</sup>, la respuesta más común de los emprendedores es que necesitan tres millones de pesos para iniciar un nuevo negocio y que ellos aportan 2 millones, lo que corresponde al 67% del total de los fondos necesarios. Si se contabiliza el resto de la inversión como proveniente de inversionistas informales, y asumiendo la forma como estos inversionistas asignan sus fondos, las fuentes de financiamiento de nuevas empresas serían las que se reflejan en la Tabla 6.

**Tabla 6: Fuentes de Financiamiento de Empresas Nacientes (Mediana)**

Fuente de Financiamiento	Monto	Porcentaje
Emprendedor	2.000.000	66,7%
Familiares cercanos	392.800	13,1%
Amigos cercanos	232.800	7,8%
Parientes	90.400	3,0%
Otros	284.000	9,5%
<b>Total</b>	<b>3.000.000</b>	<b>100,0%</b>

**Fuente:** Elaboración propia sobre la base de la GEM CHILE Data 2007/2008

De esta discusión concluimos que son los propios emprendedores y su entorno cercano la principal fuente de financiamiento para nuevas empresas en etapas

<sup>7</sup> Disponible on line en [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl)

iniciales. Por ello el financiamiento informal es de suma importancia para la supervivencia de las nuevas empresas.

*Fuentes Informales de capital semilla:* Se designa con este nombre a aquellas fuentes de financiamiento que provienen de inversionistas ocasionales, es decir, de aquellos que tienen una actividad profesional distinta a la de invertir en empresas, pero que están dispuestos a realizar aportes de capital a una compañía. Aun cuando estos inversionistas provienen de un espectro muy grande de actividades y profesiones, tienen en común el haber logrado una buena situación económica y poseer experiencia en negocios. Aún así, es usual que sólo participen limitadamente en la gestión de la empresa en la que invierten. La inversión informal es de suma importancia para los emprendedores, especialmente en las primeras etapas de la puesta en marcha de un nuevo negocio, ya que es por lejos la principal fuente de financiamiento para nuevas empresas.<sup>8</sup>

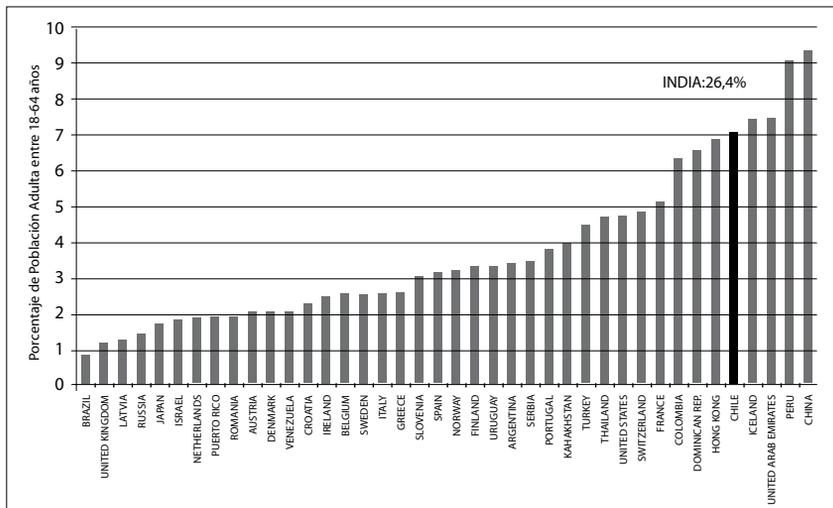
El GEM estimó que para el año 2006 existían 208 millones de inversionistas informales en las 42 naciones participantes en este reporte, además, se estima que aportan un total de 600 mil millones de dólares en actividades de emprendimiento. El monto promedio anual invertido fue aproximadamente 3.000 dólares por empresa, lo cual parece una cifra modesta, sin embargo, hay que considerar que la mayoría de los emprendimientos son pequeños y que la mayoría de las naciones en el estudio no son naciones desarrolladas. Para un negocio que recién está empezando en un país poco desarrollado, 3 mil dólares puede ser un importante aporte de recursos.

El porcentaje de estos inversionistas varía notoriamente entre los 42 países que participan del proyecto, siendo Chile (con un 7.6% de la población) uno de los países que tiene más personas que se declaran como inversionistas informales (ver Figura 6).

---

<sup>8</sup> *Global Entrepreneurship Monitor: 2006 Financing Report. William D. Bygrave and Mark Quill.*

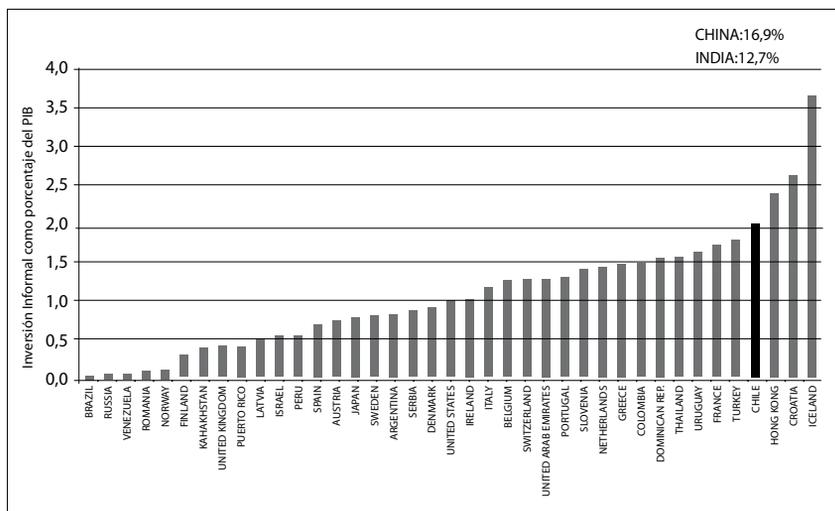
**Figura 5: Inversionistas Informales como porcentaje de la población (2007)**



**Fuente: GEM, Financial Data Set 2007**

Tal como se puede apreciar en la Figura 7, también el monto total de inversión informal como porcentaje del PIB varía notoriamente entre los países, desde un 0.1% en Brasil a un 16.9% en Indonesia, con un promedio de un 1.7%. Chile se sitúa en el décimo lugar con un monto de inversión informal cercano al 2.0% del PIB (aproximadamente 3.000 millones de dólares para el año 2007).

**Figura 6: Inversión Informal como Porcentaje del PIB (2007)**



**Fuente: GEM, Financial Data Set 2007**

Los inversionistas informales son variados, sin embargo, la mayoría de los inversionistas informales invierten en familiares y amigos cercanos, representando entre ambas categorías un 75.3% de las inversiones realizadas (ver tabla 7). Es de destacar que en el caso chileno, sólo un 1,5% de los inversionistas informales invierten en empresas o negocios de emprendedores que no tienen ningún vínculo con él (directo ni indirecto). Por el contrario, en promedio en los países del GEM, este mismo porcentaje es de un 5%, es decir 3.3 veces superior.

**Tabla 7: Relación del inversionista informal con el emprendedor**

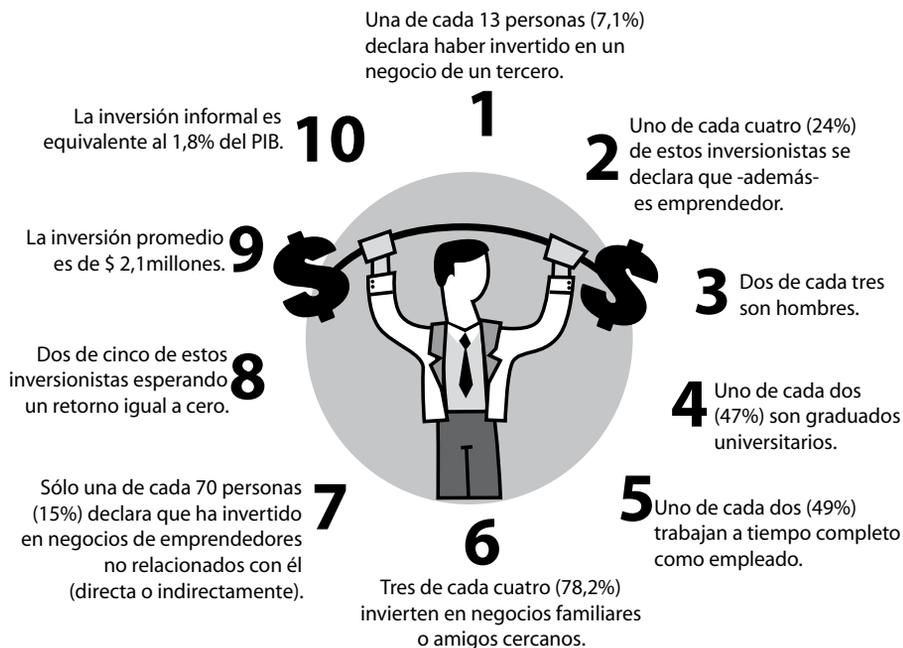
<b>Relación con el emprendedor</b>	<b>Porcentaje</b>	<b>Porcentaje acumulado</b>
Familiar cercano	49,1	49,1
Amigo Cercano	29,1	78,2
Pariente	11,3	89,5
Compañero de trabajo	4,7	94,2
No relacionado	1,5	95,7
Otros	1,1	96,8
No sabe / No responde	3,2	100,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	

**Fuente: GEM CHILE Data Set 2007/2008**

De esta sección podemos concluir que Chile aparece como uno de los países que tienen un nivel alto de financiamiento informal. Según el mismo informe Chile está dentro del grupo de países con suficientes fondos informales, en términos agregados, como para financiar todas las nuevas empresas que ameritan ser financiadas. Por supuesto que estos fondos están disponibles para emprendedores que cuentan con redes de familiares y amigos con ciertos recursos financieros. Para los emprendedores que no tienen estas redes, los mecanismos de apoyo estarían vinculados al desarrollo de redes formales de micro finanzas, fondos del gobierno o inversionistas formales.

## Recuadro: El Perfil del Inversionista Informal en Chile

**Figura 7: El Perfil del Inversionista Informal en Chile**



Fuente: GEM CHILE 2007 Data Set

*Fuentes Formales de Capital Semilla:* En el caso chileno –y probablemente debido a la madurez de esta industria- las fuentes formales de capital semilla están representadas sólo por fondos provenientes del gobierno. Así, el Gobierno de Chile ha diseñado varios programas para apoyar la creación y desarrollo de nuevas empresas. Estos van desde aquellos orientados a promover el autoempleo o empleo familiar para personas cuya situación económica lo ameritan, hasta programas cuyo principal enfoque es el financiamiento de empresas con alto potencial de crecimiento por el importante. Dado que el foco de este estudio es el financiamiento de las empresas de alto potencial de crecimiento, es decir de aquellas que juegan un rol significativo en la creación de empleo, valor agregado y dinamismo competitivo en la economía nacional (GEM Report on High Expectation Entrepreneurship 2006), nos centraremos en los programas destinados a este tipo de compañías.

Estas empresas son las que enfrentan importantes restricciones al financiamiento en sus etapas tempranas. Por un lado es usual que contengan alguna innovación relevante que implica considerables riesgos tecnológicos y/o de mercado que son difíciles de dimensionar y aún más difíciles de evaluar. Por otro lado, el alto potencial de crecimiento normalmente requiere también inversiones en etapas iniciales de mayor cuantía, lo que contribuye a aumentar aún más el riesgo del proyecto para el inversionista. Estas condiciones, unidas a la típica falta de garantías reales de los emprendedores, hacen que estos proyectos no puedan obtener recursos del sistema financiero tradicional a pesar de que pueden prometer un alto retorno esperado. Esta “falta de mercado” en una actividad crítica para generar dinamismo económico hace que el gobierno haya considerado importante crear mecanismos de apoyo al financiamiento de estas empresas.

El gobierno, a través del programa Innova Chile de CORFO, entrega recursos no reembolsables a emprendedores innovadores a través de cinco programas que se muestran en la Tabla 8.

**Tabla 8: Programas de Fomento Estatal de Innova Chile de CORFO**

Programa	Descripción	Actores
(1) Incubadoras de Negocios	<p>Las incubadoras son entes encargados de entregar apoyo al nacimiento y desarrollo de empresas innovadoras. Esta ayuda contempla capacitaciones, asesorías en marketing y ventas, contabilidad, asesorías legales y en algunas áreas específicas a cada negocio.</p> <p>CORFO se ha encargado de incentivar y promover el nacimiento de estas incubadoras de negocios en las principales ciudades del país. La ayuda se entrega a través de un subsidio no reembolsable de hasta un 70% del monto requerido para la creación del proyecto, con un tope máximo de 300 millones de pesos. Sin embargo, sólo pueden acceder a estos beneficios entes vinculados a universidades, institutos profesionales o centros de formación técnica.</p> <p>Además se preocupa de promover el fortalecimiento de las mismas a través de un programa que busca dar apoyo a incubadoras que ya se encuentran en funcionamiento. Los requisitos y características de este beneficio son similares a los descritos anteriormente.</p>	Ver listado en Anexo 1
(2) Línea de Capital Semilla	<p>CORFO provee una línea de financiamiento que busca fomentar el emprendimiento a través de la entrega de recursos para negocios que se encuentran en etapas de creación, puesta en marcha y despegue. Existen dos líneas de financiamiento:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>i. Una destinada para estudios de preinversión para proyectos de capital semilla. El aporte consiste en un 80% del capital requerido con un tope máximo de 6 millones de pesos.</li> <li>ii. La otra, apoya la puesta en marcha de proyectos de capital semilla. En este caso el beneficio consta de un 90% del capital requerido con un tope máximo de 40 millones de pesos.</li> </ul> <p>Pueden postular a estos beneficios personas naturales mayores de 18 años y empresas sin historia que tengan menos de 18 meses de funcionamiento.</p>	Ver listado en Anexo 2
(3) Línea de Negocios Tecnológicos.	<p>Esta línea de financiamiento tiene por objeto el apoyo de acciones destinadas a la introducción de productos al mercado que hayan sido producidos a través de un nuevo desarrollo o innovación tecnológica.</p> <p>Este beneficio consiste en un subsidio no reembolsable, de hasta un 70% del capital requerido para la ejecución del proyecto con un tope máximo de 50 millones de pesos. Pueden acceder a este beneficio entidades calificadas como centros tecnológicos o empresas privadas nacionales que han desarrollado una innovación con financiamiento propio, de terceros o con fondos tecnológicos nacionales de carácter público.</p>	No Aplica

(4) Línea para formar Redes de Capitalistas Ángeles.	Esta es una nueva línea de financiamiento destinada a incentivar el nacimiento de este tipo de redes. Esta ayuda consiste en un aporte no reembolsable que cubre hasta el 80% del capital requerido para la implementación de la red, con un tope máximo de 180 millones de pesos.	Ver listado en Anexo 3
(5) Capital de Riesgo para Pymes en expansión.	<p>Este es un programa de financiamiento destinado a financiar la expansión de pequeñas y medianas empresas con altas oportunidades de crecimiento. La CORFO entrega los recursos a fondos de inversión para que éstos inviertan en dichas empresas mediante aportes de capital o préstamos.</p> <p>El financiamiento consiste en un crédito de largo plazo por un monto de hasta el 300% de los aportes realizados por los inversionistas privados al fondo.</p> <p>A diciembre de 2007 había 12 fondos de este tipo en las líneas F2 y F3, con capital comprometido (aún no es inversión realizada) por un total de 157 mil millones de pesos, alrededor de \$US 250 millones. A estos fondos se han añadido 3 fondos más durante los primeros meses de 2008 con capital comprometido cercano a los \$US 50 millones. Estos fondos compiten actualmente en busca de financiar proyectos de alto potencial de crecimiento.</p>	Ver listado en Anexo 4

**Fuente: elaboración propia en base a datos de Innova Chile**

De los programas listados en la Tabla 8, sólo las Líneas L1 y L2 corresponden a financiamiento de capital semilla. El programa de incubadoras de empresas si bien no financia directamente a las nuevas empresas sí ha jugado un rol importante para las líneas L1 y L2 de capital semilla al constituir la principal fuente de proyectos que acceden al financiamiento de estas líneas.

Como muestra la Tabla 4, el flujo de recursos desde estas líneas se mantuvo aproximadamente constante en alrededor de 600 millones de pesos entre 2002 y 2005, pero ha aumentado considerablemente en los últimos dos años, llegando a 3.500 millones de pesos en 2007. Esta evolución es consecuencia natural del periodo de maduración que requieren nuevas instituciones, como las incubadoras, para poder ser capaces de proveer de un flujo apropiado de nuevos proyectos emprendedores. Pero también responde a una mayor provisión de fondos por parte del gobierno hacia programas de emprendimiento e innovación como consecuencia de la legislación del royalty minero que claramente define a estas áreas como prioridad nacional al asignar importantes recursos económicos específicamente para desarrollar estas actividades. Dada la enorme cantidad de recursos que se están acumulando como consecuencia de esta legislación,

se puede esperar que los recursos para estas actividades continúen creciendo durante los próximos años.

### **Capital de Riesgo Temprano (Inversionistas Ángeles)**

Como lo muestra la Figura 4, una vez iniciadas las actividades la nueva empresa requiere recursos para superar la etapa conocida como “Valle de la Muerte” donde los ingresos corrientes no alcanzan para pagar los gastos corrientes del negocio. Esta etapa, de duración variable dependiendo de la naturaleza del negocio y la habilidad de los emprendedores, es la que produce la mayor mortalidad de empresas y de allí el nombre que se le da. En esta etapa el sistema financiero tradicional sigue mostrando poco interés en participar dada la aún alta incertidumbre que rodea el proyecto. Los proyectos con bajos requerimientos de capital pueden seguir buscando financiamiento de inversionistas informales o surtirse de varias fuentes alternativas como clientes, proveedores, factoring, leasing, créditos personales, etc. Estas fuentes son llamadas “financiamiento guerrilla” en la literatura.

Sin embargo, para proyectos con alto potencial de crecimiento los recursos que se puede obtener a través de estas fuentes pueden ser insuficientes o tomar demasiado tiempo y poner en riesgo la captura de la oportunidad que identificaron. Los emprendedores de estos proyectos necesitan requerir a otras fuentes, como los inversionistas ángeles, que puedan inyectar la cantidad de recursos que se requiere para llevar el proyecto a la siguiente etapa de escalamiento.

### **Inversionistas ángeles en Chile**

Un inversionista ángel es una persona con cierto grado de experiencia en el mundo de los negocios que está interesado en aportar recursos para promover lo que a su parecer representa un buen negocio. Su forma de trabajo consiste en aportar capital en empresas en etapa de formación o crecimiento. También, debido a sus conocimientos de negocios son capaces de aportar con su experiencia en labores de gestión y administración, redes de contacto, manejo financiero, etc.

Una buena forma de realizar un “matching” entre los emprendedores y este tipo de inversionistas es a través de la creación de redes de inversionistas ángeles. Estas redes se preocupan de recolectar información acerca de emprendedores interesados en obtener fondos (empresas) y de inversionistas interesados en proveer fondos (Inversionista ángel). Luego esta información se puede transmitir a través de sitios de Internet, o mediante la creación de foros y reuniones donde los inversionistas se pueden contactar directamente con los emprendedores.

Las redes de inversionistas ángeles aún son incipientes en Chile, y desde 2006 han logrado obtener financiamiento estatal para su funcionamiento. A la fecha hay cinco redes en Chile: Southern Angels<sup>9</sup> que fue la primera experiencia de este tipo en Chile y que se fundó en el año 2003 por iniciativa de la Incubadora Octantis de la Universidad Adolfo Ibáñez, bajo el alero de un proyecto del Banco Mundial<sup>10</sup>. Hasta Diciembre de 2007 esta red había financiado 9 proyectos con inversiones materializadas por cerca de US\$ 2,9 millones. Para ser socio de esta red se necesita tener experiencia en alguna área de la industria y poseer un patrimonio mínimo de US\$ 200.000. Recientemente se han creado otras redes que están empezando a hacer inversiones, como Ángeles de Chile, vinculada a la Universidad de Chile, Patagonia Angels<sup>11</sup>, Incured<sup>12</sup>, Valor Sur y Ángeles del Sur.

Dentro de la cadena de financiamiento de Chile, éste es el segmento que menos se ha desarrollado en términos de inversiones, hasta este momento. Pero por otro lado, las organizaciones privadas que lideran este desarrollo han mostrado una capacidad para en un periodo muy corto de tiempo establecer mecanismos formales y transparentes de operación, y cierto volumen de inversiones que comienzan a resultar interesantes. Esto sugiere que el desarrollo pudiera acelerarse de contar con un apoyo similar al recibido por el capital de riesgo semilla y de expansión. Los mecanismos que más podrían ayudar a potenciar este segmento son las exenciones a ganancias de capital para inversionistas ángeles y emprendedores, y mecanismos de matching fund de fondos públicos con tope a las ganancias que pueden extraer estos aportes públicos. El mecanismo de matching fund ayuda a disminuir el riesgo asociado a la inversión ángel en caso de fracaso y aumenta las ganancias esperadas en caso de éxito. Este incentivo es necesario para inducir la entrada de inversionistas calificados en otros tipos de inversiones que necesitan desarrollar una experticia para invertir eficazmente en este eslabón de la cadena de financiamiento donde no hay experiencia previa que sirva de guía. Como veremos más adelante, éste es el eslabón más débil de la cadena de financiamiento en Chile y por lo tanto, los esfuerzos futuros de apoyo al desarrollo del sistema de financiamiento deberían enfocarse en fortalecer este eslabón.

### Capital de Riesgo de Expansión

En este trabajo denominamos capital de riesgo de expansión a aquellos inversionistas formales cuya actividad profesional principal es la de realizar inver-

---

9 [www.southernangels.cl](http://www.southernangels.cl)

10 Proyecto INFODEV: *Strengthening of Relevant Agents for Business Incubation in Chile.*

11 [www.patagonia-angels.com](http://www.patagonia-angels.com)

12 [www.incured.cl](http://www.incured.cl)

siones de riesgo en el apoyo al crecimiento de empresas. Esta actividad se realiza principalmente a través de fondos de inversión que son manejados por una sociedad administradora que normalmente es independiente de los aportantes al fondo. Como mencionamos anteriormente en Chile operan fondos de inversión privados y fondos de inversión públicos. Los segundos generalmente invierten en empresas consolidadas y por lo tanto se tratarán en mayor detalle en la siguiente sección. Los fondos privados son generalmente de menor tamaño y por lo tanto también realizan inversiones de menor cuantía, lo que los acerca al segmento de empresas pequeñas o medianas en expansión. Estos fondos privados no tienen que informar ni están sujetos a la normativa de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Se rigen por sus reglamentos internos y como no están obligados a informar no es posible contar con información pública de sus actividades.

Este segmento ha tenido poca actividad durante la primera parte de esta década debido a los malos resultados de la ola de inversión de riesgo durante la segunda mitad de la década pasada. Esa ola fue impulsada por el rápido crecimiento de la economía chilena hasta 1997 y también alimentada en parte por el crecimiento de la burbuja punto com. La crisis asiática que detuvo la rápida expansión chilena y el estallido de la burbuja punto com afectaron muy negativamente estas inversiones y eso puede explicar el poco entusiasmo que se asocia a los fondos privados durante la primera parte de esta década. Durante esos años CORFO implementó un mecanismo de cuasi capital, conocido como Línea F1, por el cual CORFO aportaba como deuda un monto equivalente al aporte de los inversionistas privados como una forma de apalancar los recursos privados. Este apoyo se orientaba sólo a fondos de inversión de riesgo en el desarrollo de empresas.

El mecanismo de deuda permitía poner un límite al beneficio que CORFO obtenía de su participación en el fondo y por lo tanto se aumentaba la rentabilidad de los inversionistas privados en caso de éxito. Por otro lado, la no exigencia de cumplimiento de la deuda en caso de fracaso actuaba como mecanismo similar al de aporte de capital y permitía reducir el riesgo de los inversionistas en el caso que el fondo tuviera un mal desempeño. Este mecanismo fue insuficiente para generar interés en la creación de fondos privados orientados a inversiones de riesgo. Durante el período 2002 a 2005 se creó apenas 1 nuevo fondo de inversión con el mecanismo de la Línea F1.

La situación cambia dramáticamente a partir de 2005 cuando CORFO implementa la Línea F2 que aumentó el apalancamiento de fondos a una relación de 3 pesos de CORFO por cada peso de un inversionista privado. Este nuevo mecanismo, bajo la misma modalidad de deuda tipo cuasi capital, generó un gran interés de inversionistas privados y es así que en el transcurso de poco más de un año se

forman 6 fondos de inversión privados por un total de montos comprometidos cercanos a 120 millones de dólares. En la realidad, la mayoría de las inversiones de estos fondos se orientaron a reestructuración o crecimiento de empresas establecidas y hubo muy poco interés por financiar el crecimiento de empresas innovadoras en etapas tempranas. Esto puede haber ocurrido en parte por los incentivos propios del mecanismo de endeudamiento subsidiado diseñado por CORFO que amplifica la variabilidad de los retornos esperados y por lo tanto orienta las inversiones hacia empresas consolidadas y de menor riesgo. Otras alternativas de explicación es la poca experiencia que aún tienen los agentes de mercado en cómo invertir y apoyar el desarrollo de empresas en estados de alta incertidumbre. También puede haber influido el tamaño de los fondos, cercanos a los 20 millones de dólares cada uno, lo que dada la limitada capacidad de una pequeña administradora para monitorear sus inversiones se ve obligada a hacer pocas inversiones grandes en lugar de muchas inversiones pequeñas. Como resultado, estas administradoras buscaban inversiones cercanas a los 2 millones de dólares y de preferencia en empresas con mercado y modelos de negocios ya probados y de bajo riesgo, es decir empresas poco innovadoras.

A partir de este diagnóstico CORFO implementa una nueva línea de apoyo a fondos, la Línea F3 que limita el apalancamiento a 2x1 para inversiones tradicionales y la aumenta a 3x1 para inversiones en empresas innovadoras. Este cambio busca generar un mayor incentivo relativo para la inversión en nuevas empresas innovadoras. Durante 2007 se crearon 6 nuevos fondos bajo este mecanismo pero aún no hay resultados que permitan evaluar si el incentivo está produciendo los resultados buscados.

Las Líneas F2 y F3 han promovido la creación de 12 nuevos fondos de inversión durante el período 2005-2007. Estos fondos han comprometido recursos por alrededor de 250 millones de dólares, de los cuales sólo se han invertido aproximadamente 70 millones de dólares en el mismo período 2005-2007. Esto muestra un mercado de capital de riesgo de expansión con exceso de recursos y sugiere que estos fondos no encuentran proyectos en la cantidad y calidad que buscan. Se necesita generar un flujo mayor de proyectos de expansión con riesgos moderados, que son los que busca este eslabón de la cadena.

Por otro lado, los resultados de los montos invertidos por estos fondos también sugieren que continúa habiendo una brecha importante en la cadena de financiamiento. Estos fondos privados normalmente buscan inversiones que superen los 2 millones de dólares. Siendo que el eslabón previo de inversionistas ángeles normalmente invierte entre 50 mil y 200 mil dólares, hace falta agentes en el mercado que puedan invertir montos desde los 200 mil a los dos millones de

dólares. Una forma de ayudar a superar esta brecha es apalancando las inversiones de inversionistas ángeles. Para ello CORFO está implementando un nuevo mecanismo de apoyo a pequeños fondos de inversión que estén asociados a una red de inversionistas ángeles. Con un apalancamiento de CORFO de 3x1 se podría lograr cubrir una parte importante de esta brecha. Este mecanismo será eficaz en ayudar a cubrir la brecha en la medida que pueda adecuarse a la forma de operar y tomar decisiones de los inversionistas ángeles. Los inversionistas ángeles deciden bajo escenarios de muy alta incertidumbre y además buscan involucrarse personalmente en el negocio para ayudar a definir la estrategia de desarrollo. Normalmente no son inversionistas de portafolio que buscan sólo una rentabilidad financiera. Por esta razón el mecanismo debe ser muy flexible para permitir la libertad de inversionistas en tomar decisiones en forma personal o en grupos pequeños de visiones comunes. Mecanismos que obliguen a una acción conjunta de todos los inversionistas de la red no son los más adecuados para redes nuevas de inversionistas donde aún deben crearse las confianzas necesarias y más aún donde las decisiones involucran inversiones en etapas con altos grados de incertidumbre.

### **Capital de Riesgo de Consolidación**

Desde 1989 que la ley regula la existencia de fondos de inversión en Chile. Esta ley permitió un rápido desarrollo de estos fondos apoyados principalmente por la necesidad de las AFPs de encontrar instrumentos para sus inversiones. Las AFPs constituían el principal segmento de clientes y la ley exigía que los fondos que recibieran recursos de las AFPs debían ser registradas como fondos públicos para estar sujetos a la estricta normativa que los regula. Por ello, la mayoría de los fondos de inversión se constituyeron como fondos públicos y se orientaron a inversiones inmobiliarias y mobiliarias (principalmente acciones y bonos) donde el riesgo se pudiera limitar o controlar con facilidad. Sin embargo, algunos fondos también se orientaron a inversiones en empresas, aunque por la naturaleza de riesgo bajo buscada por las AFPs, estas inversiones tienden a ser en empresas ya consolidadas. Por ello que para este estudio consideramos como segmento de capital de riesgo de consolidación al de los fondos de inversión públicos que realizan inversiones de capital (toma de propiedad en empresas fuera del mercado accionario) y que no cuentan con apoyo de Innova Chile (que orienta las inversiones hacia etapas más tempranas).

Durante la segunda mitad de la década pasada estos fondos crecieron hasta llegar a constituir activos invertidos cercanos a los 200 millones dólares. Luego la industria de fondos de inversión en empresas se estancó, manteniéndose los activos en aproximadamente el mismo nivel hasta el año 2005 (ver Tabla 4). Recién a partir de 2006 se observa un crecimiento importante en los recursos de los fondos de inversión públicos orientados al desarrollo de empresas.

En nuestro país la mayoría de los Fondos de Inversión se encuentran agrupados a la Asociación Chilena de Fondos de Inversión (ACAFI) que nació en el 2003. Actualmente tiene 15 empresas socias y representa a la mayoría de la industria, que a la fecha administra alrededor de US\$ 4.500 millones. Una de las tareas prioritarias de esta organización es la de facilitar recursos para la inversión en capital de riesgo, sin embargo, sólo un 4% del patrimonio administrado por los fondos es destinado a inversiones de este tipo<sup>13</sup>.

**Tabla 9: Activos de Fondos de Inversión (Diciembre 2006)**  
(Miles de millones de pesos Chilenos)

Administradoras	Inmobiliarios	Mobiliarios	Cap.Priv.	Otros	Total
MONEDA	91	1.025	45		1.162
MBI		43			43
BANCHILE	14				14
CIMENTA	183				183
ECONSULT			15		15
INDEPENDENCIA	232				232
LAS AMÉRICAS	239			53	291
SANTANDER AGF	282	13			295
CELFIN		1.009	57	2	1.068
CITICORP		134			134
LARRAÍN		166			166
COMPASS		280			280
BICE		90			90
FORESTA		90			90
CMB				6	6
FISHER & ZABALA		1			1
TORONTO			13		13
TOTAL	1.040	2.762	148	120	4.070
<b>Porcentaje sobre total</b>	<b>28%</b>	<b>68%</b>	<b>4%</b>	<b>3%</b>	<b>100%</b>

Fte: ACAFI

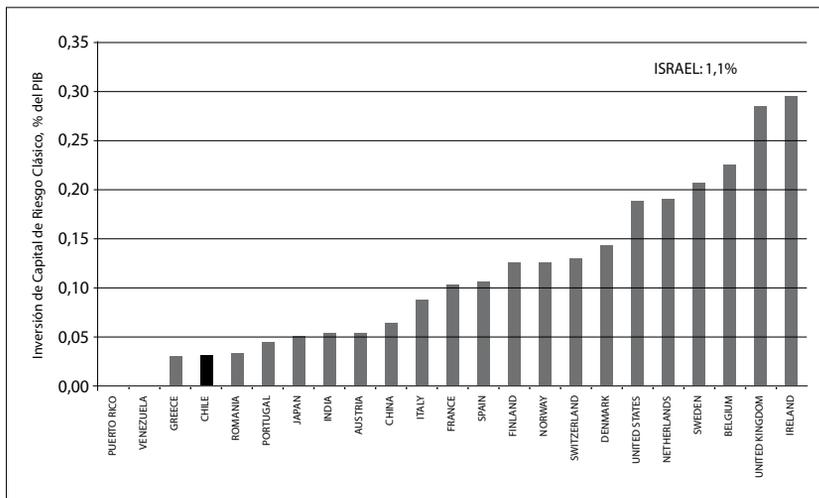
La Tabla 4 muestra que las inversiones en desarrollo de empresas de los fondos públicos aumentaron de 78 mil millones de pesos en 2005 a 103 mil en 2006 y a 146 mil en 2007. Este fuerte crecimiento se ha dado para todos los tipos de inversiones de los fondos públicos. Por esta razón no se puede concluir que haya un cambio de orientación de estos fondos, las cifras sugieren que sólo ha habido un mayor desarrollo de toda la industria de fondos de inversión y esto puede explicar la mayor inversión en capital de riesgo de consolidación. En todo caso es una evolución alentadora que toda la industria crezca porque sugiere que de haber una mayor oferta de oportunidades de inversión en empresas en etapa de consolidación, existen los recursos en otras inversiones que pueden migrar al desarrollo de empresas si la combinación de riesgo y retorno resulta adecuada.

## Cinco

### Chile en el contexto mundial

El GEM Financial Report 2006 permite comparar la situación de Chile en el contexto mundial. En ese contexto Estados Unidos ejerce una representación dominante, no sólo por el tamaño del país, sino principalmente por el alto grado de desarrollo que tiene la industria de capital de riesgo en ese país. Aproximadamente el 59% del capital de riesgo formal (o clásico) entre las naciones GEM es invertido en compañías de Estados Unidos. El segundo lugar lo ocupa el Reino Unido con un 7.9%. El siguiente gráfico muestra el porcentaje de capital de riesgo clásico invertido en cada país como porcentaje del PIB.

**Figura 8: Inversión de Capital de Riesgo Clásico como porcentaje del PIB (2006)**



Fuente: GEM, Financial Data Set

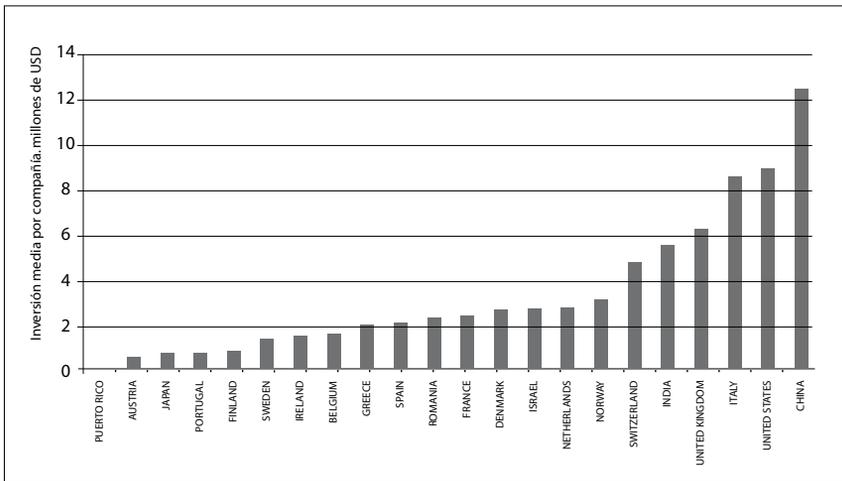
Se aprecia que los países con mayor dinamismo en industrias de capital de riesgo son Israel, Irlanda, Inglaterra, Bélgica y Suecia, Países Bajos y EE.UU. Estas cifras reflejan los flujos del 2007 pero hay que tener en cuenta que estas cifras son bastante volátiles. Por un lado la industria de capital de riesgo es bastante nueva en la mayoría de países y por lo tanto todavía los flujos se están adecuando para llegar a estabilizar un stock de inversiones de riesgo con la que los inversionistas se sientan cómodos en el largo plazo. Además la percepción de riesgo es influenciada en forma importante por el contexto económico, con lo que esta industria es muy sensible a las condiciones económicas coyunturales de cada país y el clima de negocios global.

Chile se inserta dentro de este grupo de países con industria de capital de riesgo desarrollada debido, fundamentalmente, al reciente aumento de inversiones en etapas tardías de capital de riesgo (ver Tabla 4).

Por otro lado, es interesante notar que la inversión formal medida como porcentaje del PIB es pequeña en comparación con la inversión que proviene de fuentes informales de financiamiento. En promedio las naciones del estudio GEM 2007 invierten en capital de riesgo formal sólo un 0.13% de su PIB, en tanto que el porcentaje promedio de inversión informal es de 1,8% del PIB para las mismas naciones. Esto muestra que aún en naciones con una industria de capital de riesgo desarrollada, la inversión informal es de mucha mayor envergadura. Aún así, como se argumenta en la Sección 3, la industria formal de capital de riesgo puede ser muy importante por su rol dinamizador de la economía. En Estados Unidos es notable observar como una gran parte de las empresas que recientemente han contribuido a transformar el mundo con sus innovaciones, como Google, Amazon, Apple, YouTube, etc., han podido desarrollarse gracias a inversiones formales de capital de riesgo.

Otra variable interesante para comparar entre países es el monto de dinero invertido por compañía. La Figura 9 muestra la inversión por empresa, o el tamaño promedio de la ronda de inversión, para las naciones del estudio GEM.

**Figura 9: Inversión promedio de Capital de Riesgo Clásico por empresa  
(países seleccionados)**



**Fuente: GEM, Financial Data Set 2007**

Este gráfico muestra una alta variabilidad en las inversiones de capital de riesgo por empresa. Por un lado en naciones más desarrolladas los montos de inversión por empresa tienden a ser mayores y eso ayuda a explicar por qué Estados Unidos, Italia, Reino Unido y Suiza están entre las naciones con rondas de inversión más grandes. La presencia de China e India con altos montos de inversión por empresa se debe a que en esos países sólo se registran inversiones formales en etapa de consolidación, donde los montos invertidos por empresa son los más altos. Por ejemplo, en el caso de China sólo se registran las inversiones de consolidación en 153 empresas, mientras que en el Reino Unido se registran las inversiones en etapa temprana, de crecimiento y consolidación en 1.146 empresas. La inclusión de inversiones en rondas tempranas, de mucha menor cuantía, explica el menor promedio de Reino Unido respecto a China. Aparte de China e India, los demás países sí presentan información que incluyen las diferentes etapas de desarrollo de empresas.



## Seis

### Conclusiones

El capital de riesgo en Chile empieza formalmente en 1989 con el decreto que crea los fondos de inversión y, por lo tanto, ya tiene una historia larga comparada con la mayoría de países emergentes. Sin embargo, después de un breve crecimiento durante los primeros años de promulgada la ley, la industria languideció hasta mediados de esta década. Los cambios a la legislación incorporados en las reformas al mercado de capitales (MKI y MKII) a principios de esta década no generaron claros incentivos positivos a la industria y eso puede explicar por qué no cambió la dinámica de la industria. A partir de los instrumentos desarrollados por CORFO en los últimos 3 años es que se observa una expansión acelerada de la industria que permite estar expectantes a lo que seguirá ocurriendo en los próximos años. Los cambios introducidos por la reforma MKIII también son más claros en generar incentivos positivos y pueden contribuir a un escenario más dinámico.

La industria de capital de riesgo es una cadena en la que deben existir todos los eslabones para que los inversionistas de una etapa puedan salir en la siguiente y así recuperar su inversión en un tiempo prudencial. En Chile la cadena recién se está terminando de completar pero aún hay eslabones muy débiles. El capital de riesgo para etapas tempranas (inversionistas ángeles) requiere de un mayor desarrollo para estar al mismo nivel que el capital semilla y el capital de crecimiento que actualmente existe en Chile. Un problema importante para desarrollar este eslabón es que no hay suficientes agentes entrenados para cumplir el rol de inversionistas en estas etapas. Esta situación requiere considerar el problema como uno de creación de institucionalidad más que de sólo inyectar fondos. Se debe pensar en cómo identificar y seleccionar a los agentes relevantes, cómo generar un proceso de aprendizaje apropiado para ellos, y cómo instituir reglas de juego que contribuyan a una autoselección de los jugadores y a un continuo mejoramiento de sus capacidades. Es un mercado que debe crearse y por ello debe haber un

ente responsable por la construcción correcta de la institucionalidad para que este mercado se cree y prospere. El estado puede delegar esta responsabilidad, pero debe haber consecuencia en esta delegación, un “accountability”, para que esta función tan importante se realice apropiadamente. Del desarrollo de este mercado depende el correcto funcionamiento de todo el sistema de financiamiento de capital de riesgo. Los mercados de capital de riesgo para crecimiento y consolidación ya cuentan con una institucionalidad bastante apropiada y aunque todavía hace falta que estos mercados maduren y que sus agentes adquieran mayores capacidades, por lo menos las bases para ese aprendizaje ya existen en la ley que regula los fondos de inversión, la supervisión de la SVS en los fondos públicos y en la interacción que Innova Chile (CORFO) puede realizar a través de su participación en los fondos privados orientados a la inversión de crecimiento. El eslabón débil es el capital de riesgo temprano.

Un desafío de investigación para los próximos años es construir información detallada para las transacciones de capital de riesgo profesional en Chile. En particular se requieren datos de inversión y desinversión anual por etapas y sectores. Otro desafío a nivel GEM global es construir series de datos más comparables entre países. Aunque se ha avanzado bastante en este sentido, todavía hay espacios de mejora importantes.

## Siete

### Referencias bibliográficas

- Acs Z.J., P. Arenius, M. Hay, y M. Minniti** (2005). Global Entrepreneurship Monitor, Executive Report 2004 Babson College y London Business School. Babson Park, MA. y Londres, UK..
- Amorós, J.E., y G. Echeopar.** (2007). Global Entrepreneurship Monitor, Reporte Nacional Chile 2006. Universidad Adolfo Ibáñez y Universidad del Desarrollo. Santiago, Chile. Disponible en línea en [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl)
- Amorós, J.E., P. Cortés, G. Echeopar y T. Flores** (2006). Global Entrepreneurship Monitor, Reporte Nacional Chile 2005. Universidad Adolfo Ibáñez y Universidad del Desarrollo. Santiago, Chile. Disponible en línea en [www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl)
- Amorós, J.E., Atienza, M. Romani Gianni** (2008). Financing entrepreneurial activity in Chile: Scale and Scope of Public Support Program. Working paper.
- Arestis P. y Demetriades P.** (1997) Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence. The Economic Journal, Vol. 107, No. 442, pp. 783-799
- Autio E.** (2005). GEM Report on High-Expectation Entrepreneurship London Business School, Mazars y Babson College. Babson Park, MA. y Londres, UK..
- Belke A., Fehn R. y Foster N.** (2003). Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?. CESinfo Working Paper No. 930

- Bosma, N. y Harding, R.** (2007) Global Entrepreneurship Monitor, Executive Report 2006. Babson College y London Business School. Babson Park, MA. y Londres, UK.
- Bygrave W. y Quill M.** (2006). Global Entrepreneurship Monitor: 2006 Financing Report. Babson College, London Business School.
- Cortés, P.** ¿Hay Capital de Riesgo en Chile?, capítulo del libro Emprendimiento e Innovación en Chile: Una Tarea Pendiente. Junio 2007. Ediciones Universidad del Desarrollo. ISBN: 978-956-7961-14-6
- Echecopar, G., P. Angelelli, G. Galleguillos, M. Schorr** (2006). Capital semilla para el financiamiento de las nuevas empresas: lecciones aprendidas en América Latina, BID.
- Figueroa L., Lazen V., Santibáñez M. y Silva F.** (2002). Un Diagnóstico del Capital de Riesgo en Chile. Superintendencia de Valores y Seguros Chile.
- GEM Financial Data Set** (200). GEM Consortium.
- Gompers P. y Lerner J.** (2001). The Venture Capital Revolution. Journal of Economics Perspectives Volume 15, Number 2 Pages 145-168
- Koh F. y Koh W.** (2002). Venture Capital and Economic Growth: An Industry Overview and Singapore's Experience. Singapore Management University.
- Kortum S., Lerner J.** (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. RAND Journal of Economics Vol. 31 No. 4 pp. 674-692
- Levine R.** (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature. Vol. XXXV. pp. 688-726
- Minniti, M., W.D. Bygrave. Autio.**(2006) Global Entrepreneurship Monitor, Executive Report 2005. Babson College y London Business School.
- Minniti, M., I. E. Allen y N. Langowitz** (2006) Global Entrepreneurship Monitor, 2005 Report on Women and Entrepreneurship. Babson College y London Business School.

**Perez J.** (2001). Desarrollo del Capital de Riesgo en Chile: Alternativas para su fomento. Universidad de Chile.

**Reynolds P., W. D. Bygrave y E. Autio** (2004) Global Entrepreneurship Monitor, Executive Report 2003. Babson College, London Business School y Kauffman Foundation.

**Reynolds, P., N. Bosma y E. Autio** (2005). Global Entrepreneurship Monitor: Data Collection Design and Implementation 1998-2003. Small Business Economics, 24(3), 205-231.

**Romain A. y Van Pottelsberghe** (2004). The Economic Impact of Venture Capital. Studies of the Economic Research Centre No 18/2004. Deutsche Bundesbank.



## Ocho

### Fuentes de datos nacionales estandarizados y encuesta a población adulta (APS)

#### Datos Nacionales Estandarizados

Banco Mundial, Naciones Unidas, FMI, Organización Mundial de Comercio, UNESCO, OECD y asociaciones de capitales de riesgo.

#### Encuesta a Población Adulta:

Tipo de estudio	: Encuesta nacional telefónica.
Universo	: Población general mayor de 18 años.
Características de la muestra	: Muestra nacional, estratificada por regiones. Probabilística en la selección de fracciones, radios censales y hogares y con selección final del encuestado.
Tamaño de la muestra	: 4.000 casos.
Margen de error	: +/- 2.5 % para distribuciones simétricas (50/50)
Fecha del trabajo de campo	: Junio – Julio 2007
Empresa encuestadora en Chile	: Benchmark

**Entrevistas a Expertos Nacionales:**

Tipo de estudio : Encuesta a expertos

Tamaño de la muestra : 178

Fecha del trabajo de campo : Mayo – Julio 2007

## Nueve

### Equipo Gem Chile

El proyecto GEM Chile a partir del año 2005 ha sido desarrollado por la alianza de los Centros de emprendimiento de la Universidad Adolfo Ibáñez y la Universidad del Desarrollo.



El Centro de Emprendimiento e Innovación de la Universidad del Desarrollo inició sus actividades en el 2002, como parte del área de investigación de la Facultad de Economía y Negocios. Fue creado en un contexto donde la innovación y el emprendimiento se convierten en el centro de la competitividad en un mundo cada vez más global y complejo, y donde el desarrollo económico y social de los países depende cada vez más de la capacidad emprendedora de las personas y empresas.

La misión del CEI es contribuir a potenciar el desarrollo del espíritu emprendedor en la universidad, las empresas y la sociedad en general, para lo cual cuenta con la asesoría de Babson College, universidad número uno en el mundo en la enseñanza de estas materias.



El Centro de Entrepreneurship de la Universidad Adolfo Ibáñez se creó con el objetivo de potenciar el desarrollo de la capacidad emprendedora en el país. Esta iniciativa es auspiciada por el Grupo Santander que contribuye generosamente a financiar las actividades del Centro.

La filosofía de acción del Centro parte de la convicción de que en un mundo cada vez más abierto y complejo, y en donde la innovación se convierte en el centro de la competencia, el desarrollo económico dependerá cada vez más de la capacidad emprendedora de las personas y organizaciones para implementar innovaciones.

El Centro de Entrepreneurship fomenta el emprendimiento mediante la implementación de programas de formación de emprendedores, iniciativas de apoyo a la creación de empresas, investigación aplicada en temas de emprendimiento, y difusión del conocimiento generado a través de todas sus actividades. El Centro de Entrepreneurship aporta a estas actividades la experiencia de una institución que desde 1953 se dedica a la formación de emprendedores.

## *Sobre los Autores*

**Patricio Cortés Durán** : Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile, MBA de Babson College, Boston, EE.UU. Es director ejecutivo del Centro de Emprendimiento e Innovación de la Universidad del Desarrollo. Es también director de empresas, y profesor de entrepreneurship y creación de nuevos negocios en la misma universidad.

***Centro de Emprendimiento e Innovación***

Universidad del Desarrollo

[www.fen.udd.cl](http://www.fen.udd.cl)

Contacto: Patricio Cortés

Director Ejecutivo CEI

[patricio.cortes@udd.cl](mailto:patricio.cortes@udd.cl)

Tel: (562) 299-9372

**Germán Eche copar Koechlin:** Ingeniero Industrial, Pontificia Universidad Católica del Perú. Doctor y M.A. en Economía, University of Notre Dame, EE.UU. Emprendedor y director académico del Centro de Innovación y Emprendimiento de la Universidad Adolfo Ibáñez. Profesor de emprendimiento de la misma universidad.

***Centro de Innovación y Emprendimiento***

Universidad Adolfo Ibáñez

[www.uai.cl](http://www.uai.cl)

Contacto: Germán Eche copar

Director Académico

[german.echecopar@uai.cl](mailto:german.echecopar@uai.cl)

Tel: (562) 331 1229



## Diez

### Auspiciadores



La Universidad del Desarrollo (UDD) se fundó en 1990, y desde sus inicios su objetivo fue contribuir al desarrollo económico, social y cultural de nuestro país a través del cultivo, perfeccionamiento y enseñanza de las ciencias y las artes.

Convencida de que el emprendimiento es una de las variables clave del desarrollo y que debe ser un sello para los nuevos profesionales es que en 2001 suscribió un convenio con Babson College, universidad número uno en la enseñanza del espíritu emprendedor, lo que ha permitido que hoy todas las carreras que imparte esta casa de estudios reciban cursos formales de esta materia.

Hoy la UDD es la universidad chilena que cuenta con el mayor número de profesores que han sido certificados para la enseñanza de emprendimiento por Babson College.

[www.udd.cl](http://www.udd.cl)



El Centro de Innovación y Emprendimiento de la Universidad Adolfo Ibáñez inició sus actividades en Julio de 2002, como parte del área de investigación de la Escuela de Negocios.

El Centro se crea en un contexto donde la innovación y el emprendimiento se convierten en el centro de la competitividad en un mundo cada vez más global y complejo.

La misión del Centro es contribuir a potenciar el desarrollo de la capacidad innovadora y emprendedora dentro de la universidad, las empresas y la sociedad en general. El Centro cumple esta misión a través de cuatro líneas de acción: formación teórica y práctica, creación y crecimiento de empresas, investigación, y difusión.

[www.uai.cl](http://www.uai.cl)



InnovaChile de CORFO es una de las principales agencias públicas a cargo de impulsar la innovación en todo tipo de empresas, tanto consolidadas como nuevas (emprendimientos). Asimismo, cuenta con importantes líneas de apoyo dirigidas a centros de investigación. Hoy su trabajo se desarrolla en el marco de la política de innovación impulsada por la Presidenta Michelle Bachelet, y propuesta por el Consejo Nacional de Innovación para la Competitividad (CNIC).

Por una parte, Innova Chile apoya directamente la innovación, entregando subsidios para proyectos innovadores en diferentes etapas, desde estudios de preinversión o fondos de capital semilla hasta la introducción al mercado, pasando por misiones tecnológicas, consultorías especializadas y otros. Adicionalmente genera condiciones para innovar, apoyando proyectos orientados a mejorar las condiciones para innovar que ofrece el entorno en algún determinado ámbito, sector productivo o región. También promueve la innovación en sectores con potencial, por ello cuenta con equipos de trabajo especializados en: Biotecnología, Energía y Medioambiente; TIC; Industria Alimentaria; Minero e Infraestructura; y Turismo de Intereses Especiales. Desde su creación, en el año 2005, InnovaChile de CORFO ha apoyado 2.157 proyectos de innovación, lo que implicó que alrededor de 5.600 empresas, emprendedores y centros de investigación, y 12.000 pequeñas y medianas empresas de forma indirecta, desarrollaran importantes iniciativas que les han permitido mejorar sus estrategias competitivas.

InnovaChile de CORFO, busca sistemáticamente que las empresas chilenas incorporen innovación a sus productos y servicios, que agreguen valor a su producción mediante el conocimiento y las mejores prácticas, que accedan a mercados externos exigentes y que se orienten a satisfacer las necesidades de sus clientes, ello con el fin de acercarnos cada vez más al anhelado desarrollo.



El Grupo Santander se ubica entre los 10 principales bancos del mundo, cuenta con 60 millones de clientes, 10.000 oficinas y presencia en más de 40 países. En Chile, Banco Santander es el mayor banco de Chile. Cuenta con 1.8 millones de clientes, 7.500 empleados a través de una red de 341 oficinas y 1.027 cajeros automáticos. Tiene una posición de liderazgo en el país con US\$ 18.637 millones en activos y US\$ 12.796 millones en colocaciones. La relación del Grupo Santander con las instituciones universitarias se desarrolla a través de Santander Universidades y se basa en cinco pilares fundamentales:

- Convenios integrales de colaboración.
- Universia.
- Desarrollos tecnológicos y emprendimiento.
- Biblioteca Miguel de Cervantes.
- Servicios financieros especializados.

Santander Universidades lleva diez años colaborando con instituciones de educación superior de España, Portugal y América, con el convencimiento de contribuir a que nuestras sociedades cuenten con universidades de calidad y con esto ayudar a garantizar el bienestar, la estabilidad institucional y el progreso social, económico y cultural.

[www.santander.cl](http://www.santander.cl)

## *Anexos*

---



## Anexo 1

### Listado de Incubadoras

Las incubadoras son entes encargados de entregar apoyo al nacimiento y desarrollo de empresas innovadoras. A continuación se incluyen las incubadoras que han recibido y las que no han recibido aporte estatal.

*Los anexos sólo  
están  
disponibles en  
la versión  
impresa de este  
informe*

## Glosario

### Términos de uso frecuente en capital de riesgo

- 4F : Fundadores, familiares, amigos e inversionistas ángeles (Founders, Family, Friends and Foolhardy investors).
- Ángel : Ver Inversionista Ángel.
- Bandas de Ángeles : Grupos de Inversionistas Ángeles que invierten simultáneamente en un negocio. Ver Redes de Inversionistas Ángeles.
- Business Plan : Ver Plan de Negocios
- Capital de Riesgo : Son fondos que se invierten en empresas nuevas o en crecimiento que tengan un muy alto potencial de crecimiento y de retorno para sus inversionistas. Es usual que vayan acompañados de capacidades de gestión o de expertise técnico. También es llamado Venture Capital.
- Capital de Riesgo de Consolidación : Es el capital de riesgo que se busca en la etapa de consolidación, que es cuando el crecimiento es más lento y el reto es buscar nuevas formas de generar crecimiento. Esta etapa puede requerir reestructuraciones e inyecciones de capital para implementar los nuevos proyectos.
- Capital de riesgo de Expansión : Si la empresa tiene éxito en validar su modelo de

negocios y lograr una propuesta de valor atractiva para sus clientes, entonces suele experimentar una etapa de crecimiento acelerado. La empresa se expande en ventas y utilidades a tasas crecientes, pero con fuertes necesidades de capital de trabajo e inversión de escalamiento. Si los recursos buscados para la expansión son moderados, el riesgo es bajo y la empresa cuenta con garantías, entonces puede recurrir a fuentes tradicionales, como bancos. Sin embargo, en muchos casos estas condiciones no se dan y la empresa prefiere optar por capital accionario, para lo cual puede recurrir a fondos formales de capital de riesgo, tanto privados grandes como públicos, o a inversionistas individuales de alto patrimonio.

- Capital de Riesgo Clásico : Son fuentes formales de financiamiento (es decir que tienen procedimientos formales de evaluación y que es la actividad principal de estas empresas), usualmente vinculadas a etapas de expansión y consolidación. Ver Capital de Riesgo de Expansión y Capital de Riesgo de Consolidación.
- Capital de Riesgo Informal : Son fuentes de financiamiento cuya actividad principal no es la inversión en empresas, y no cuentan con procedimientos formales ni sistemáticos para evaluar oportunidades de inversión en empresas. Ver 4 Fs.
- Capital de Riesgo Temprano : Son fondos adecuados para la etapa en que la empresa inicia las ventas y requiere recursos para financiar tanto la validación del modelo de negocios como la inversión necesaria para la primera expansión. En esta etapa el crecimiento usualmente es inestable y la empresa mantiene una escala pequeña de operaciones que no permite una adecuada profesionalización. El uso del financiamiento suele ser para capital de trabajo e inversión en marketing y equipamiento. La fuente de financiamiento más común en esta etapa son inversionistas ángeles, usualmente agrupados en redes, y algunos fondos pequeños de capital de riesgo. Estos inversionistas

evalúan la empresa en función de su potencial de creación de valor y la probabilidad de lograr un evento de liquidez (venta de las acciones) que les permita la realización de ese valor.

- Capital Semilla : Son fondos para etapas muy tempranas que tienen como objetivo financiar lo necesario para realizar las definiciones finales y las primeras acciones del plan de negocios desarrollado por los fundadores. Usualmente son montos pequeños que sirven para dar estructura legal a la empresa y cerrar los primeros acuerdos con clientes y proveedores. Estas fuentes de financiamiento son comúnmente llamadas las 4Fs: fundadores, familiares, amigos e inversionistas ángeles (Founders, Family, Friends and Foolhardy investors). Normalmente este tipo de inversión se da de manera informal, sin procesos de selección de proyectos ni mecanismos de evaluación formales (due diligence). En algunos países, como Chile, el gobierno también provee de fondos para esta etapa, pero en este caso los proyectos sí pasan por un proceso de selección y evaluación, y por lo tanto, estos caerían dentro de la categoría de fondos formales.
- Due Dilligence : Es el proceso de auditoría detallada que realizan los inversionistas en una empresa que es susceptible de recibir una inversión. Usualmente está centrado en examinar el detalle de las operaciones, los dueños y gerentes y la verificación de los supuestos y hechos fundamentales que son de impacto material en el valor de la empresa.
- Evento de Liquidez : Ver Exit Strategy.
- Exit Strategy : Es la forma en la cual un inversionista planea terminar su periodo de inversión en una empresa. Por ejemplo esto puede ser la venta a un tercero o la venta a través de la apertura en Bolsa. También se le llama Evento de Liquidez.

- Incubadora : Es una empresa u organización que tiene como objetivo ayudar a un potencial emprendedor a desarrollar una nueva empresa o negocio en sus etapas iniciales (startup). Las incubadoras son de un muy alto espectro de alternativas y de tipos de negocios o industrias, así como también del tipo de servicios que ofrecen a las empresas o emprendedores que se incuban con ellas y de los costos o cobros que realizan a sus clientes.
- Inversionista Ángel : Es un individuo que proporciona capital a una nueva empresa o negocio en sus etapas más iniciales (formulación de business plan o primeros meses de vidas). Estas empresas o negocios están caracterizadas por altos niveles de incertidumbre, por lo que también están asociadas a altos niveles de retorno exigido y esperado. Por lo mismo estos inversionistas prefieren invertir en negocios o empresas de muy alto potencial. En general los inversionistas ángeles corresponden a inversionistas informales, aun cuando pueden adquirir un alto nivel de formalidad al operar en Redes de Inversionistas Ángeles. Ver Inversionistas Informales y Redes de Inversionistas Ángeles.
- Inversionistas Formales : Ver Capital de Riesgo Formal.
- Inversionistas Informales : Ver Capital de Riesgo Informal.
- Mezzanine Financing : Se refiere a un instrumento de deuda subordinada o a uno de capital preferente, y que ayuda a llenar la brecha entre financiamiento bancario y el de capital de riesgo. Es usual que tome la forma de deuda que es convertible en acciones bajo ciertas condiciones a opción del deudor o de los dueños de la empresa. Similarmente puede ser capital convertible en deuda bajo ciertas condiciones a opción del inversionista o de los dueños de la empresa.

Plan de Negocios	: Documento formal y estandarizado que da cuenta de una oportunidad y de la forma en que se planea capturarla. Incluye información de tallada del mercado, del plan de marketing, de operaciones, de los socios gestores, de RR.HH., la estrategia financiera y los riesgos y oportunidades del negocio. Es el documento que se usa para buscar financiamiento de capital de riesgo.
Private Equity Funds	: Ver Capital de Riesgo de Consolidación.
Redes de Ángeles	: Ver Redes de Inversionistas Ángeles.
Redes de Inversionistas Angeles	: Son organizaciones formales que agrupan a Inversionistas Angeles con el objeto de facilitar la identificación y evaluación de oportunidades de inversión. Es común que los inversionistas ángeles inviertan en grupo o "Bandas de Angeles", con el objeto de limitar su exposición en un nuevo negocio y diversificar su riesgo.
Seed Capital	: Ver Capital Semilla
Startup	: Es un negocio o empresa en su etapa más temprana (formulación de plan de negocios o puesta en marcha).
Term Sheet	: (en capital de riesgo) Es un documento que resume los detalles de una potencial inversión de capital de riesgo, y que sirve de base para el contrato de asociación, en virtud del cual se materializa la inversión.
Venture Capital	: Ver Capital de Riesgo.
VC	: Venture Capital, ver Capital de Riesgo.









GEM CAPITAL DE RIESGO CHILE 2008  
© Universidad Adolfo Ibáñez y Universidad del Desarrollo.

*[www.gemchile.cl](http://www.gemchile.cl)*

Ediciones Universidad del Desarrollo Ltda.

