

■

REPORTE DE
VENTURE CAPITAL
Y PRIVATE EQUITY
EN CHILE
2010 - 2011



ACAFI

Asociación Chilena de Administradoras
de Fondos de Inversión

ACGAFI



ÍNDICE

CARTA DEL PRESIDENTE	03
NUUESTRA ASOCIACIÓN	04
INTRODUCCIÓN	05
I. HISTORIA DE LA INDUSTRIA DE VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY EN CHILE	08
II. LA INDUSTRIA HOY	11
II.1 Los Actores Nacionales	12
II.1.1 Venture Capital	12
II.1.2 Private Equity	17
II.2 Fondos de Inversión Extranjeros en Venture Capital	19
III. IMPACTO DE LA INDUSTRIA EN LA ECONOMÍA CHILENA	20
IV. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA INDUSTRIA CHILENA DE VC/PE RESPECTO A LATINOAMÉRICA	23
V. ENTORNO LEGAL DE LA INDUSTRIA	27
V.1 Marco legal para la formación de fondos de inversión	27
V.1.1 Fondos públicos	28
V.1.2 Fondos privados	29
V.2 Marco legal para la tributación a inversionistas locales	29
V.2.1 Inversionistas locales	30
V.2.2 Inversionistas extranjeros	31
VI. ESTRUCTURA Y GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	32
VII. PERSPECTIVAS DE LA INDUSTRIA	34
VII.1 Venture Capital	34
VII.2 Private Equity	40
ESQUEMA GENERAL DE LA INDUSTRIA DE VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY	45
DIRECTORIO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY	47
REFERENCIAS	56
ANEXOS	57

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Clasificación de fondos, según objeto de inversión	06
Tabla 2: Resumen de Leyes relativas a la regulación de la industria de VC/PE	10
Tabla 3: Caracterización de la industria de VC/PE en Chile, (incluye sólo fondos vigentes)	11
Tabla 4: Fondos privados de Venture Capital	12
Tabla 5: Fondos públicos de Venture Capital	13
Tabla 6: Instrumentos de financiamiento CORFO	14
Tabla 7: Montos comprometidos y desembolsados en fondos con financiamiento de CORFO	14
Tabla 8: Fondos de inversión con financiamiento de CORFO	15
Tabla 9: Fondos con financiamiento de CORFO en etapa de Levantamiento de Capital	15
Tabla 10: Fondos comprometidos y desembolsados, por programa de financiamiento CORFO	16
Tabla 11: Fondos de Private Equity en Chile de Procedencia Local	17
Tabla 12: Lista de Fondos de Fondos (Feeder Funds) en Chile	18
Tabla 13: Fondos de fondos de Private Equity en etapa de Levantamiento de Capital	18
Tabla 14: Fondos de inversión de Capital Extranjero de Riesgo (FICER)	19
Tabla 15: Inversiones de Capital en Latinoamérica y el Caribe, como % del PIB	23
Tabla 16: Inversiones de Capital en Latinoamérica y el Caribe, en US\$ MM	24
Tabla 17: Inversiones de Capital en VC/PE	24
Tabla 18: Ranking de competitividad en PE/VC, año 2010	26
Tabla 19: Comisión de administración para fondos de inversión en VC/PE	33

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Cadena Teórica de Financiamiento, según etapa de desarrollo	05
Figura 2: Descripción de los tipos de fondos de inversión en Chile	08
Figura 3: Evolución de los programas de CORFO de fomento al desarrollo de la industria de fondos de inversión	09
Figura 4: Montos desembolsados en fondos con participación CORFO, por programa de financiamiento	16
Figura 5: Evolución histórica de financiamiento en VC/PE, 2006-2010	25

CARTA DEL PRESIDENTE



En Chile, la industria de fondos de inversión de Venture Capital (VC) y Private Equity (PE) ha tenido un crecimiento constante. Con diez años de desarrollo en el país, un monto de US\$845,8 millones, 31 fondos de inversión y 22 administradoras a su haber, podemos afirmar que es una industria que crece a pasos agigantados.

Ejemplo de ello es el aumento registrado en los montos en las inversiones de capital en VC y PE. En 2009 se contabilizaron 14 transacciones por un monto de US\$243,1 millones, mientras que en 2010 estos alcanzaron un total de US\$390,6 millones, 28% mayor que el año anterior.

Cabe mencionar que este aumento de inversión se debe en gran medida a las políticas públicas promovidas por los gobiernos a partir del año 2000, incluyendo los instrumentos de fomento desarrollados por CORFO.

En este primer Informe de Venture Capital y Private Equity realizado por la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI), lo que pretendemos es dar a conocer la historia de estos fondos, sus características, el escenario actual en el que se desarrollan y proponer medidas que permitan a la industria seguir creciendo y fortaleciéndose.

Como aparece expuesto a continuación, muchas son las razones que hacen que nuestra atención se centre en los fondos VC y PE.

En el caso de los fondos VC, diversos estudios internacionales reafirman su positivo impacto en la economía: generan empleos, las empresas lo consideran un factor primordial en su etapa inicial y desarrollo y potencian el crecimiento de las distintas industrias que operan en nuestro país.

A esto se debe sumar que Chile posee condiciones excepcionales para el desarrollo de VC y PE: estabilidad de su legislación, transparencia jurídica, bajos niveles de corrupción, entre otras virtudes que hacen de nuestro país un entorno excepcional para este tipo de inversiones. Sin embargo, el sistema no es perfecto y por eso nuestro interés como asociación está en proponer mejoras que permitan aprovechar al máximo el potencial presente en el país.

Como ACAFI queremos promover una discusión sana y rica en contenido que nos permita resolver las debilidades que, a nuestro juicio, presenta el sistema. Para ello, nuestras estrategias están enfocadas en simplificar la estructura legal para fondos de inversión (Ley Única de Fondos); mejorar el escenario para inversionistas extranjeros (mejorando la estructura tributaria), flexibilizar los instrumentos CORFO, entre otras.

Esperamos que este informe sea de utilidad para los distintos actores que conforman el mercado nacional y sirva como instrumento para proponer nuevas medidas que ayuden a potenciar los fondos VC y PE.

Fernando Tisné M.
Presidente

Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión A.G.

NUESTRA ASOCIACIÓN

La Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (en adelante ACAFI) es una asociación gremial nacida en 2003, que se fundó con el propósito de agrupar, bajo una misma voz, a las principales administradoras de fondos de inversión del país y transformarse con ello en un gremio relevante en el mercado de capitales chileno.

Actualmente, ACAFI está compuesta por 27 miembros asociados que agrupan a la totalidad de los administradores de fondos públicos del país sumándose cada año nuevos integrantes, motivados principalmente por la oportunidad de ver representados sus intereses bajo un mismo alero.

Desde su creación, ACAFI se ha dedicado a trabajar bajo rigurosos códigos de ética, los cuales han sido propuestos y aceptados por todos sus socios.

Los principales objetivos de ACAFI son:

- Cooperar con el desarrollo y profundización del mercado de capitales en Chile, a través de estudios técnicos, normativos y legales, que permitan un mayor desarrollo de la industria de fondos de inversión.
- Potenciar a Chile como plataforma de exportación de servicios financieros para la región.
- Fomentar la creación y crecimiento de nuevas empresas, a través del financiamiento de ellas en sus distintas etapas de desarrollo, promoviendo así el emprendimiento e innovación.

INTRODUCCIÓN

El presente estudio tiene como objetivo presentar los avances en el desarrollo de la industria de Venture Capital (VC) y Private Equity (PE) en el país, y los desafíos que resta abordar para generar los beneficios de esta industria tanto en crecimiento económico como en creación de riqueza y generación de empleos en Chile.

Con el fin de contextualizar el análisis y facilitar la comprensión de este estudio, a continuación se entregan definiciones conceptuales relacionadas con los términos de Venture Capital y Private Equity (VC/PE) que usaremos a lo largo del estudio.

En general, en nuestro país se distinguen cinco etapas de financiamiento en el desarrollo de nuevas empresas: Capital Semilla, Inversión Ángel, Capital de Riesgo, Capital de Desarrollo y Buyout, como se indica en la figura siguiente¹.

El Capital Semilla está destinado a la iniciación de actividades de una empresa, para luego acceder eventualmente a capital proveniente de un inversionista privado también denominado inversionista ángel o a redes de estos inversionistas.

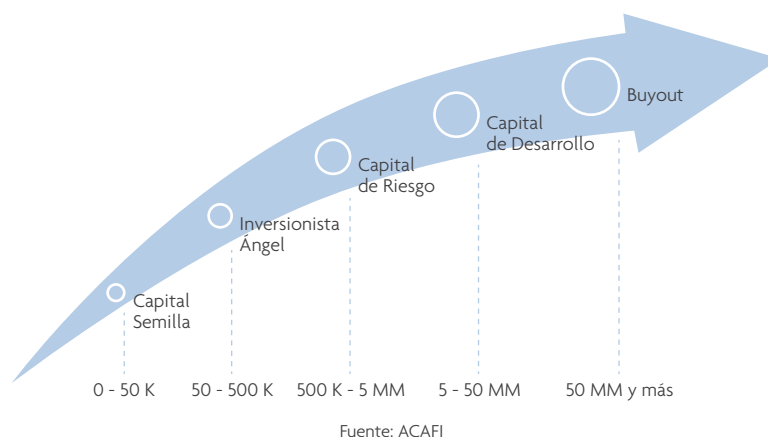
Para el caso de empresas con mayor potencial de crecimiento y sólo para un porcentaje de éstas, se hace accesible el Venture Capital que está destinado al escalamiento rápido del negocio.

El Capital de Desarrollo corresponde a la etapa siguiente, y lo definiremos como el financiamiento de largo plazo a compañías ya consolidadas que presentan oportunidades de expansión regional o ampliación en sus líneas de negocios.

Finalmente, el Buyout corresponde a inversiones orientadas a la toma de control en empresas medianas o grandes con flujos de caja positivos y estables. En el Buyout, el fondo de inversión tiene participación accionaria mayoritaria y control estratégico sobre la empresa, dejando la gestión del día a día a los ejecutivos de la empresa.

Durante las primeras etapas de la empresa, el crecimiento se manifiesta de manera inestable y los montos de inversión necesarios son menores, pero con mayor riesgo. Por otro lado, etapas posteriores en la evolución de una empresa requieren mayores montos de inversión, pero con menores riesgos (Figura 1).

Figura 1: Cadena Teórica de Financiamiento, según etapa de desarrollo



¹ Venture Capital es equivalente a Capital de Riesgo. Private Equity agrupa al Capital de Desarrollo y Buyout.

En la anterior cadena de financiamiento, la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión reúne a administradoras de fondos que invierten tanto en Capital de Riesgo, como en Capital de Desarrollo y Buyout.

En 2007, ACAFI elaboró una clasificación detallada de los tipos de fondos de inversión según su objeto. Estos pueden ser de tipo Mobiliarios (inversión en acciones e instrumentos de renta fija), Inmobiliarios (inversiones en bienes raíces), Capital Privado (inversión en empresas no listadas, incluye a Venture Capital y Private Equity) y otros fondos. Esta clasificación se expone en detalle en la siguiente tabla: (Tabla 1)

Tabla 1: Clasificación de fondos, según objeto de inversión

Clasificación Fondo	Tipo/Subtipo		Objeto Principal de Inversión
Mobiliarios	Renta Fija	Renta Fija Local	Instrumentos de renta fija, de emisores nacionales o extranjeros.
		Renta Fija Extranjera	Instrumentos de renta fija de emisores extranjeros.
		Renta Fija Mixta	Combinación de las dos anteriores.
	Accionarios	Acciones Locales	Acciones de emisores nacionales.
		Acciones Extranjeras	Acciones de emisores Extranjeras.
		Mixto	Combinación de las dos anteriores.
	Retorno Absoluto ²	Absoluto Local	Obtener una rentabilidad objetivo poco correlacionada con el mercado nacional y dentro de un rango de volatilidad esperada, a través de la inversión principalmente en instrumentos de renta fija, acciones y derivados nacionales.
Absoluto Extranjero		Obtener una rentabilidad objetivo poco correlacionada con los mercados y dentro de un rango de volatilidad esperada, a través de la inversión principalmente en instrumentos de renta fija, acciones y derivados de emisores extranjeros.	
Inmobiliarios	Rentas	Invertir en bienes raíces construidos o por construir para el arriendo.	
	Desarrollo	Invertir en el desarrollo y construcción de proyectos inmobiliarios para la venta.	
	Plusvalía	Invertir prioritariamente en bienes raíces que espera una ganancia futura en plusvalía.	
	Mixto	Combinación de las anteriores.	
Capital Privado	Capital de Riesgo ³	Invertir principalmente en empresas desde su creación.	
	Capital de Desarrollo	Invertir en empresas ya lanzadas.	
	Buyout	Invertir en empresas ya consolidadas e incluso comprar la totalidad de empresas consolidadas.	
	Mixto	Combinación de las anteriores.	
Otros Fondos	Infraestructura	Invertir en el desarrollo de infraestructuras tales como camineras, portuarias, aeroportuarias, carcelarias, etc.	
	Fondo de Fondos	Invertir en cuotas de otros fondos.	
	Energía y Recursos Naturales	Invertir en el sector energía y recursos naturales.	

Fuente: VI Catastro de Fondos de Inversión ACAFI, 2010.

² Categoría agregada el primer trimestre del 2010.

³ Nos referiremos a esta categoría como Venture Capital para efectos de este informe.

La tabla anterior entrega lineamientos conceptuales convenidos por ACAFI para calificar los distintos tipos de fondos, acorde a las características de sus inversiones. Los fondos de Capital Privado tienen como objeto invertir en empresas cerradas (no públicas), e incluyen a los fondos de Venture Capital y Private Equity, ambos objeto de estudio de este informe.

CONTENIDO DEL INFORME

Este informe contiene siete secciones. La primera sección resume el desarrollo de la industria de Venture Capital y Private Equity en Chile desde sus orígenes. La segunda describe a la industria en la actualidad, analizando tanto a los actores nacionales como los fondos extranjeros presentes.

Luego, se discute el impacto del Venture Capital y Private Equity en la economía en general, tanto a nivel de empleos como de importancia sobre el PIB. En el cuarto capítulo, se analiza la industria desde un punto de vista regional, comparando la industria chilena de VC/PE respecto a la latinoamericana.

La siguiente sección describe el marco legal de la industria, para en el siguiente capítulo analizar las estructuras de gobierno corporativo de los fondos chilenos, tanto desde el punto de vista de la inversión, maduración y las compensaciones a las sociedades administradoras.

Por último se busca enunciar las principales proyecciones de la industria, como también las recomendaciones de ACAFI al regulador para su mayor desarrollo futuro. Al final del informe, se anexan un esquema general y directorio de la industria de VC/PE en Chile.

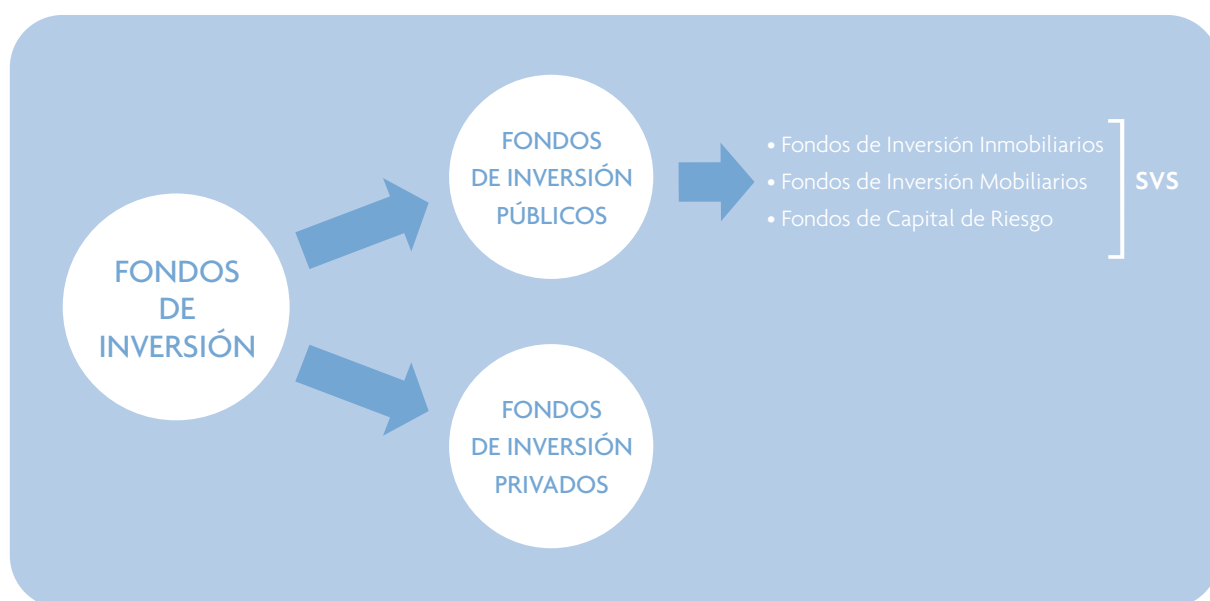


I. HISTORIA DE LA INDUSTRIA DE VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY EN CHILE

El primer intento por incentivar la industria de VC/PE en Chile se realizó en julio de 1989 mediante la Ley N° 18.815. Esta ley creó los fondos de inversión públicos, los cuales tenían cuotas de participación no rescatables y sus activos podían ser convertidos en inversiones inmobiliarias, mobiliarias y de capital de riesgo⁴.

De manera específica, con esta ley se concedió autorización para que los fondos de inversión de capital de riesgo pudieran "...invertir los recursos en acciones, bonos, efectos de comercio u otros títulos de deuda, cuya emisión no haya sido registrada en la Superintendencia de Valores y Seguros y cuyo objeto sea financiar nuevos proyectos empresariales o la ampliación de los existentes (excluyendo los inmobiliarios)".

Figura 2: Descripción de los tipos de fondos de inversión en Chile



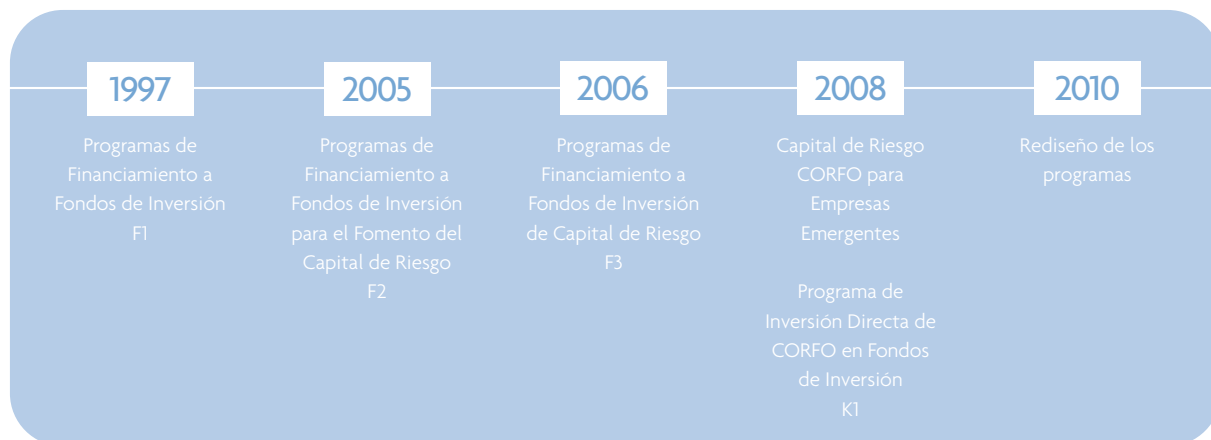
Luego, en 1990 se autorizó a los fondos de pensiones (AFP) para invertir hasta el 5% de sus activos bajo administración en estos fondos de inversión. Sin embargo, a tres años de promulgada la ley sólo se habían creado dos fondos, los que finalmente no invirtieron en VC debido a la excesiva regulación, falta de experiencia y bajas comisiones de administración.

El segundo intento por lanzar la industria de VC se realizó en los años 1994 y 1995 con las leyes 19.301 y 19.389 que modificaron la ley 18.815, flexibilizando las regulaciones y estimulando la creación de los fondos de inversión de desarrollo de empresas (FIDES).

CORFO entonces implementó en 1997 el programa de cuasi-capital para los fondos de desarrollo de empresas (FIDES), consistente en el ofrecimiento de créditos de largo plazo a los fondos de inversión regidos por la Ley 18.815 (Ver en figura 3 la evolución de los programas CORFO de apoyo al VC).

⁴ Luego esta ley se modifica en el año 2000 para crear la figura de los fondos de inversión privados.

FIGURA 3: Evolución de los programas de CORFO de fomento al desarrollo de la industria de fondos de inversión



Fuente: Elaboración propia en base a información de CORFO.

En 2000, se permitió a los fondos mutuos invertir 10% de sus activos en FIDES (Ley de OPAS). La Reforma del Mercado de Capitales de 2002 (MKI) creó la bolsa emergente como mercado, eliminó el impuesto a las ganancias de capital para acciones de alta presencia y para la venta corta de bonos y acciones, redujo el impuesto que grava las transacciones financieras internacionales y fortaleció los derechos de los accionistas minoritarios.

Además, el MKI creó los fondos de inversión privados (incluidos actualmente en la Ley 18.815) que se diferencian de los fondos de inversión públicos principalmente porque no hacen oferta pública de sus valores y por lo tanto no son fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Luego de una tramitación que duró cerca de cuatro años, la Cámara de Diputados chilena aprobó en 2007 las modificaciones que el Senado realizó a la propuesta inicial, que considera incentivos tributarios e institucionales para fomentar la industria de VC, junto con el establecimiento de normas para profundizar la modernización del mercado de capitales chileno.

El proyecto conocido como MKII incluyó normas para facilitar el financiamiento, estimular la inversión y dar seguridad a quienes invierten sus recursos en el mercado financiero, lo que se estimó podría introducir hasta US\$1.500 millones de nuevo financiamiento para las empresas medianas y pequeñas, y las nuevas empresas.

En lo fundamental, esta segunda reforma al mercado de capitales consideró el fomento de la industria de Venture Capital mediante la disponibilidad de financiamiento para PYMEs y la eliminación de las trabas existentes en la industria. Junto a ello, se entregaron beneficios tributarios a los inversionistas en "fondos públicos" y para quienes inviertan en empresas más pequeñas.

Con fecha 13 de agosto de 2010 se publicó en el Diario Oficial la Ley 20.448, una nueva reforma al mercado de capitales, catalogada como MKIII. Ésta introdujo una serie de reformas en materia de liquidez, innovación financiera e integración del mercado de capitales chileno. La reforma se sustentó en cuatro pilares fundamentales: 1) Otorgar mayor grado de liquidez y profundidad al mercado de capitales; 2) Ampliar el mercado financiero; 3) Incorporar elementos de competencia al mercado crediticio y 4) Facilitar la integración financiera del mercado chileno, introduciendo incentivos a los inversionistas extranjeros. Sin embargo, el MKIII no incluyó mejoras significativas en cuanto a los fondos de inversión. En materia tributaria, la Ley 20.448 no incluyó reformas relevantes.

En la actualidad el Ministerio de Hacienda del Gobierno de Sebastián Piñera, Felipe Larraín, ha comunicado públicamente que uno de sus objetivos es trabajar en una ley -conocida como Ley Única de Fondos o LUF- que reúna en una sola norma la legislación aplicable para fondos de inversión, fondos mutuos y fondos de inversión de capital extranjero, con el objeto de uniformar la legislación vigente, simplificar las estructuras legales y potenciar el desarrollo de la industria⁵.

Esta ley se enmarca además en una nueva gran reforma del Gobierno del Presidente Sebastián Piñera, conocida como MKB (Mercado de Capitales Bicentenario). Dicha reforma busca integrar el mercado financiero nacional al resto del mundo, establecer un marco regulatorio que permita fomentar la innovación y el emprendimiento, adoptar las mejores prácticas internacionales en materia de competencia, supervisión y transparencia, como también incrementar la productividad, liquidez y acceso al sistema financiero.

De acuerdo a la información disponible, esta reforma se basaría en siete pilares fundamentales: marco tributario, protección al consumidor, solvencia y riesgo del sistema financiero, información y transparencia, mejoras institucionales, mercado de capitales al servicio de la clase media y PYMEs, nuevos mercados y financiamiento más barato.

A continuación, se resumen las leyes y reformas legislativas en el Mercado de Capitales pertinentes a la industria de VC/PE:

Tabla 2: Resumen de Leyes relativas a la regulación de la industria de VC/PE

Año	Ley N°	Descripción
1987	18.657	Creación FICE
1989	18.815	Regula Fondos de Inversión
1994	19.301	Modifica Mercado de Valores
1995	19.389	Modifica Fondos de Inversión
2000	19.705	Ley de OPAs
2001	19.768	Reforma MKI
2007	20.190	Reforma MKII
2010	20.448	Reforma MKIII

Fuente: Biblioteca del Congreso Nacional de Chile.

⁵ ACAFI forma parte de la comisión de trabajo que ha estado trabajando en el proyecto junto al Ministerio de Hacienda, buscando incorporar en esta nueva regulación parte importante de los requerimientos o elementos que ACAFI considera relevantes para el desarrollo de la industria de fondos y como parte de ellos, la industria de VC/PE.

II. LA INDUSTRIA HOY

La industria de Venture Capital y Private Equity actual presenta un desarrollo incipiente que ya cuenta con 10 años de desarrollo y que muestra señales de aceleración en los últimos años gracias a las políticas públicas propulsadas por los gobiernos a partir de 2000, lo que incluye los instrumentos de fomento desarrollados por CORFO como son las líneas F1, F2 y F3 y K1 (explicados más adelante) y la promulgación de reformas al Mercado de Capitales (MKI, MKII y MKIII) que fomentan la inversión en Venture Capital y Private Equity.

Los fondos de inversión en Chile se clasifican en fondos públicos y fondos privados. Los primeros son aquellos que pueden hacer oferta pública de sus valores, por ello están sujetos a una serie de regulaciones de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), que tienen relación con la composición de su portafolio, límites a operaciones con partes relacionadas, entrega de información al público y gobierno corporativo, entre otras.

Por otra parte, los fondos privados son aquellos que no pueden realizar oferta pública de sus valores, quedando por ello exceptuados de la mayoría de las normas regulatorias definidas por la SVS. De acuerdo a la Ley 18.815, los fondos privados deben ser auditados anualmente por auditores externos de aquellos inscritos en el Registro de la SVS.

La industria de VC/PE de Chile se estima en US\$845,8 millones, con un total de 31 fondos de inversión y 22 administradoras de fondos de inversión⁶. Este total considera sólo a los fondos que se encuentran en etapa de inversión/desinversión y liquidación. En la siguiente tabla, se presentan estadísticas importantes de la industria: (Tabla 3)

Tabla 3: Caracterización de la industria de VC/PE en Chile, incluye sólo fondos vigentes⁷

Clasificación	Subcategoría	Número de Fondos	Proporción Cantidad	Monto Total (US\$MM)	Proporción Montos (%)
Etapa de Inversión	Venture Capital	21	68%	409,9	48%
	Private Equity	10	32%	435,9	52%
Aportes de CORFO	Con Financiamiento CORFO	23	74%	460,5	54%
	Sin Financiamiento CORFO	8	26%	385,3	46%
Total Industria PE/VC		31	100%	845,8	100%

Fuente: Elaboración propia.

En detalle, el Venture Capital cuenta con un total de 21 fondos⁸, montos por US\$409,9 millones y un tamaño promedio por fondo de US\$19,5 millones. Por otra parte, la industria de Private Equity cuenta con un total de diez fondos y montos por US\$435,9 millones invertidos, para un tamaño promedio de US\$43,6 millones por fondo.

Finalmente, los fondos que cuentan con financiamiento CORFO aportan con el 54% de la industria (US\$460,5 millones), aunque a la fecha se han desembolsado sólo un 62% de ese total (equivalente a US\$285,0 millones).

⁶ Los fondos en etapa de Levantamiento de Capital se tratarán de manera aparte en el informe y no serán incluidos en este análisis. Este total sólo incluye fondos directos con domicilio local, o bien fondos indirectos cuyo Feeder Fund cuenta con domicilio en Chile.

⁷ Se excluyen en estos totales los fondos de inversión en etapa de Levantamiento de Capital.

⁸ Cabe mencionar que la calificación de Venture Capital responde a las propuestas originales de inversión de estos fondos. En la práctica, muchos de ellos pueden haber realizado inversiones que no son estrictamente consideradas como Venture Capital, análisis que escapa al alcance de este estudio.

II.1 LOS ACTORES NACIONALES

Los actores nacionales en la industria de VC/PE se pueden clasificar en fondos privados y fondos públicos. Además, los fondos VC/PE pueden contar o no con financiamiento CORFO, por lo que esta categoría será tratada de manera separada. A continuación, se caracterizarán cada una de estas categorías.

II.1.1 VENTURE CAPITAL

La industria de Venture Capital tiene un tamaño de US\$409,9 millones, y agrupa un total de 21 fondos de inversión (19 fondos de inversión privados y 2 públicos). Cabe señalar que la totalidad de los fondos de Venture Capital en Chile son financiados mediante programas de financiamiento de CORFO. A continuación, se describe cada una de estas categorías en mayor detalle:

FONDOS PRIVADOS

En materia de fondos privados, la industria de Venture Capital administra un total de 19 fondos activos por un total de US\$368,1 millones, con un portafolio de 72 empresas invertidas. Un resumen de los fondos privados se encuentra en la tabla siguiente: (Tabla 4)

Tabla 4: Fondos privados de Venture Capital

#	Nombre del Fondo	Tamaño del Fondo (US\$MM)	Aportes CORFO (US\$MM)	Aportes Privados (US\$MM)	Portafolio Empresas (#)	Etapas de Inversión
1	A5 Capital	13,4	8,1	5,3	2	Inversión/Desinversión
2	Agrodesarrollo	19,3	12,8	6,5	3	Inversión/Desinversión
3	Aurus Bios	15,1	10,1	5	1	Inversión/Desinversión
4	Aurus Tecnología	15,1	10,1	5	4	Inversión/Desinversión
5	Austral Capital	35,2	25,2	10	10	Inversión/Desinversión
6	Chile Innovation Fund I	25,2	16,8	8,4	1	Inversión/Desinversión
7	Copec-UC	12,6	8,4	4,2	2	Inversión/Desinversión
8	Crecimiento Agrícola	11,0	8,3	2,7	6	Inversión/Desinversión
9	Emprendedor I	13,3	7	6,3	4	Inversión/Desinversión
10	Expertus	28,1	21	7,1	8	Inversión/Desinversión
11	Halcón II	19,4	13,5	5,9	2	Inversión/Desinversión
12	IM Trust Energías Renovables	25,2	16,8	8,4	0	Inversión/Desinversión
13	Inversión en Empresas Innovadoras	3,1	1,7	1,4	3	Inversión/Desinversión
14	Medioambiente I	25,2	16,8	8,4	4	Inversión/Desinversión
15	Negocios Regionales	32,8	10,1	22,7	11	Inversión/Desinversión
16	Patagonia	10,9	5,1	5,8	1	Inversión/Desinversión
17	Pi Capital Agroindustria	12,8	9,2	3,6	4	Inversión/Desinversión
18	Precursor	23,5	17,6	5,9	6	Inversión/Desinversión
19	Precursor II	26,9	18,0	8,9	0	Inversión/Desinversión
	Total	368,1	236,6	131,5	72	

Fuente: Anuario Fondos de Inversión ACAFI 2010, Clasificadoras de Riesgo (Feller-Rate, Fitch Ratings), Diario Financiero, CORFO.

FONDOS PÚBLICOS

En materia de fondos públicos, la industria de Venture Capital administra un total de dos fondos por un total de US\$41,8, con un portafolio de 12 empresas. Un resumen de los fondos públicos se encuentra en la tabla siguiente: (Tabla 5)

Tabla 5: Fondos públicos de Venture Capital

#	Nombre del Fondo	Tamaño del Fondo (US\$MM)	Aportes CORFO (US\$MM)	Aportes Privados (US\$MM)	Portafolio Empresas (#)	Etapas de Inversión
1	Chiletech	17,8	8,4	9,4	9	Inversión/Desinversión
2	Tridente	24,0	16,0	8,0	3	Inversión/Desinversión
	Total	41,8	24,4	17,4	12	

Fuente: Anuario Fondos de Inversión ACAFI 2010, Clasificadoras de Riesgo (Feller-Rate, Fitch Ratings), Diario Financiero, CORFO.

FONDOS CON FINANCIAMIENTO CORFO

Con el objetivo de apoyar la industria de Venture Capital y considerando la falta de financiamiento en el Mercado de Capitales a empresas en etapas tempranas, en 1997 surgieron una serie de programas de financiamiento co-financiados por CORFO, en forma de cuasi-capital, teniendo como beneficiarios a los fondos que inviertan en proyectos de las características recién descritas. De esta forma, hasta la fecha CORFO ha desarrollado cinco diferentes programas de apoyo a la industria de Venture Capital y Private Equity:

- F1: Programa de Financiamiento a fondos de inversión
- F2: Programa de Financiamiento a fondos de inversión para el Fomento del Capital de Riesgo
- F3: Programa de Financiamiento a fondos de inversión de Capital de Riesgo
- K1: Programa de Inversión Directa de CORFO en fondos de inversión
- Fondo Minero Fénix: fondo de exploración Minera Fénix

En marzo de 2011, el Ministerio de Minería, encabezada por Laurence Golborne, junto a CORFO lanzaron el Fondo de Exploración Minera Fénix. La iniciativa pretende fomentar la industria minera de Venture Capital a través del apoyo a empresas de exploración minera (conocida como "juniors" mineras), entregándoles a estos fondos un apalancamiento de 2x1 necesarios para desarrollar proyectos en este ámbito.

El fondo contempla reunir un monto máximo de US\$90 millones, de los cuales US\$60 millones corresponderán a recursos CORFO y US\$30 millones a recursos privados. Cada administradora podrá obtener un monto de entre UF 150.000 y UF 400.000 para inversión.

En la siguiente tabla se resumen las características de cada uno de los financiamientos CORFO⁹: (Tabla 6)

⁹ Mayor información de estos programas se puede encontrar en el Anexo A.

Tabla 6: Instrumentos de financiamiento CORFO

Objetivos	F1	F2	F3	K1	Fondo Minero Fénix
Año de creación	1997	2005	2006	2008	2011
Apalancamiento	1 vez el capital.	3 veces el capital.	2:1 subiendo a 3:1 si hay innovación.	No. Sólo capital hasta 40%.	2:1 el capital.
Interés	Sin mínimo, máximo 25% utilidades.	2% anual, hasta 5% a 25% de utilidades.	2% anual, hasta 5% o 25% de utilidades.	No aplica.	BCU ¹⁰ a 10 años + 5% anual (créditos en UF) o Libor a 180 días + 3% anual (créditos en USD).
Patrimonio de Empresas	Hasta US\$4 MM Subió US\$20 MM.	Hasta US\$4 MM	Hasta US\$4 MM	No se define, ventas < US\$16 MM.	No superior a 200.000 UF.
¿En Operación?	No.	No, sólo quedan saldos por girar.	Sí, pero con límite de presupuesto.	Sí.	Sí.
Fondos Beneficiarios	5 fondos, se han cerrado 2.	6 fondos, se ha cerrado 1.	16 fondos	1 fondo	Sin fondos.

Fuente: Elaboración propia, en base a información de CORFO.

El total de montos comprometidos para estos fondos corresponde a US\$460,5 millones, de los cuales CORFO ha contribuido con un 64% (US\$296,1 MM). Del total de fondos comprometidos, se han girado US\$285 millones, correspondientes a un 62%, de acuerdo a información de CORFO¹¹. Mayor información en la tabla siguiente (Tabla 7).

Tabla 7: Montos comprometidos y desembolsados en fondos con financiamiento de CORFO

Aportantes	Montos Comprometidos		Montos Desembolsados	
	US\$MM	%	US\$MM	%
CORFO	296,1	64%	180,1	63%
Privados	164,4	36%	105,0	37%
Total	460,5	100%	285,0	100%

Fuente: En base a información de CORFO (diciembre 2010) y administradoras de fondos.

En la siguiente tabla, se exponen los fondos que cuentan con financiamiento CORFO, mediante alguno de sus programas F1, F2, F3 y K1, excluyendo aquellos fondos que están en etapa de Levantamiento de Capital. En total, existen 23 fondos de inversión vigentes¹². Mayor detalle de estos fondos se puede observar en la siguiente tabla (Tabla 8).

¹¹ A diciembre 2010.

¹² Hay un total de 29 fondos, de los cuales 4 están cerrados y 2 se encuentran en etapa de Levantamiento de Capital.

Tabla 8: Fondos de Inversión con financiamiento de CORFO¹³

#	Línea CORFO	Nombre del Fondo	Tamaño Fondo (US\$MM)	Portfolio Empresas (#)	Etapa de Inversión	Etapa de Desarrollo
1	F1	Chiletech	17,8	9	Inversión/Desinversión	Venture Capital
2	F1	Negocios Regionales	32,8	11	Inversión/Desinversión	Venture Capital
3	F2	AXA Capital Chile	25,4	4	Inversión/Desinversión	Private Equity
4	F2	Crecimiento Agrícola	11,0	6	Inversión/Desinversión	Venture Capital
5	F2	Expertus	28,1	8	Inversión/Desinversión	Venture Capital
6	F2	Halcón II	19,4	2	Inversión/Desinversión	Venture Capital
7	F2	Precursor	23,5	6	Inversión/Desinversión	Venture Capital
8	F3	A5 Capital	13,4	2	Inversión/Desinversión	Venture Capital
9	F3	Agrodesarrollo	19,3	3	Inversión/Desinversión	Venture Capital
10	F3	Aurus Bios	15,1	1	Inversión/Desinversión	Venture Capital
11	F3	Aurus Tecnología	15,1	4	Inversión/Desinversión	Venture Capital
12	F3	Austral Capital	35,2	10	Inversión/Desinversión	Venture Capital
13	F3	Chile Innovation Fund I	25,2	1	Inversión/Desinversión	Venture Capital
14	F3	Copec-UC	12,6	2	Inversión/Desinversión	Venture Capital
15	F3	Emprendedor I	13,3	4	Inversión/Desinversión	Venture Capital
16	F3	IG Capital	25,2	3	Inversión/Desinversión	Private Equity
17	F3	IM Trust E. Renovables	25,2	0	Inversión/Desinversión	Venture Capital
18	F3	Inv. en Emp. Innovadoras	3,1	3	Inversión/Desinversión	Venture Capital
19	F3	Medioambiente I	25,2	4	Inversión/Desinversión	Venture Capital
20	F3	Patagonia	10,9	1	Inversión/Desinversión	Venture Capital
21	F3	PI Capital Agroindustria	12,8	4	Inversión/Desinversión	Venture Capital
22	F3	Precursor II	26,9	0	Inversión/Desinversión	Venture Capital
23	F3	Tridente	24,0	3	Inversión/Desinversión	Venture Capital
		Total	460,5	91		

Fuente: En base a información de CORFO (diciembre 2010) y administradoras de fondos.

Por otra parte, los fondos que se encuentran en etapa de Levantamiento de Capital son los siguientes: (Tabla 9)

Tabla 9: Fondos con financiamiento de CORFO, en etapa de Levantamiento de Capital

#	Prog. CORFO	Fondo	Tamaño Comprometido (US\$ MM)	Tipo de Fondo
1	F3	Burrill Life Science I	25,5	Venture Capital
2	K1	Fondo Mater	39,9 ¹⁴	Venture Capital
Total			65,1	

Fuente: En base a información de CORFO (diciembre 2010) y administradoras de fondos.

Si analizamos los 23 fondos de acuerdo a los montos comprometidos, un 66% de los fondos están destinados al programa F3 (US\$302,5 millones), seguido por un 23% para el programa F2 (US\$107,4 millones) y un 11% para FI (US\$50,6 millones)¹⁵.

¹³ Se eliminaron de la lista aquellos fondos ya liquidados (cerrados) y en etapa de Levantamiento de Capital. Para mayor detalle, ver Anexo A.

¹⁴ Éste es el único de los fondos en etapa de Levantamiento de Capital que cuenta con desembolsos, por un total de US\$2,21 millones.

¹⁵ El único fondo en el programa K1 (Mater), se encuentra en etapa de Levantamiento de Capital. Ver Tabla 9.

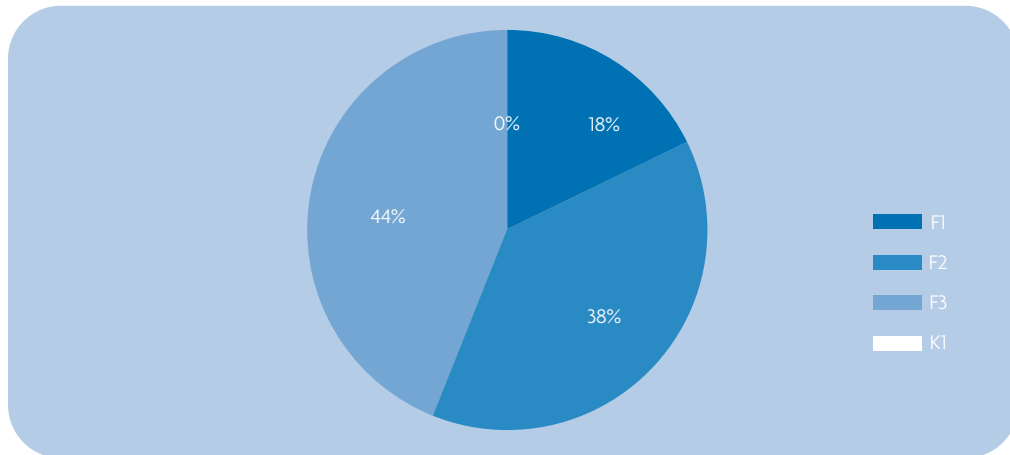
Por otra parte, si consideramos los fondos desembolsados, un 44% corresponden al programa F3 (US\$127,0 millones), seguido por un 38% al programa F2 (US\$107,4 millones) y un 18% a F1 (US\$50,6 millones). Mayor detalle se puede encontrar en la tabla (Tabla 10) y la figura adjunta (Figura 4).

Tabla 10: Fondos comprometidos y desembolsados, por programa de financiamiento CORFO

Prog. de Financiam. CORFO	Comprometidos		Desembolsados	
	US\$MM	%	US\$MM	%
F1	50,6	11%	50,6	18%
F2	107,4	23%	107,4	38%
F3	302,5	66%	127,0	44%
K1	0	0%	0	0%
Total	460,5	100%	285,0	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CORFO, diciembre 2010.

Figura 4: Montos desembolsados en fondos con participación CORFO, por programa de financiamiento



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CORFO, diciembre 2010.

II.1.2 PRIVATE EQUITY

Haciendo una estimación del tamaño de la industria del Private Equity en Chile, si consideramos sólo los fondos de procedencia local, se tiene un total de ocho fondos por un monto total de US\$435,9 millones.

A nivel de financiamiento CORFO, actualmente existen dos fondos que cuentan con inversiones en Private Equity (AXA Capital e IG Capital). Además, cabe destacar que dos de los fondos son de origen privado, mientras que los restantes son de origen público.

Un resumen de los fondos de Private Equity se adjunta en la tabla siguiente: (Tabla 11)

FONDOS DIRECTOS

Tabla 11: Fondos de Private Equity en Chile de Procedencia Local

#	Nombre del Fondo	Tamaño Fondo (US\$MM)	Portfolio Empresas (#)	Etapas de Inversión	Directo/ Feeder	Privado/ Público
1	AXA Capital Chile	25,4	4	Inversión/Desinversión	Directo	Privado
2	Celfin Private Equity – KKR	19,9	4	Inversión/Desinversión	Feeder	Público
3	Celfin Private Equity	29,6	3	Inversión/Desinversión	Feeder	Público
4	Celfin Private Equity II	140,3	6	Inversión/Desinversión	Feeder	Público
5	Celfin Private Equity III	14,3	1	Inversión/Desinversión	Feeder	Público
6	Celfin Private Equity IV	112,0	0	Inversión/Desinversión	Feeder	Público
7	IG Capital	25,2	3	Inversión/Desinversión	Directo	Privado
8	IM Trust Private Equity -PG Direct I	48,0	1	Inversión/Desinversión	Feeder	Público
9	Llaima	9,2	1	Liquidación	Directo	Público
10	Proa II	12,0	1	Liquidación	Directo	Público
	Total	435,9	24			

Fuente: Elaboración propia, en base a datos de SVS y ACAFI.

Feeder Funds (Fondos de Fondos)

En Chile, se reconoce un importante número de fondos que se conocen como Fondos de Fondos o *Feeder Funds*. Los *Master Funds* de los que provienen estos fondos corresponden a Fondos Regionales¹⁶, administrados por importantes administradoras de Private Equity (Blackstone, KKR, Linzor, Quilvest, Southern Cross), que orientan sus inversiones a empresas situadas en Latinoamérica. Podemos observar una breve descripción de cada uno de estos fondos en la tabla siguiente: (Tabla 12)

¹⁶ Se definen como fondos de inversión constituidos fuera de Chile, con inversiones que tienen enfoque en la región de América Latina (incluyendo a Chile).

Tabla 12: Lista de Fondos de Fondos (Feeder Funds) en Chile

#	Feeder Fund	Master Fund	Administradora Master Fund	Objetivo del Master Fund
1	Celfin Private Equity – KKR	KKR SA Master Fund, L.P.	Kohlberg Kravis Roberts & Co. LP (KKR)	Inversiones en empresas con alto potencial de crecimiento en Latinoamérica.
2	Celfin Private Equity I	Southern Cross Latin America Private Equity Fund II	Southern Cross Group, L.L.C.	Inversión en compañías latinoamericanas y del Caribe.
3	Celfin Private Equity II	Southern Cross Latin America Private Equity Fund III	Southern Cross Group, L.L.C.	Inversión en compañías latinoamericanas y del Caribe.
4	Celfin Private Equity III	Southern Cross Latin America Private Equity Fund III	Southern Cross Group, L.L.C.	Inversión en compañías latinoamericanas y del Caribe.
5	Celfin Private Equity IV	Southern Cross Latin America Private Equity Fund IV	Southern Cross Group, L.L.C.	Inversión en compañías latinoamericanas y del Caribe.
6	IM Trust Private Equity – PG Direct I	Partners Group Direct Investment 2009, L.P.	Partners Group Management VI Limited	Inversión de private equity en regiones de alto crecimiento como Latinoamérica.
7	LarrainVial BCP VI	Blackstone Capital Partners VI L.P. (BCP VI)	Blackstone Management Associates VI, L.L.C.	Invertirá principalmente en private equity a través de negociaciones privadas y orientadas a tomar control.
8	Linzor BICE Private Equity II	Linzor Capital Partners Fund II, L.P.	Linzor Partners, L.P.	Inversión en compañías con sus bienes o ingresos provenientes de América del Sur, México, Centro América y el Caribe.
9	Quilvest Private Equity	QP PEP 2010, Inc.	QS Management ¹⁷	Invertir en fondos de inversión de VC y PE en mercados americanos, europeos y emergentes.

Fuente: Fitch Ratings, Feller-Rate y Celfin Capital.

Además, de los fondos de fondos de PE operando en el país, cinco se encuentran en etapa de levantamiento de capital, de los cuales tres son de procedencia local y dos de procedencia extranjera. A continuación, se describen los fondos de Private Equity en Chile que se encuentran en etapa de Levantamiento de Capital (Tabla 13).

Tabla 13: Fondos de fondos de Private Equity en etapa de Levantamiento de Capital

#	Nombre del Fondo	Fondos Comprometidos (US\$MM)
1	LarrainVial BCP VI	700
2	Linzor BICE Private Equity II	500
3	Quilvest Private Equity	500

Fuente: Fitch Ratings, Feller Rate y Celfin Capital.

¹⁷ Family Office que maneja las inversiones de la familia Bemberg (ex propietarios de Cerveza Quilmes en Argentina).

II.2 FONDOS DE INVERSIÓN EXTRANJEROS EN VENTURE CAPITAL

En septiembre de 1987, se promulgó la Ley 18.657 que autoriza la creación de la entidad “Fondo de Inversión de Capital Extranjero”. La ley clasifica estos fondos en Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) y Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo (FICER).

Estos se caracterizan principalmente por tener un patrimonio conformado por aportes extranjeros de personas naturales o jurídicas y cuya administración queda en manos de una administradora de fondos de inversión (AFI) o de una administradora general de fondos (AGF) fiscalizadas por la SVS.

La distinción de los fondos de Capital Extranjero de Riesgo se da principalmente por el objeto de inversión. El FICE invierte principalmente en valores mobiliarios listados en bolsa y el FICER está autorizado a invertir en empresas no listadas en bolsa. Tanto FICE como FICER deben ser auditados por una empresa auditora registrada en la SVS.

De acuerdo a informaciones recientes de la SVS¹⁸, existen 5 fondos FICER, con activos por un total de US\$123,6 millones. Mayor información de estos últimos se adjunta en la tabla siguiente: (Tabla 14)

Tabla 14: Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo (FICER)

#	Fondo	Administradora	Total Activos (US\$MM)
1	CS REFI Chile Fund Holding Ltda.	Luis Eduardo Correa Bulnes	14,5
2	EGI-VSR L.L.C.	Celfin Capital Adm. De F.I.C.E. S.A.	9,8
3	FHC Holding Limited	IM Trust S.A. Adm. General de Fondos	60,6
4	KRC Chile Investment Fund L.L.C.	IM Trust S.A. Adm. General de Fondos	31,8
5	Matignon Developpement 3	Ecus Private Equity S.A.	6,9 ¹⁹
Total			123,6

Fuente: SVS, enero 2011.

¹⁸ Septiembre, 2010.

¹⁹ De acuerdo a su FECU al 31/12/10, este FICER había ingresado a la fecha UF 150.585, que según el tipo de cambio al 31/12/10, equivalía a US\$ 6,9 millones.

III. IMPACTO DE LA INDUSTRIA EN LA ECONOMÍA CHILENA

En Chile aún no se registran estudios de impacto de la industria de Venture Capital y Private Equity, pero es posible estimar su impacto en la creación de empleo, riqueza y diversificación industrial analizando estudios realizados en otros países y regiones.

De acuerdo a los estudios de magnitud e influencia analizados para la industria de VC/PE en Estados Unidos, Europa y Asia²⁰, el Venture Capital y Private Equity tienen un impacto importante en la generación de empleos al presentar tasas de crecimiento en los ingresos de empresas invertidas superiores a sus contrapartes sin VC.

Además, presenta externalidades positivas al promover prácticas culturales al interior de las empresas que promueven una mayor inversión en I+D, mayor disciplina para fijar y cumplir metas, mayor robustez en los sistemas de gobierno corporativo, entre otras materias.

Adicionalmente, estudios en Estados Unidos²¹ indican que el Venture Capital ha sido responsable de haber promovido la creación de nuevas industrias de alto potencial de crecimiento, como la industria biotecnológica, biomedicina, tecnologías de información y tecnologías limpias, entre otras.

En Estados Unidos, la industria de Venture Capital ha sido uno de los actores principales en el desarrollo de los principales polos de innovación y emprendimiento en California y Boston. Sin embargo, el VC en ese país ha sido el resultado de un desarrollo progresivo que en total ha tomado cerca de 40 años²².

Actualmente, los participantes en esta industria se caracterizan por organizarse en pequeñas administradoras —VC firms—, muy dinámicas que trabajan fuertemente en red con otras firmas. Evidencia de esto son las más de 900 administradoras que tienen en promedio nueve profesionales dedicados, e invierten en empresas en un plazo promedio entre 5 y 6 años, para una vida promedio del fondo de 10 años.

En cuanto a métricas de impacto, en el último estudio de la National Venture Capital Association (NVCA)²³, la principal agrupación de administradoras de capital de riesgo de Estados Unidos, se estimó que al año 2008, las empresas de Venture Capital fueron responsables de más de 12,1 millones de empleos, correspondiente al 11% del empleo en el sector privado, mientras que los ingresos de empresas que contaron con Venture Capital alcanzaron US\$2,9 trillones, representando el 21% del PIB (NVCA Venture Impact, 5th Ed. 2009).

Además, el estudio comprobó que efectivamente las empresas con VC crecen más rápido en ingresos, (5,3% promedio anual entre 2006-2008) que el promedio de empresas que no contaron con Venture Capital (3,5% entre 2006-2008). Esto afecta también la generación de empleo, donde el crecimiento en ocupación alcanzó el 1,6% promedio anual entre 2006-2008 en las empresas con Venture Capital versus 0,2% del promedio general en el mismo período.

Además, por cada dólar de VC invertido entre 1970 — 2008 en Estados Unidos, se generaron US\$6,36 de ingresos en 2008. Esto implica que además de crear más empleo que el sector tradicional de la economía, el tipo de cargos creados por empresas apoyadas por VC es de mayor calidad y dentro de lo que se denomina como economía “verde”, al estar enfocados en industrias orientadas en el conocimiento, con menor impacto ambiental.

²⁰ Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, EVCA, 2002; Scattering Geese: The Venture Capital Industries of East Asia: A Report to the World Bank, University of California, Berkeley, 2002. Impacto Económico y Social del Capital de Riesgo en España”, ASCRI, 2010.

²¹ Lerner & Kortum, “Assessing the contribution of Venture Capital to Innovation”, 2002; NVCA Venture Impact Report, 5th Ed. 2009.

²² Historiadores especializados estiman que la industria moderna del Venture Capital en Estados Unidos nace el año 1978, esto es, 20 años después de haberse creado uno de los principales programas de fomento de esta industria, el Small Business Investment Companies (SBICs) en 1958 y casi 80 años después de los primeros esfuerzos gubernamentales en la materia.

²³ NVCA Venture Impact Report, 5th Ed. 2009.

Ahora, es necesario recalcar que este impacto es producto de un largo período de desarrollo que comienza en los años setenta gracias al sistemático apoyo del gobierno estadounidense. Es así como en 1970 se realizaron inversiones en 116 empresas por un monto total de US\$100 millones, produciéndose un crecimiento exponencial de la industria hacia el año 2000 con el auge de las empresas punto com, registrándose inversiones en 6.334 empresas por un monto agregado de US\$101.800 millones en 2000; es decir, un crecimiento de más de 1.000 veces en 30 años. Luego de este peak, se produjo una declinación y estabilización en torno a las 3.000 inversiones por año por un monto invertido promedio de US\$30.000 millones²⁴.

Por otra parte, en un estudio realizado en 2002 por la European Venture Capital Association (EVCA)²⁵, principal agencia europea que agrupa a las instituciones de Venture Capital, se analizó un total de 364 empresas en Europa que recibieron Venture Capital entre 1995 y 2001, durante sus etapas de crecimiento inicial y expansión.

Las empresas encuestadas indicaron en un 95% de los casos, que no existirían o se habrían desarrollado muy lentamente de no haber recibido Venture Capital. Aproximadamente el 60% dijo que su empresa derechamente no existiría hoy sin la contribución del VC, y que registraron un aumento promedio de 46 puestos de trabajo por empresa producto de la inversión recibida.

Un estudio más reciente realizado por la Asociación Española de Compañías de Capital de Riesgo (ASCRI) en España²⁶, mostró que la creación de empleo en el período 1995 — 2004 de las compañías respaldadas por el VC, creció en promedio 15,2% anual frente al 4,3% en el grupo de empresas comparables no financiadas por el Venture Capital (“grupo de control”).

En este mismo estudio, se verificó un diferencial en los resultados de estas empresas, como ingresos totales y resultado bruto, con crecimientos en torno del 14%, que duplican los observados en las empresas del grupo de control.



Respecto del crecimiento de los activos totales, se comprobó una concordancia con el crecimiento de los ingresos, destacando especialmente el diferencial observado en los activos intangibles, en los que las empresas con VC crecieron a un ritmo del 20,7% anual, en términos reales, frente a una caída del 1,2% en las empresas del grupo de control.

Finalmente, un estudio de impacto realizado en 2010 por el World Economic Forum²⁷, usando bases de datos entre 1991 y 2007 en 26 de los principales países del OCDE a lo largo de 20 industrias, encontró que aquellas con presencia de VC/PE experimentaron un crecimiento más rápido -medido como producción total, valor agregado y empleo- que las industrias que no tienen actividad de VC/PE.

²⁴ NVCA Venture Impact Report, 5th Ed. 2009.

²⁵ Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, EVCA, 2002. No se tiene registro de estudios más recientes de impacto a nivel europeo.

²⁶ "Impacto Económico y Social del Capital de Riesgo en España", ASCRI, 2010.

²⁷ The Global Economic Impact of Private Equity Report 2010, World Economic Forum, 2009

Además, este mayor crecimiento no implicó una mayor volatilidad en términos de empleo en presencia de ciclos económicos que en el caso de las industrias sin actividad VC/PE. Incluso en casos puntuales, se verificó menor volatilidad en la ocupación en las industrias con presencia de VC/PE.

Otro punto importante consistió en examinar el rol del gobierno en la industria del Venture Capital, concluyéndose en el estudio que niveles moderados de apoyo directo del gobierno en Venture Capital, así como incentivos indirectos como subsidios o franquicias tributarias, en conjunto con financiamiento privado, tienen resultados superiores que en el caso de aquellos países donde el Estado no participa ni provee incentivos o no lo hace de manera protagónica.

A su vez, se verificó que el apoyo público fue más efectivo cuando se realizaba a nivel nacional o a través de una organización internacional, en desmedro de iniciativas lideradas por el gobierno a nivel regional o sub-nacional. La conclusión de este estudio es que efectivamente, el Venture Capital actúa como un catalizador para el cambio positivo de una economía.



IV. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LA INDUSTRIA CHILENA DE VC/PE RESPECTO A LATINOAMÉRICA

En esta sección, se procederá a comparar la industria de VC/PE chilena con la de Latinoamérica, en base a métricas realizadas por diferentes organizaciones expertas en la materia. A continuación, se expondrán las cifras más relevantes, junto con un análisis de la industria y la posición de Chile frente a la región.

En la siguiente tabla se muestran las inversiones de capital en VC/PE realizadas durante el 2010 en relación al porcentaje del PIB para Latinoamérica, según datos del LAVCA²⁸. En el caso de Chile, se contabilizaron un total de 14 transacciones en PE/VC durante 2009 por un total de US\$243,1 millones y en el 2010, se registró un aumento del 28% en los montos, alcanzándose un total de US\$390,6 millones²⁹ (Tabla 15).

Tabla 15: Inversiones de Capital en Latinoamérica y el Caribe (2010), como % del PIB³⁰

Pais	VC/PE % PIB	VC/PE (US\$MM)
Chile	0,18%	309,9
Brasil	0,27%	4.565,6
México	0,02%	184,6
Colombia	0,16%	390,6
Uruguay	0,00%	0,0
Trinidad y Tobago	0,27%	55,4
Costa Rica	0,07%	21,3
Perú	0,05%	70,9
Panamá	0,00%	0,0
Argentina	0,02%	67,1
El Salvador	0,00%	0,0
República Dominicana	0,00%	0,0
Total		5.665,4

Fuente: LAVCA Scorecard 2011.

Comparativamente los países que mayor proporción respecto a su PIB entregaron al VC/PE fueron Brasil y Trinidad y Tobago con un 0,27% cada uno, seguidos por Chile y Colombia. A nivel regional, la inversión con respecto al PIB es menor a la realizada por países desarrollados como Reino Unido y España, que realizaron inversiones de capital al año 2010 por un 0,46% y un 0,18% del PIB, respectivamente. En total, la inversión de capital en VC/PE de Latinoamérica y el Caribe es de US\$5.665,4 millones, de los cuales Brasil representa el 81% de los montos de la región.

En materia de montos, obtenemos para 2010 los siguientes montos de inversiones: (Tabla 16)

²⁸ Latin American Venture Capital Association.

²⁹ Este monto representa un porcentaje del total de VC/PE en fondos de inversión vigentes estimado en US\$657,8 millones para el caso de fondos de VC/PE de procedencia local. LAVCA por su parte no diferencia de acuerdo a la procedencia de los fondos, sino que contabiliza el número de deals realizados durante el año, reportados a través de encuestas propias y fuentes secundarias, en las categorías de Buyout, Desarrollo, Distressed/Turnaround, Early Stage, Expansion Stage, Growth Financing, Mezzanine Debt, PIPE, Project Finance, Secondaries, Seed/Incubator y otros.

³⁰ Inversiones de capital de los fondos en VC/PE. Fuente: María Bustamante. Director, Marketing and Communications, LAVCA. 08/03/2011.

Tabla 16: Inversiones de Capital en Latinoamérica y el Caribe, en US\$ MM³¹

País	VC/PE % PIB	PIB 09 US\$ Miles de MM	Crec. PIB 09-10	PIB '10 US\$ Miles de MM	VC/PE (US\$MM)
Chile	0,18%	163,67	5,2%	172,2	309,9
Brasil	0,27%	1.573,00	7,5%	1.691,0	4.565,6
México	0,02%	874,81	5,5%	922,9	184,6
Colombia	0,16%	234,05	4,3%	244,1	390,6
Uruguay	0,00%	31,51	8,5%	34,2	0,0
Trinidad y Tobago	0,27%	21,20	-3,2%	20,5	55,4
Costa Rica	0,07%	29,24	4,0%	30,4	21,3
Perú	0,05%	130,33	8,8%	141,8	70,9
Panamá	0,00%	24,71	7,5%	26,6	0,0
Argentina	0,02%	307,16	9,2%	335,4	67,1
El Salvador	0,00%	21,10	1,4%	21,4	0,0
República Dominicana	0,00%	46,79	9,7%	51,3	0,0

Fuente: LAVCA Scorecard 2011, Banco Mundial e Institutos de Estadística de cada país.

Por otra parte, si observamos de manera histórica la inversión en VC/PE para Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, las inversiones de capital en VC/PE entre 2006 y 2010 han sido las siguientes: (Tabla 17)

Tabla 17: Inversiones de Capital en VC/PE

País	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR 2006-2010
Argentina	299,7	339,0	342,9	61,4	67,1	-26%
Brasil	653,4	1.912,4	2.391,5	1.730,3	4.565,6	48%
Chile	220,2	213,6	230,6	229,1	309,9	7%
Colombia	16,3	82,9	80,1	117,0	390,6	89%
Perú	9,2	21,5	64,6	78,2	70,9	50%

Fuente: En base a LAVCA Scorecard 2011³².

Brasil lidera en materia de montos invertidos en capital para la industria de VC/PE con US\$4.566 millones para el año 2010, seguido por Colombia con US\$391 millones, y luego Chile con US\$310 millones, casi 15 veces menos que Brasil.

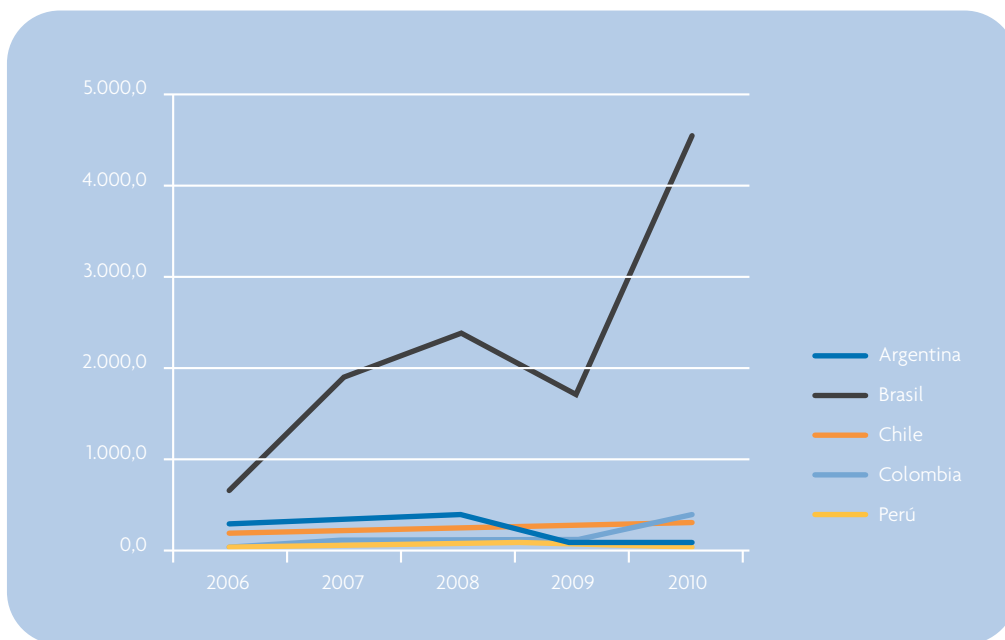
En los últimos lugares se encuentra Costa Rica, con US\$21,3 millones. En relación al crecimiento del período, Colombia ha sido el país que mayor crecimiento ha tenido en el período 2006-2010 en materia de VC/PE, con una tasa de crecimiento anual de 89%.

³¹ Calculado en base a información del Banco Mundial para cada país, PIB en dólares corrientes.

³² Para la estimación de estos montos, se utilizó el PIB en dólares corrientes para cada año de cada país, publicado en el Banco Mundial. http://datos.bancomundial.org/indice/ios-indicadores-del-desarrollo-mundial?cid=GPDdes_WDI

Argentina por otra parte, ha mostrado un crecimiento negativo en los últimos años, con una baja importante entre el año 2008 y 2009 y una reducción en la inversión de US\$342,9 millones a sólo US\$61,4 millones, lo que se traduce en una baja de 82% (Figura 5).

Figura 5: Evolución histórica de financiamiento en VC/PE, 2006-2010



Fuente: Elaboración propia, en base a datos históricos del LAVCA.

En materia de nivel de inversión, Brasil supera enormemente a sus pares en la región, con montos que desde 2007 están por sobre los US\$1.000 millones en inversión de capital en VC/PE.

Por otra parte, Chile queda en segundo lugar en materia de inversión en VC/PE, aumentando de manera consistente en los últimos años. En el caso de Argentina, se observa como ya fue mencionado, una baja de la inversión desde 2008, alcanzando los montos más bajos junto a Perú en 2010.

Al comparar términos de competitividad en Latinoamérica, de acuerdo al LAVCA Scorecard 2011, Chile lidera el ranking como el país con mejores condiciones para la industria de VC/PE.

A continuación, se entrega una tabla con el ranking de los países latinoamericanos. Las naciones que no están en la región (UK, Israel, España y Taiwán) son usados por LAVCA a modo de comparación con Latinoamérica (Tabla 18).

Tabla 18: Ranking de competitividad en PE/VC 2011

País Ranking Regional	Puntaje		Cambio 2010
-	Reino Unido	93	-
-	Israel	81	-
-	España	76	-
1	Chile	75	Baja 1
2	Brasil	72	Baja 3
3	México	63	-
-	Taiwán	63	Baja 2
4	Colombia	60	-
5	Uruguay	57	-
6	Trinidad y Tobago	56	-
7	Costa Rica	54	-
8	Panamá	47	Baja 2
8	Perú	47	Baja 4
10	Argentina	43	-
10	El Salvador	43	-
12	República Dominicana	38	-

Fuente: LAVCA Scorecard 2010.

Según este estudio, Chile tiene el ambiente más competitivo para hacer negocios de VC/PE en Latinoamérica. Por otro lado, Chile y Brasil siguen liderando el ranking en lo que respecta a la estabilidad de su legislación para la formación de fondos.

Comparativamente con la media de Latinoamérica, Chile cuenta con alta puntuación respecto a los países de la región en todas las categorías, particularmente en aquellas relacionadas a protección de propiedad intelectual, transparencia jurídica y bajos niveles de corrupción.

Por otra parte, de acuerdo al ranking realizado por la IESE Business School³³ que mide el atractivo para realizar negocios de Venture Capital y Private Equity, Chile nuevamente aparece como el país con el ranking más alto en Latinoamérica (32 a nivel mundial), seguido por Brasil (51 a nivel mundial).

El informe destacó que el país cuenta con una economía robusta basada en la producción de cobre, estabilidad política, la presencia de un fondo de estabilización en años de gran crecimiento (lo que permitió modular los efectos negativos de la crisis económica) y una clase emprendedora dinámica y de alto impacto.

Otra de las conclusiones del estudio es que a nivel latinoamericano en general, existen brechas en dimensiones claves de la industria de VC/PE, como son: profundidad del mercado de capitales, protección de inversionistas y gobierno corporativo, clima social y humano y cultura emprendedora y oportunidades.

Latinoamérica además cuenta con el ranking más bajo en materia de protección a los inversionistas, donde Chile lidera el ranking nuevamente en la región.



³³ Fuente: "The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index", 2009/2010 annual, IESE Business School, University of Navarra.

V. ENTORNO LEGAL DE LA INDUSTRIA

V.1 MARCO LEGAL PARA LA FORMACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN

De acuerdo al último informe LAVCA 2010, Chile continúa teniendo las mejores condiciones legales de entorno para el VC/PE de Latinoamérica junto a Brasil. En este sentido destacan las leyes en torno a la formación y operación de los fondos de inversión.

En Chile existen dos tipos de vehículos de inversión: los fondos privados y los fondos públicos (ver capítulo historia del VC/PE en Chile). A través de la Ley 18.815 de 1989, se crearon los primeros fondos de Venture Capital.

En junio de 2007, a través de la Ley 20.190 cuya reforma se denomina comúnmente MK2, se creó una nueva forma de corporación: la sociedad por acciones (SPA)³⁴, la cual tiene la flexibilidad de una corporación con estructura de capital similar a una Limited Liability Partnership (LLP).

En la estructura estándar de sociedades administrativas y fondos, los socios/gerentes de las administradoras se denominan General Partners (GPs), mientras que los inversionistas o aportantes son denominados Limited Partners (LPs).

Dado que los inversionistas están alejados de la administración diaria del fondo, y por tanto, del control de las actividades de VC/PE, los LPs son responsables sólo del total del capital invertido. Esto, sin embargo, no los inhabilita necesariamente de asistir a los comités de inversión.

En cambio, el GP tiene responsabilidades legales correspondientes a la gestión del fondo de VC/PE. Bajo una estructura típica de LP, el GP no puede ser removido, excepto en los casos de incumplimiento de cláusulas de contrato³⁵.

Éste es un aspecto fundamental en la estructura de la relación entre aportantes y administradoras, dado el riesgo inherente en las inversiones en VC/PE y la importancia en la alineación de incentivos de los ejecutivos de la administradora, cuyas remuneraciones son principalmente variables y ligadas al rendimiento de las inversiones del fondo (denominadas carried interest).

Una de las ventajas de los fondos de inversión en EE.UU. es su flexibilidad tributaria. Las ganancias de capital pagan impuestos sólo cuando se venden las acciones y cada inversionista debe pagar tributos de acuerdo a su tramo particular.

La figura de Limited Partnership (LP) fue instituida en EE.UU. en 1916 a través de la Uniform Limited Partnership Act (ULPA), la cual es el vehículo de inversión más común en Estados Unidos. Otros países que reconocen esta figura legal, son Canadá y paraísos fiscales como las Islas Caimán, Panamá y Bermuda.

En 1994 se creó en Brasil, a través de la CVM 209, un vehículo de inversión más cercano a la figura de LP de Estados Unidos, denominado FMIEE –Fondo Mutuos de Inversión en Empresas Emergentes–; y a través de la regulación CVM 391 en 2003, se crearon los FIP –Fondos de Inversión en Participación–. Ambas figuras legales fueron diseñadas para invertir en empresas privadas.

³⁴ Share-issuing limited –liability partnership.

³⁵ En Chile, el documento que norma la relación entre inversionistas y la sociedad administradora se denomina “Reglamento Interno”.

De acuerdo a LAVCA, Chile junto a Brasil tienen un marco legal que facilita la creación de fondos lo que en conjunto con los incentivos desarrollados por CORFO, han generado un creciente número de fondos VC/PE los que para Chile llegaron a 42 durante en 2010.

V.1.1 FONDOS PÚBLICOS

Los fondos de inversión públicos en Chile fueron creados en 1989 por medio de la Ley 18.815, siendo los primeros fondos de inversión finalmente abiertos en 1991.

Estos fondos se definen como un patrimonio compuesto por aportes de personas naturales y jurídicas, para poder invertir en valores de oferta pública y bienes que la ley permita. Estos además deben ser administrados por una AFI o una AGF.

Los aportes realizados por los inversionistas quedan expresados en cuotas del fondo, que en el caso de los fondos de inversión, no son rescatables. Éstas últimas deben ser inscritas en el Registro de Valores de la SVS. Además, obligatoriamente, deben estar registradas en una bolsa de valores del país o en el extranjero.

Inicialmente, los fondos eran clasificados de acuerdo a su objetivo de inversión, existiendo originalmente:

- Fondos de Desarrollo de Empresas (FIDE)
- Fondos de Inversión Mobiliarios (FIM)
- Fondos de Inversión Inmobiliarios (FII)
- Fondos de Inversión de Créditos Securitizados
- Fondos de Inversión Internacionales

Luego, se eliminó esta denominación para utilizar sólo la clasificación de fondos de inversión. A nivel regulatorio, estos fondos son definidos por medio de su Reglamento Interno, siendo regulado su objetivo de inversión y por tanto, los activos en los que pueden invertir.

Inicialmente, los fondos de inversión públicos contaban con límites de diversificación, generándose así fondos muy estructurados. Las posteriores modificaciones a la Ley de Fondos de Inversión permitieron una mayor flexibilidad en la creación de fondos, gracias a una política de inversión menos limitada y a la posibilidad de invertir en más de una empresa.

A nivel de fiscalización, los fondos públicos deben ser autorizados y luego fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Para la inversión en Private Equity, la legislación es flexible, ya que su único requisito es que ésta se concrete en sociedades por acciones o en sociedades anónimas cerradas, requiriéndose exclusivamente la auditoría de sus estados financieros por una entidad autorizada por la SVS.



V.1.2 FONDOS PRIVADOS

Los Fondos de Inversión Privados (FIP) fueron creados por la Ley 19.705, en el año 2000 (Ley de Opas). Esta ley modificó la anterior Ley 18.815 sobre fondos de inversión, incorporando un nuevo capítulo denominado “De los Fondos de Inversión Privados”.

Estos fondos se definen de manera equivalente a los fondos públicos en cuanto a su conformación, al poseer patrimonios integrados por aportes de personas naturales y de entidades. De igual manera, deben ser administrados por una sociedad anónima (especiales o cerradas) por cuenta y riesgo de los aportantes.

Sin embargo, se diferencian de los fondos públicos en que no hacen oferta pública de sus valores y no pueden contar con más de 49 aportantes por fondo. En materia regulatoria, estos fondos sólo se regulan por las cláusulas establecidas en su Reglamento Interno, contrato establecido de común acuerdo entre los inversionistas y la sociedad administradora.

Entre sus principales características están:

- No están sujetos a la fiscalización de la SVS.
- Deben tener menos de 50 aportantes.
- Son auditados anualmente por entes externos, previamente aprobados por la SVS.
- No pueden hacer oferta pública de sus cuotas.
- No pueden realizar operaciones con otros fondos públicos administrados por la misma administradora.
- Pueden invertir en toda clase de valores, derechos sociales, títulos de crédito y efectos de comercio.
- Deben distribuir anualmente como dividendo al menos un 30% de los beneficios netos percibidos³⁶ durante el ejercicio del fondo.

A pesar de contar con menores restricciones que los fondos de inversión públicos y ser principalmente autoregulados, gran parte de los fondos de inversión privados se rigen por medio de su Reglamento Interno siguiendo las mismas normas bajo las que se regulan los fondos de inversión públicos.

Esta flexibilidad en materia de control sobre este vehículo de inversión, se tradujo en que durante los primeros años no se crearan fondos, teniendo éstos un desarrollo lento, pero sostenido en los últimos años.

Los fondos privados pueden contar también con un Comité de Vigilancia, que monitoree la gestión económica de la administradora en materia de gastos con cargo al fondo, los cuales se deben regir de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento Interno.

V.2 MARCO LEGAL PARA LA TRIBUTACIÓN A INVERSIONISTAS LOCALES

Las condiciones impositivas para las inversiones en VC/PE en Chile todavía requieren ser optimizadas, especialmente en lo referente a inversionistas extranjeros que desean invertir en fondos de inversión chilenos. Como ejemplo, se puede mencionar el impuesto al valor agregado (IVA) del 19% al que están sujetas las comisiones de administración de fondos tanto extranjeros como locales³⁷, a diferencia de otras jurisdicciones. Esto ha sido indicado como una debilidad al momento de competir de manera global por inversiones extranjeras en el país.

³⁶ Definidos por la Ley como la cantidad que resulte de restar a la suma de utilidades, intereses, dividendos y ganancias de capital efectivamente percibidas, el total de pérdidas y gastos devengados en el período.

³⁷ Con excepción de los FICER, que no deben pagar IVA a las comisiones de administración.

En reiteradas ocasiones, ACAFI ha indicado la importancia de resolver las dos principales barreras para el desarrollo de la industria en Chile: el impuesto sobre las ganancias de capital y el IVA sobre las comisiones pagadas a la administradora del fondo, ya mencionado.

Los dividendos de empresas locales no están sujetos al impuesto de primera categoría, tributando sólo con el impuesto global complementario o adicional. Los accionistas extranjeros pagan un impuesto adicional del 35%, menos un crédito por el impuesto de primera categoría efectivamente pagado del 17%, bajo la estructura de estimación de impuestos en dos etapas de la ley chilena³⁸.

Dado que el impuesto adicional es calculado sobre el dividendo incluyendo el crédito, la carga tributaria final es del 35%. En junio de 2007, a través de la reforma de capitales MKII se buscó estimular la industria a través de la creación de franquicias tributarias para las ganancias de capital, sin embargo, en la práctica éstas no han logrado un mayor incentivo.

V.2.1 INVERSIONISTAS LOCALES

Los inversionistas locales en fondos de inversión privados, en su calidad de aportantes tienen derecho a participar en las Asambleas Ordinarias realizadas una vez al año, además de poder citar a Asambleas Extraordinarias, según lo estipule el Reglamento Interno, en materias tales como: cambio del Reglamento Interno (propuesto por la administradora, pero que debe contar con su aprobación), disminución o aumento de capital, división del fondo, etc.

Los inversionistas además tienen la atribución, mediante una votación con quórum calificado, de cambiar la administradora del fondo producto de una mala gestión. Los criterios de salida de una administradora de un fondo privado son definidos por los inversionistas y la administradora en su Reglamento Interno.

La administradora de un fondo privado, según la Ley 18.815, además puede tener derecho a voto en caso de que tenga una participación en las cuotas mayor a un 25%, según se defina en el Reglamento Interno.

En los fondos públicos por el contrario, una participación en las cuotas mayor a un 25% quita el derecho a voto de la administradora en las Asambleas de Aportantes. A modo de revisión, los aportantes locales cuentan además con el reporte de la Comisión de Vigilancia, cuyos miembros son definidos por la Junta de Aportantes.

Las empresas locales cuentan con una importante ventaja tributaria, pues los Fondos de Inversión en Chile no están sujetos a impuestos, y los dividendos que ellos distribuyen no tributan el impuesto de primera categoría.



³⁸ Chile tiene un sistema integrado de tributación en que las utilidades generadas por las empresas se afectan con impuestos en dos etapas: 1) A nivel de la sociedad, cuando el ingreso es devengado o percibido por ésta, con el Impuesto de Primera Categoría; 2) A nivel de los dueños de las sociedades, cuando las utilidades son distribuidas a los mismos, con Impuesto Global Complementario, en el caso de socios o accionistas con domicilio o residencia en Chile, o con Impuesto Adicional, en el caso de socios o accionistas con domicilio o residencia en el exterior.

V.2.2 INVERSIONISTAS EXTRANJEROS

Tal como se mencionó recientemente, en materia de inversionistas extranjeros, las utilidades de dichos aportantes están sujetas a un impuesto de un 35%. Sin embargo, los inversionistas extranjeros pueden acogerse a la Ley 18.657, que crea los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) y los Fondos de Inversión de Capital Extranjero de Riesgo (FICER) como vehículos de inversión. Para su actividad en el país, la legislación exige que éstos estén administrados por una sociedad administradora autorizada por la SVS.

En 2001, se introdujo una modificación a la ley con el objetivo de que los FICER tuvieran mayor flexibilidad, introduciéndose cambios como la reducción en el tiempo de inversión de 5 a 3 años. Además, se agregó la posibilidad de deuda por parte de los inversionistas y de que el capital sólo esté sujeto a tributación si es que es retirado del país, con una tasa de un 10%.



VI. ESTRUCTURA Y GOBIERNO CORPORATIVO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

PERÍODOS DE DURACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Gran parte de los fondos de inversión de VC/PE tienen una duración de entre siete y diez años. Las formas más comunes de los vehículos de inversión estipulan una duración del fondo de 10 años, generalmente permitiendo una prórroga por períodos de uno a dos años.

En el caso de Chile, el fondo de mayor duración es el fondo de Celfin Private Equity KKR, con una duración de 23 años, prorrogable por períodos adicionales de dos años cada uno.

GOBIERNO CORPORATIVO EN EL PROCESO DE INVERSIÓN

El nivel de delegación en el proceso de screening o evaluación de inversiones varía ampliamente. Dependiendo del fondo, los inversionistas pueden tener o no influencia en la decisión de inversiones.

En las llamadas blind pools, los administradores de fondos realizan decisiones en nombre de los inversionistas, con mínima influencia de éstos. Por otro lado, en los fondos en los que los inversionistas participan en el comité de inversiones, éstos últimos tienen mayor injerencia sobre los procesos de inversión/desinversión.

Su poder depende del quórum y de la definición de mayoría para propósitos de toma de decisiones (mayoría simple, super mayoría, unanimidad, etc.).

Los fondos conocidos como pledge funds le dan a cada inversionista el derecho, pero no la obligación, de participar en las inversiones de manera individual. En este último caso los administradores son responsables de identificar y ofrecer oportunidades de inversión a un grupo limitado de inversionistas, con la respectiva compensación por esta labor.

En gran parte de los fondos de inversión de Chile, el aportante cuenta con participación en las decisiones de inversión, de acuerdo a lo establecido en el Reglamento Interno del fondo. En los fondos de inversión públicos, los aportantes tiene la facultad de remover a la sociedad administradora a cargo de un fondo, con un quórum mínimo de dos tercios.

Además, la administradora está limitada a tener sólo un 40% de participación en el fondo. En el caso de este tipo de fondos, los inversionistas cuentan además con protección por medio del Comité de Vigilancia, quien es el encargado de velar por el cumplimiento del Reglamento.

A pesar de que los fondos de inversión privados se encuentran regulados por el Reglamento Interno y estos últimos podrían incorporar acuerdos más particulares sobre la materia, la mayoría de las administradoras sigue similares directrices a los fondos públicos a la hora de regular un fondo de inversión privado.

A nivel de aportantes, la Ley exige un mínimo de 50 aportantes o la presencia de un aportante institucional para un fondo de inversión público, mientras que para un fondo de inversión privado se exige un máximo de 49 aportantes.

En materia de comisiones, gran parte de los fondos de inversión cuenta con una comisión fija de entre un 2% y 3% (IVA incluido) del capital comprometido del fondo (commitments), haya sido éste aportado o no.

Cabe destacar que una parte importante de los fondos de inversión privados no reporta su información públicamente, a diferencia de los fondos públicos, cuyo Reglamento Interno puede encontrarse en la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

A continuación, se exponen algunos de los fondos de inversión y las comisiones respectivas cobradas por la administradora: (Tabla 19)

Tabla 19: Comisión de administración para fondos de inversión en VC/PE

Fondo	Comisión de Administración (IVA incluido)	
	Fija	Variable
AXA Capital Chile Fondo de Inversión Privado	2,5% anual del valor del Fondo.	20%
Emprendedor I Fondo de Inversión Privado	2,38% anual del valor del Fondo.	Establecida en Reglamento Interno.
Expertus Fondo de Inversión Privado	Máximo entre 600 UF y 1,7% del valor de los activos dividido en 12.	No tiene.
Inversión en Empresas Innovadoras	3% anual del valor del Fondo.	No tiene.
Negocios Regionales Fondo de Inversión Privado	2,68% anual del valor del Fondo.	23,8% de los dividendos.
Celfin Private Equity (Fondo de Fondos)	0,36% anual del capital entregado al Fondo por los aportantes, menos las disminuciones de capital pagadas a los aportantes.	No tiene.
Celfin Private Equity II (Fondo de Fondos)	0,36% anual del capital entregado al Fondo por los aportantes, menos las disminuciones de capital pagadas a los aportantes.	No tiene.

Fuente: En base a información de SVS, ACAFI y Fitch Ratings.

VII. PERSPECTIVAS DE LA INDUSTRIA

En esta sección del informe se exponen los desafíos y perspectivas de la industria de Venture Capital y Private Equity de acuerdo al punto de vista de ACAFI.

Con el objetivo de precisar aquellos aspectos, tanto de mercado como de políticas públicas, que son necesarias para consolidar esta industria en Chile. Dado que el Venture Capital y Private Equity se encuentran en distintos estados de desarrollo y poseen diferentes dinámicas de negocios, este análisis se presenta de manera separada.

VII.1 VENTURE CAPITAL

La industria de Venture Capital en Chile ha tenido un significativo desarrollo en los últimos años, impulsada fundamentalmente por i) reformas en materia normativa que han buscado facilitar la creación de fondos de inversión, ii) la generación de incentivos directos a la creación de nuevos fondos por parte de CORFO, iii) el surgimiento de nuevos administradores en la industria, iv) la decisión de inversión de numerosos inversionistas locales en este tipo de fondos y v) un mayor dinamismo en la creación de empresas y promoción del emprendimiento local.

No obstante estos avances, la industria presenta desafíos importantes para su consolidación y competitividad al compararla con industrias de países más desarrollados, desafíos que incluyen la aceleración y acumulación de experiencia de los socios administradores, la nivelación en los incentivos tributarios a la inversión extranjera con países más competitivos en esta materia y la necesidad de incentivar el surgimiento de empresas de alto potencial de crecimiento como un vehículo para la creación de riqueza y rentabilidad a los inversionistas.

En este contexto, la industria requiere un aumento del volumen de actividad e inversión, un mayor número de fondos operativos, más y mejores administradores y casos de éxito que permitan crear un track record exitoso que atraiga más inversión y cada vez mejores emprendimientos.

A continuación, se analizarán algunos de estos desafíos en detalle.

TRACK RECORD RECIENTE DE LA INDUSTRIA

La industria de Venture Capital en Chile tiene una experiencia acumulada de aproximadamente cinco años, si consideramos que las inversiones en empresas de alto riesgo/alto potencial son de data relativamente reciente.

Esto implica que aún no se tenga un registro de éxitos sistemáticos que permita consolidar la imagen de una industria plenamente robusta, en particular frente a los ojos de inversionistas institucionales, extranjeros y locales.

En este sentido, los administradores de fondos involucrados en esta industria deben generar todavía la evidencia financiera y económica de creación de valor que les permita generar retorno a sus inversionistas y levantar financiamiento privado de manera más eficiente.

Esto se hace evidente al comparar a Chile con el caso de Estados Unidos, país que posee un track record de más de 30 años en la industria, con ejecutivos y managers que han experimentado el ciclo de vida de inversiones –levantamiento, inversión y desinversión/liquidación– en sucesivos fondos y ciclos de inversión.

Al respecto, resulta indispensable que los esfuerzos tanto públicos como privados para el desarrollo de la industria de Venture Capital en Chile tengan un horizonte de tiempo lo suficientemente extenso (al menos diez años más) de manera de permitir el adecuado desarrollo y cumplimiento de ciclos que validen la industria.

En la medida que rentabilidades positivas y casos de éxito ocurran, la industria naturalmente experimentará un crecimiento vertiginoso impulsado por el mundo privado. Antes que ello ocurra, resulta indispensable implementar políticas públicas que permitan a la industria desarrollarse de manera efectiva.

COMPETITIVIDAD DE LA INDUSTRIA CHILENA A NIVEL GLOBAL

En comparación con otros países de Latinoamérica, Chile cuenta con un posicionamiento ventajoso para la atracción de inversiones producto de su imagen de seriedad, estabilidad legal y macroeconómica y alto dinamismo de sus mercados.

Sin embargo, inversionistas extranjeros se ven desincentivados a invertir en fondos de Venture Capital chilenos en parte debido a las condiciones tributarias desfavorables en comparación a otros países alternativos.

Esto no tan sólo influencia el monto de capital privado disponible para el levantamiento de nuevos fondos de inversión de Venture Capital, sino que también la dinámica de adquisición de conocimiento y experiencia por parte de los administradores de fondos de Venture Capital al verse expuestos a inversionistas internacionales con estándares y exigencias de alta calidad.

A su vez, el contar con inversionistas internacionales abre nuevas posibilidades de creación de redes y expansión global a las empresas sujetas a inversión, convirtiéndose en un ciclo virtuoso no tan sólo para los inversionistas sino que también para las empresas del portafolio y las sociedades administradoras.

MASA CRÍTICA DE EMPRESAS DE ALTO POTENCIAL DE CRECIMIENTO

Para que la industria de Venture Capital se desarrolle de manera acelerada, es condición necesaria la generación de suficientes oportunidades de inversión en las que los fondos puedan invertir y generar una ganancia significativa a sus aportantes.

Esto por tanto requiere de un mayor número de empresas creadas cada año, que busquen crecer de manera exponencial, preferentemente en mercados extranjeros, con modelos sólidos de generación de valor que justifiquen la inyección de Venture Capital en ellas.

En este contexto, el apoyo y promoción de un mercado pro empresarial, donde se valore el rol del emprendedor, con una mirada global y un enfoque innovador, resultan cruciales para el desarrollo de la industria en el mediano y largo plazo.



SURGIMIENTO Y DESARROLLO DE NUEVOS ADMINISTRADORES EN CAPITAL DE RIESGO

Así como la industria de Venture Capital requiere de inversionistas interesados en esta clase de activos y empresas de alto potencial capaces de competir tanto localmente como a nivel global, resulta crucial para el desarrollo de la industria en Chile el surgimiento de más y mejores administradores de fondos de Venture Capital que puedan impulsar el desarrollo de nuevos fondos, generar valor a las empresas que administran y finalmente entregar retornos atractivos a los inversionistas.

Es, a nuestro juicio, crucial promover la densificación de administradores que permitan explorar modelos de inversión en Venture Capital desde distintas perspectivas.

ASPECTOS PRIORITARIOS PARA ACAFI EN RELACIÓN AL VENTURE CAPITAL

En el contexto recién descrito, es de interés de ACAFI promover una discusión que permita avanzar en al menos los siguientes aspectos relativos a la industria de Venture Capital:

- i) Un ambiente legal cada vez más propicio para el Venture Capital, que permita facilitar la estructuración de fondos, inversión y desinversión tanto local como globalmente.
- ii) Un régimen tributario competitivo en el contexto global, que permita atraer inversión extranjera e institucional a fondos de Venture Capital administrados en Chile.
- iii) Políticas públicas y programas que permitan formar a profesionales que requiera la industria, promoviendo las mejores prácticas disponibles en el sector a nivel mundial.
- iv) Promover la densificación de fondos en Venture Capital en distintos ámbitos e industrias, con escalas mínimas que permitan una adecuada estructuración de las sociedades administradoras.

Algunas iniciativas específicas en este sentido son las siguientes:

SIMPLIFICAR LA ESTRUCTURA LEGAL PARA FONDOS DE INVERSIÓN

Una de las prioridades en materia legal de ACAFI es promover la transparencia de la industria a través de la simplificación de la estructura legal y operativa de los fondos, de modo de facilitar la comprensión de los inversionistas y permitir la reducción de tiempo y recursos en procedimientos administrativos, tanto para inversionistas locales como extranjeros.

El avance hacia una Ley única de Fondos, simplificada, expedita y flexible frente a los desafíos globales de la industria es una necesidad que el mercado requiere con urgencia para su mejor desarrollo.

MEJORAR ESCENARIO IMPOSITIVO PARA INVERSIONISTAS EXTRANJEROS.

En la actualidad existe una importante barrera impositiva a los inversionistas extranjeros, los que deben pagar un 35% de impuestos a las ganancias obtenidas en fondos de Venture Capital chilenos, lo que ha desincentivado el ingreso de inversionistas extranjeros en esta categoría de fondos.

La internacionalización de los inversionistas de fondos de Venture Capital locales permitiría mejorar el perfil y mix de empresas objeto de inversión, promoviendo la globalización de negocios al alero de inversionistas con presencia en otros mercados.

En este contexto, se propone eliminar el impuesto adicional a los dividendos y las ganancias de capital para inversionistas extranjeros en fondos de Venture Capital basados en Chile. Adicionalmente, se propone eliminar el cobro de IVA a las comisiones de administración de fondos de Venture Capital en Chile, en particular aquellas que afectan a los inversionistas extranjeros, de manera de nivelar los menores costos que esos inversionistas enfrentan en otros mercados.

POLÍTICAS PÚBLICAS Y PROGRAMAS QUE PERMITAN FORMAR PROFESIONALES EN LA INDUSTRIA DE VENTURE CAPITAL

Evidencia en mercados más desarrollados como EE.UU. muestra consistentemente que administradores ubicados en el 20% de mejores retornos en un período determinado, muestran mejores retornos en períodos posteriores comparados con sus pares.

Esta “consistencia” en el performance de los administradores resalta la importancia de disponer de administradores experimentados y la necesidad de invertir en programas que permiten dar nacimiento a una generación nueva de administradores de Venture Capital que se formen basándose en las mejores prácticas de la industria a nivel global.

Esta formación no sólo debe incluir una instrucción formal desde el punto de vista de los contenidos, sino que también debe promover la experiencia práctica y el desarrollo de redes de contactos con inversionistas de Venture Capital de otros mercados.

Iniciativas como la Society of Kauffman Fellows en California, el Venture Capital Executive Program de la Universidad de California, Berkeley o el Private Equity and Venture Capital Executive Program de la Universidad de Harvard son sólo algunos ejemplos de iniciativas que pudieran servir a este propósito.

PROMOVER EL EMPRENDIMIENTO DE ALTO POTENCIAL DE CRECIMIENTO

La importancia de promover el emprendimiento de alto potencial se ha evidenciado claramente en EE.UU., donde la mayor proporción de inversiones se desarrolla en sectores con alto crecimiento e innovación. Esto se ha traducido en un mayor impacto a nivel país.

En este sentido, se propone potenciar la industria —a través de programas de promoción, subsidio y apoyo directo a aquellos sectores con tecnologías, procesos, know how, innovaciones, valor agregado y/o alto potencial de crecimiento— en los que Chile tenga ventajas competitivas reales.

El apoyo a iniciativas como Endeavor y a programas desarrollados por CORFO, nos parecen fundamentales en el esfuerzo colectivo por generar un entorno pro empresarial en que se valore el rol del empresario e inversionista.

Para ello, a nuestro juicio, resulta necesaria una mayor interacción entre los actores que participan de la industria de manera de desarrollar iniciativas efectivas y cuyos resultados generen beneficios cuantificables en un plazo de tiempo acotado.

FLEXIBILIZACIÓN LOS INSTRUMENTOS CORFO PARA LA PROMOCIÓN DEL CAPITAL DE RIESGO

Resulta evidente la importancia del rol de CORFO en el desarrollo de la industria de Venture Capital en Chile y el fundamental impulso que esta institución ha dado a la industria en los últimos años.

No obstante el significativo esfuerzo y aporte realizado, creemos que persisten desafíos a ser abordados en futuros programas de fomento que promuevan, entre otras cosas, lo siguiente:

- **Continuidad de programas.** Los programas de CORFO impulsados en la industria en los últimos años han permitido el surgimiento de una nueva generación de administradores, muchos de los cuales han visto posible levantar fondos privados e invertir en empresas innovadoras en forma efectiva. La no-interrupción de las políticas de promoción de la industria resultan claves para mantener el momentum de la misma, permitiendo la consolidación de los administradores y fondos que recientemente han entrado al mercado.

- **Atractivo de líneas de apoyo.** Nos parece que las líneas de apalancamiento tipo F3 (deuda) siguen representando la opción más atractiva y efectiva para la promoción de nuevos fondos de inversión y creemos los instrumentos nuevos debieran considerar la mantención de ellas. En términos de apalancamiento, pensamos que un rango entre 2X y 5X para distintos tipos de fondos (menos riesgosos versus más riesgosos) resultan atractivos para los inversionistas.

- **Fondos de mayor tamaño.** La creación de fondos de mayor tamaño permiten la adecuada consolidación de equipos de administración y por ende, fomentan una adecuada especialización de los administradores. Para avanzar en esta dirección, se propone el aumento de los límites de inversión y el tamaño de los fondos apoyados por CORFO, lo que además permitirá que las sociedades administradoras puedan fortalecer sus actividades, teniendo los recursos necesarios para profundizar su operación y know-how.

A nuestro juicio, nuevos instrumentos debieran propender a generar fondos de inversión de mayor tamaño de manera de que estos puedan solventar adecuadamente un equipo de administración dedicado y así fomentar la especialización y mejores prácticas.

- **Períodos de inversión por fondo.** A juicio de nuestra asociación, resultan más razonables plazos de inversión de seis (6) años para los fondos. En caso contrario, se imponen incentivos incorrectos cuando, por un lado, se aprueban líneas adicionales de crédito y, por otro, los plazos de inversión se mantienen en cuatro (4) años.

- **Instrumentos elegibles para invertir.** Creemos necesario ampliar y flexibilizar la cantidad de instrumentos elegibles en los que los fondos pueden invertir, tales como deuda convertible y otros. Ello responde a la necesidad de homologar el estilo de inversión local a las prácticas de inversión en empresas en etapas tempranas observadas en otros mercados más desarrollados.

En este sentido, la factibilidad de hacer i) préstamos convertibles, ii) deuda y iii) compra de acciones que no sean de primera emisión, facilitarían el proceso de inversión de los referidos fondos.



- **Globalización de empresas chilenas.** Promover que los fondos apoyados por CORFO inviertan en empresas y emprendedores que están desarrollando empresas globales, no sólo en Chile. Esto implica flexibilizar la localización de la inversión con la condición de que parte de los beneficios generados por aquellas empresas se relacionen efectivamente a Chile, promoviendo así el desarrollo de inversiones con potencial global.

- **Independencia de administradores.** Creemos que es indispensable para el desarrollo de la industria promover la independencia entre administradores e inversionistas. Esta condición es esencial para cualquier tamaño de fondo (angel, early stage y growth), por cuanto promueve administradores profesionales, dedicados y reduce significativamente los conflictos de interés y problemas de agencia.

- **Diferenciación entre instrumentos de apoyo a VC/PE y aquellos asociados a la promoción de inversionistas ángeles.** Creemos que las características de los inversionistas ángeles (los cuales son inversionistas directos) son totalmente distintas a aquellas que definen a los administradores de fondos de VC/PE (independientes del capital), por lo que debieran abordarse con instrumentos distintos y específicos a las características de cada uno de ellos.

- **Arquitectura abierta en modelos de fondos.** Proponemos que sean las mismas sociedades administradoras quienes expongan sus proyectos de fondos, permitiendo a CORFO elegir a los mejores fondos/administradoras basados en los criterios que para esta institución son relevantes. Ello tiene la virtud de dejar que el mercado proponga distintos modelos para desarrollar la industria de fondos y CORFO cumpliera un rol de apoyo “a los mejores” (según sus directrices) versus una definición ex ante de “los modelos de fondos o industrias ganadoras”. Creemos que en esta etapa de desarrollo de la industria se requiere de diversidad de modelos de fondos y flexibilidad en su implementación.

- **Apoyar administradores y fondos de growth capital.** Pensamos que el rol de CORFO se justifica plenamente para el desarrollo de fondos de growth capital, con modelos de inversión diversos, en sectores relevantes para la economía nacional y que permitan “entrar al mercado” a profesionales que de otra forma se mantendrían marginados de la industria. A modo de ejemplo, dentro de este contexto se justifican plenamente fondos ligados a la minería, energía, agroindustria, industria forestal, retail, acuícola, alimentos, etc. que pudieran aprovechar las capacidades y know-how locales en beneficio de empresas de distintos sectores de la economía nacional.

- **Promoción de multifondos.** Creemos que en la medida que los administradores de fondos puedan consolidar su operación y aumentar su experiencia, la industria como un todo se beneficiará. En este sentido, resulta conveniente y deseable que las políticas de promoción de CORFO promuevan que administradores dedicados puedan administrar multifondos, es decir, distintos fondos que se diferencien por i) tipo de inversión, ii) ciclo de madurez, iii) geografía, iv) foco, v) riesgo, etc.

- **Ventanilla Abierta versus concurso o licitación.** Nos parece que el esquema de ventanilla abierta es el que mejor permite que los proyectos de fondos presentados a CORFO cuenten con un diseño óptimo desde el punto de vista de i) los inversionistas, ii) el management y iii) los socios estratégicos. A nuestro juicio, el esquema de licitación o concurso no permite una adecuada estructuración de los fondos (es imposible que todos los fondos tengan el mismo timing para su diseño y estructuración).

No obstante ello, en el caso de optar por esquemas de convocatoria, pensamos que se debe asegurar un número mínimo de tres (3) convocatorias por año, de manera de no perjudicar a fondos que, por diseño y complejidad, no puedan presentarse a una convocatoria en particular.

PROMOVER MEJORES PRÁCTICAS Y LA INTERACCIÓN DE ADMINISTRADORES LOCALES E INTERNACIONALES

Como una manera de sociabilizar el potencial de la industria y apoyar la adopción de mejores prácticas, resulta necesario promover distintas iniciativas público-privadas (conferencias, foros, acuerdos con entidades internacionales, contenidos, etc.) y la interacción entre administradores, inversionistas y otros actores tanto locales como internacionales.

Ello permitiría acelerar la curva de aprendizaje de los nuevos administradores, establecer redes de trabajo y colaboración entre actores afines, promover a Chile como centro financiero para la región e insertar a actores chilenos en el circuito de inversión en Venture Capital a nivel global.

Al respecto, ACAFI y CORFO han liderado en forma conjunta diversas iniciativas que incluyen la Conferencia Anual de Venture Capital & Private Equity y este mismo Reporte Anual de la Industria, iniciativas que tienen el potencial de ser profundizadas y complementadas con otras actividades que ayuden en definitiva a dar a conocer la industria.

VII.2 PRIVATE EQUITY

En materia de Private Equity en la región, observamos que los fondos de mayor envergadura —con activos bajo administración mayor a US\$100 millones y con enfoque regional— son levantados por actores norteamericanos como Advent, CVC o por administradores regionales como Linzor Capital y Southern Cross.

En este último caso, se observa una influencia importante de socios administradores chilenos en los equipos de gestión, los cuales naturalmente tienden a invertir en mayor cantidad de negocios en Chile en comparación con sus contrapartes norteamericanas³⁹.

Además de esos fondos con enfoque regional, existen diversas iniciativas de actores norteamericanos y europeos como Blackstone, KKR, Partners Group quienes, a través de feeder funds locales, han levantado recursos principalmente de inversionistas institucionales, para ser invertidos en fondos de LBO globales o en fondos de fondos globales también.

El resto de los fondos de Private Equity enfocados en Chile son de menor escala —con tamaños entre US\$10 y US\$40 millones— y un portafolio cuyas características están determinadas por el tamaño del fondo⁴⁰ y su política de inversión. Este segmento de fondos corresponde a un segmento nuevo en Chile, donde nuevos administradores están entrando al mercado con el objetivo de mostrar track record y así levantar fondos de mayor envergadura en el futuro.

Algunos de esos administradores se han asociado con actores de presencia mundial como por ejemplo AXA Private Equity. En muchos sentidos, este tipo de administradores se asemeja mucho a los administradores de Venture Capital, por cuanto enfrentan un mercado relativamente poco profundo para captar recursos, en una industria naciente localmente y que requiere mostrar resultados para ser exitosa en el futuro.

³⁹ Esto sugiere la importancia de contar con administradores chilenos, quienes tendrían mayor propensión a invertir en empresas locales versus actores de otro origen.

⁴⁰ Típicamente, un fondo de Private Equity debiera realizar entre cuatro y seis inversiones por fondo.

TRACK RECORD RECIENTE DE LA INDUSTRIA

La industria de Private Equity es relativamente reciente en Chile, con una experiencia acumulada de aproximadamente 20 años. Una gran cantidad de actividad se observó en la década de los 90, donde el pobre desempeño de los fondos creados en ese entonces y casos negativos emblemáticos, significaron un serio deterioro de la percepción de esta clase de activos localmente, en particular por parte de los inversionistas institucionales. Esta mala partida se explica principalmente por la total inexperiencia de los actores de entonces.

A partir de la década del 2000, nuevos fondos surgen al amparo de los incentivos promovidos por CORFO como una manera de dinamizar la industria, con la consecuente aparición de nuevos equipos de administradores independientes del capital administrado.

A la fecha, sólo un grupo menor de aquellos fondos ha concluido operaciones, con resultados mixtos en cuanto a rentabilidad y performance. Así las cosas, la industria local tiene que seguir construyendo *track record* para consolidarse como una opción ante los inversionistas tanto locales como internacionales.

COMPETITIVIDAD DE LA INDUSTRIA CHILE A NIVEL GLOBAL

Por las características del Private Equity, el performance de este tipo de fondos está 100% ligada a la capacidad del equipo de administración del fondo. Tal como comentamos en el caso del Venture Capital, Chile posee condiciones ambientales y de entorno excepcionales para atraer inversiones y promover la aparición de este tipo de fondos. Tal vez el mayor desafío en este sentido tiene que ver con i) una masa crítica de administradores relativamente baja que impide darle profundidad a la industria, ii) el mayor costo que supone para un inversionista extranjero invertir en fondos basados en Chile (temas impositivos) y iii) un *track record* en construcción, pero todavía insuficiente.

EL VALOR DE LA ESPECIALIZACIÓN

La evidencia observada en el mercado sugiere que aquellos fondos que han logrado mayor éxito tanto a nivel internacional como regional, son aquellos que cuentan con un equipo de administración especializado y donde, generalmente, el giro del negocio del administrador es único (sólo Private Equity)⁴¹.

Esto impone desafíos importantes a la industria, por cuanto la intención de especialización se ve contrastada con el levantamiento de fondos relativamente pequeños, que muchas veces son incapaces de financiar una administración dedicada, obligando al administrador involucrado en dedicarse a distintas actividades.

En este sentido, el desafío de la especialización está íntimamente ligada a la aparición de nuevos administradores que sean capaces de administrar fondos relativamente grandes en tamaño⁴² y así poder abordar de forma adecuada la administración de los mismos.

ASPECTOS PRIORITARIOS PARA ACAFI EN RELACIÓN AL PRIVATE EQUITY (PE)

En base al escenario recién descrito, las propuestas de ACAFI son las siguientes:

⁴¹ Es el caso de administradores como Southern Cross y Advent International, entre otros.

⁴² A modo de ejemplo, un fondo que administra US\$ 20 millones y cobra un fee de administración de un 2% anual, cuenta con un presupuesto operacional de US\$ 400.000/año, una cifra demasiado baja a efectos de establecer una administración especializada, adecuadamente estructurada y con los recursos necesarios para actuar en beneficio de sus empresas.

PROMOVER EL SURGIMIENTO DE NUEVOS ADMINISTRADORES EN PE

La promoción del surgimiento de administradores especializados en PE supone una serie de iniciativas que, en definitiva, permitan validar al PE como un modelo de inversión viable localmente.

En particular, pensamos que el rol de CORFO en este aspecto se justifica plenamente para el desarrollo de lo que hemos denominado “Emerging Private Equity”, es decir, el apoyo a la creación de administradoras y fondos nuevos, con modelos de inversión diversos, en sectores relevantes para la economía nacional y que permitan “entrar al mercado” a profesionales que de otra forma se mantendrían marginados de la industria.

A modo de ejemplo, dentro de este contexto se justificarían plenamente fondos sectoriales ligados a la minería, energía, agroindustria, industria forestal, acuícola, alimentos, etc., que pudieran aprovechar las capacidades y *know how* locales en beneficio de empresas de distintos sectores de la economía nacional.

PROMOVER LA ENTRADA DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

Inversionistas institucionales como las AFP no han tenido un papel protagónico en el Private Equity nacional, muy probablemente explicado por su experiencia poco favorable en el pasado en esta clase de activos, pero también por el tamaño reducido de los fondos locales.

Actualmente los inversionistas institucionales chilenos están invirtiendo tímidamente en Private Equity y solamente en fondos de Private Equity regionales e internacionales, pero no invierten en fondos nacionales.

Como referencia, se puede mencionar que en países como Estados Unidos, los fondos de pensiones tienen cerca de 10% de su portafolio invertido en fondos Inmobiliarios y de Private Equity, lo que contrasta con la realidad nacional.

Para favorecer la entrada de los inversionistas institucionales, ACAFI propone por un lado flexibilizar la normativa que rige a las AFP mediante una serie de propuestas que buscan ser incluidas en la nueva reforma a la Ley Única de Fondos, la cual se enmarca en la reforma MK Bicentenario, y por otro, el diseñar incentivos a los inversionistas institucionales locales que promuevan la inversión en este tipo de activos, acotando el riesgo de los mismos en casos de pérdida.

En cuanto a la flexibilización de la normativa que rige a las AFP se encuentran i) flexibilizar los aumentos y disminuciones de capital, mediante la creación de series de cuotas, ii) flexibilizar la regulación de las inversiones en los fondos, iii) permitir el control de Sociedades Anónimas Abiertas, iv) establecer la posibilidad de no gravar con IVA la comisión de administración de capitales provenientes de inversionistas extranjeros y de fondos de pensiones, v) permitir a los fondos recomprar sus propias cuotas y vi) flexibilizar el reparto de dividendos.

INCENTIVAR LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN EL PE NACIONAL

Actualmente los inversionistas extranjeros que invierten en un fondo, conforme a la Ley 18.815, deben pagar un 35% de impuestos a los dividendos y las ganancias de capital, además del pago del IVA sobre las comisiones de administración, lo que se compara negativamente con las condiciones impositivas de otros países (tales como Canadá, Irlanda y Luxemburgo) donde se pagan los impuestos correspondientes en el país de origen de los inversionistas.



Esto limita fuertemente la disponibilidad de recursos necesarios para el levantamiento de nuevos fondos de Private Equity con base en Chile debido a que implica un costo muy alto para los inversionistas extranjeros.

En este sentido, ACAFI propone rebajar el impuesto a las ganancias de capital a través de la creación de cuotas de fondos de Private Equity para extranjeros institucionales con una tasa única de impuestos del 10% o, en su defecto, derechamente eliminar el pago de este impuesto y así ofrecer una plaza competitiva frente a otros países de la región y el mundo.

ELIMINACIÓN DEL IVA DE LAS COMISIONES A INVERSIONISTAS EXTRANJEROS Y FONDOS DE PENSIONES

De manera complementaria a lo anterior, y con el fin de hacer competitiva nuestra industria local de PE respecto a otros países de la región, ACAFI propone eliminar el Impuesto al Valor Agregado (IVA) sobre las comisiones a inversionistas extranjeros institucionales y fondos de pensiones.

MEJORAR EL MARCO REGULATORIO PARA EL PE NACIONAL

Desde el punto de vista regulatorio, se requiere flexibilizar y modernizar aún más el marco regulatorio para el PE nacional de manera de hacer más transparente y ágil la estructura de los vehículos de inversión.



En este sentido, ACAFI propone permitir la emisión de diferentes series de cuotas para *General Partners* (administradores de fondos) y *Limited Partners* (inversionistas en fondos) de la misma forma en que se realiza en Estados Unidos y Brasil, para así permitir delimitar de manera más efectiva las responsabilidades de aportantes y administradoras y facilitar las distribuciones de utilidades.

PROMOVER MECANISMOS DE SALIDA (EXIT) LOCALMENTE

Uno de los mayores desafíos de la industria de “Emerging Private Equity” local tiene que ver con generar cierta profundidad del mercado local que permita la generación de alternativas de salida de las inversiones de los fondos de PE.

En el caso de Chile, la apertura a bolsa para empresas emergentes⁴³ es una aspiración histórica no lograda, por lo que se requiere de mayores esfuerzos por facilitar, abaratar y promover el listado en bolsa de empresas de tamaño medio.

PROMOVER MEJORES PRÁCTICAS EN LA INDUSTRIA

Como una manera de promover las mejores prácticas en la industria de PE nacional, ACAFI ha desarrollado un esfuerzo continuo por incorporar a la mayor cantidad de administradores locales de PE como miembros de la asociación, como una manera de establecer una mesa de trabajo que busque mejorar las prácticas de la industria, dando a conocer su actividad y promoviendo la inversión en fondos de PE.

⁴³ Con facturación menor a US\$ 80 millones.

En este contexto, la interacción entre administradores locales e internacionales, inversionistas, CORFO, Hacienda y otros actores locales e internacionales resulta clave a la hora de promover la industria. La realización de conferencias, mesas de trabajo, documentos de estudio, la permanente interacción con el sector público y la promoción de los casos de éxito resultan fundamentales para desarrollar una industria clave para el desarrollo de Chile.

En este sentido, desde la perspectiva de ACAFI la promoción del PE nacional puede potenciar en forma importante el desarrollo de distintas industrias donde Chile muestra o puede mostrar ventajas importantes y que, por estructura del mercado de fondos, es de difícil acceso en las escalas adecuadas a nuevos entrantes.

Es por ello que la promoción de la industria justifica un pool de iniciativas que deben incluir necesariamente el surgimiento de nuevos administradores y fondos (apoyados por CORFO), la facilitación en captación de recursos (locales e internacionales), el abaratamiento de los costos de transacción (de manera de ser competitivos globalmente), el mejoramiento regulatorio local y el fomento de mecanismos de salida que permitan fortalecer el track record de la industria, ofreciendo rentabilidades atractivas a los inversionistas.

Pensamos que medidas como las aquí mencionadas, pueden aportar en forma importante en el desafío de desarrollar una industria sólida de PE local.



ESQUEMA GENERAL DE LA INDUSTRIA DE VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY

#	Nombre Fondo	Nombre Administradora	Financia CORFO?		Financiamiento CORFO				VC/PE?		Tipo de Fondo		Etapa de Inversión		Objeto de Inversión	
			Si	No	F1	F2	F3	K1	VC	PE	Púb	Pri	Inv/Des	Liq	Dir	Feed
1	A5 Capital	A5 Capital S.A.	●				●		●			●	●		●	
2	Agrodesarrollo	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	●				●		●			●	●		●	
3	Aurus Bios	Administradora Aurus Private Equity S.A.	●				●		●			●	●		●	
4	Aurus Tecnología	Administradora Aurus Private Equity S.A.	●				●		●			●	●		●	
5	Austral Capital	Austral Capital Partners S.A.	●				●		●			●	●		●	
6	AXA Capital Chile	Ecus Private Equity S.A.	●			●				●		●	●		●	
7	Celfin Private Equity - KKR	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.		●						●	●		●			●
8	Celfin Private Equity	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.		●						●	●		●			●
9	Celfin Private Equity II	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.		●						●	●		●			●
10	Celfin Private Equity III	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.		●						●	●		●			●
11	Celfin Private Equity IV	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.		●						●	●		●			●
12	Chile Innovation Fund I	Equitas Management Partners S.A.	●				●		●			●	●		●	
13	Chiletech	Chiletech Adm. de Fondos de Inversión S.A.	●		●				●		●		●		●	
14	Copec-UC	Cruz del Sur Adm. General de Fondos S.A.	●		●				●			●	●		●	
15	Crecimiento Agrícola	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	●			●			●			●	●		●	
16	Emprendedor I	Ifincorp S.A.	●				●		●			●	●		●	
17	Expertus	Independencia Adm. de Fondos de Inversión S.A.	●			●			●			●	●		●	
18	Halcón II	Econsult Adm. de Fondos de Inversión S.A.	●			●			●			●	●		●	
19	IG Capital	EPG Partners S.A.	●				●			●		●	●		●	
20	IM Trust Energías Renovables	IM Trust Administradora General de Fondos S.A.	●				●		●			●	●		●	

#	Nombre Fondo	Nombre Administradora	Financia CORFO?		Financiamiento CORFO				VC/PE?		Tipo de Fondo		Etapa de Inversión		Objeto de Inversión	
			Si	No	F1	F2	F3	K1	VC	PE	Púb	Pri	Inv/Des	Liq	Dir	Feed
21	IM Trust Private Equity PG Direct I	IM Trust Administradora General de Fondos S.A.		●						●	●		●			●
22	Inv. en Empresas Innovadoras	Inversiones Innovadoras S.A.	●				●		●			●	●			●
23	Llaima Fondo de Inversión	CMB-Prime Adm. de Fondos de Inversión S.A.		●						●	●		●			●
24	Medio Ambiente I	Equitas Management Partners S.A.	●				●		●			●	●			●
25	Negocios Regionales	Negocios Regionales S.A.	●		●				●			●	●			●
26	Patagonia	Adm. Patagonia S.A.	●				●		●			●	●			●
27	Pi Capital Agroindustria	PI Capital de Riesgo S.A.	●				●		●			●	●			●
28	Precursor	Gerens Capital S.A.	●			●			●			●	●			●
29	Precursor II	Gerens Capital S.A.	●				●		●			●	●			●
30	Proa II	Moneda Adm. de Fondos de Inversión S.A.		●						●	●		●			●
31	Tridente	Zeus Capital S.A.	●				●		●			●	●			●
TOTAL			23	8	3	5	15	0	21	10	9	22	29	2	25	6

Fuente: Elaboración propia usando fuentes de información de Superintendencia de Valores y Seguros, Administradoras de fondos, entrevistas a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo y fuentes de información secundaria como páginas web institucionales, diarios, y otros.⁴⁴

La leyenda para el cuadro de la industria se adjunta en la siguiente tabla:

Clasificación	Código	Significado
Etapa de Financiamiento	VC PE	Venture Capital Private Equity
Tipo de Fondo	Púb Priv	Público Privado
Etapa de Inversión	Inv/Des Liq	Inversión/Desinversión Liquidación
Fondo de Inversión	Dir Feed	Directo Feeder Fund (fondo de fondos)

⁴⁴ Esta tabla no incluye los Fondos de Inversión de Capital Extranjero, FICER.

DIRECTORIO DE FONDOS DE INVERSIÓN EN VENTURE CAPITAL Y PRIVATE EQUITY

#	Nombre Administradora	Nombre Fondo	Portafolio	Empresas Invertidas
1	A5 Capital S.A.	A5 Capital	2	1) St. Andrews 2) Pesquera Apiao
2	Aurus Private Equity Administradora S.A.	Aurus Bios	1	1) Andes Biotechnologies
		Aurus Tecnología	4	1) Splitcast SpA 2) Zappedy Inc. 3) Clicmagic SpA 4) Junar SpA
3	Austral Capital Partners S.A.	Austral Capital	10	1) Paperless 2) Scopix 3) Producto Protegido S.A 4) Atacama Labs S.A. 5) Scantech 6) Junar SpA 7) Muticaja 8) Andes Biotechnologies S.A. 9) Green Pacific Biological 10) Bio Architecture Labs (BAL)
4	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos	Celfin Private Equity - KKR	4	Información no disponible
		Celfin Private Equity	3	1) Celfin Private Equity Inc. 2) Inversiones Celfin Charrua S.A. 3) Inversiones Celfin Private Equity S.A.
		Celfin Private Equity II	6	1) Inversiones Capital III S.A. 2) Inversiones Capital IV S.A. 3) Capital I Inc. 4) Inversiones Capital II S.A. 5) Información no disponible 6) Información no disponible
		Celfin Private Equity III	1	1) Inversiones RV S.A.
		Celfin Private Equity IV	0	
5	Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.	Chiletech	9	1) Energía Latina 2) Vendomática 3) Termocandelaria 4) TPL Chile 5) Información no disponible 6) Información no disponible 7) Información no disponible 8) Información no disponible 9) Información no disponible
6	CMB-Prime Administradora de Fondos de Inversión S.A.	Llaima	1	1) Invertec Foods
7	Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A.	Copec-UC	2	1) Sirve S.A. 2) Atakama Labs S.A.
8	Econsult Administradora de Fondos de Inversión S.A.	Halcón II	2	1) PC Book 2) Sergio

#	Nombre Administradora	Nombre Fondo	Portafolio	Empresas Invertidas
9	Ecus Private Equity S.A.	AXA Capital Chile	4	1) Central Frenos 2) Albia S.A. 3) Vitamina 4) Loginsa
10	EPG Partners S.A.	IG Capital	3	Información no disponible
11	Equitas Management Partners S.A.	Chile Innovation Fund I	1	1) Aguamarina
		Medio Ambiente I	4	1) Reinvent 2) Buuteeq Inc. 3) Clicmagic SpA 4) Tiixa
12	Gerens Capital S.A.	Precursor	6	1) Emotions (Dimacofi) 2) Alimentos Puerto Varas 3) Wisetrack 4) Metanoia 5) Energía Coyanco S.A. 6) Tubopack
		Precursor II	0	
13	Ifincorp S.A.	Emprendedor I	4	1) Publisistemas 2) Transportes Buen Destino 3) Fabrics 4) Papa John's
14	IM Trust Administradora General de Fondos S.A.	IM Trust Energías Renovables	0	
		IM Trust Private Equity - PG Direct I	1	Información no disponible
15	Independencia S.A. AFI	Expertus	8	1) Soc. Educ. Colegio San Sebastián 2) Soc. Educ. Colegio Santa Mónica 3) Soc. Educ. Colegio Rengo S.A. 4) Soc. Educ. Colegio Los Alpes 5) Soc. Educ. Colegio San Diego 6) EducaUC 7) Información no disponible 8) Información no disponible
16	Inversiones Innovadoras S.A.	Inversión en Empresas Innovadoras	3	1) Neosylva S.A. 2) Ecopellets S.A. 3) Información no disponible
17	Moneda Administradora de Fondos de Inversión S.A.	Proa II	1	1) David del Curto
18	Negocios Regionales S.A.	Negocios Regionales	11	1) Empresas CEM 2) EPC S.A. 3) Frutícola Angol S.A. 4) El Almendro S.A. 5) Alto Atacama 6) Información no disponible 7) Información no disponible 8) Información no disponible 9) Información no disponible 10) Información no disponible 11) Información no disponible
19	Patagonia Administradora S.A.	Patagonia	1	1) Hortifrut

#	Nombre Administradora	Nombre Fondo	Portafolio	Empresas Invertidas
20	PI Capital de Riesgo S.A.	PI Capital Agroindustria	4	1) PI Berries S.A. 2) PI Lácteos S.A. 3) Información no disponible 4) Información no disponible
21	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	Agrodesarrollo	3	1) Arenal 2) Pan de Azúcar 3) Información no disponible
		Crecimiento Agrícola	6	1) San Pablo 2) Tres Vías 3) Campo Cauquenes 4) Arándanos del Sur S.A. 5) Frutícola Porvenir S.A. 6) Sociedad Agrícola El Retorno S.A.
22	Zeus Capital Administradora S.A.	Tridente	3	1) Endurance 2) TecPipe 3) Novsa

Fuente: Anuario ACAFI, Diario Financiero, Clasificadoras de Riesgo (Fitch Ratings, Feller-Rate).

CLASIFICACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN EN VC/PE, SEGÚN EMPRESAS INVERTIDAS (PORTFOLIO)

#	Empresa	Nombre Fondo	Sector Económico	Administradora
1	Albia S.A.	AXA Capital Chile	Lavandería Industrial	Ecus Private Equity S.A.
2	Aguamarina	Chile Innovation Fund I	Biotecnología	Equitas Management Partners S.A.
3	Alimentos Puerto Varas	Precursor	Productos y Servicios al Consumidor	Gerens Capital S.A.
4	Alto Atacama	Negocios Regionales	Hotelería	Negocios Regionales S.A.
5	Andes Biotechnologies S.A.	Aurus Bios	Biotecnología	Administradora Aurus Private Equity S.A.
6	Andes Biotechnologies S.A.	Austral Capital	Biotecnología	Austral Capital Partners S.A.
7	Arenal	Agrodesarrollo	Productos y Servicios al Consumidor	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
8	Atacama Labs S.A.	Austral Capital	Software - Entretenimiento	Austral Capital Partners S.A.
9	Atacama Labs S.A.	Copec-UC	Software - Entretenimiento	Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A.
10	Bio Architecture Labs (BAL)	Austral Capital	Biotecnología	Austral Capital Partners S.A.
11	Buuteeq Inc.	Medioambiente I	Servicios IT	Equitas Management Partners S.A.
12	Capital I Inc.	Celfin Private Equity II	Farmacéutica	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
13	Celfin Private Equity Inc.	Celfin Private Equity	Servicios Básicos	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
14	Central Frenos	AXA Capital Chile	Productos y Servicios al Consumidor	Ecus Private Equity S.A.
15	Clicmagic	Aurus Tecnología	Productos y Servicios a Empresas	Administradora Aurus Private Equity S.A.
16	Clicmagic	Chile Innovation Fund I	Productos y Servicios a Empresas	Equitas Management Partners S.A.
17	David del Curto	Proa II	Agroindustria	Moneda S.A. Administradora de Fondos de Inversión
18	Ecopellets S.A.	Inversión en Empresas Innovadoras	Otros	Inversiones Innovadoras S.A.
19	El Almendro S.A.	Negocios Regionales	Agroindustria	Negocios Regionales S.A.
20	Emotions (Dimacofi)	Precursor	Productos y Servicios al Consumidor	Gerens Capital S.A.
21	Empresas CEM	Negocios Regionales	Industrial	Negocios Regionales S.A.
22	Endurance	Tridente	Productos y Servicios a Empresas	Zeus Capital S.A.
23	Energía Coyanco S.A.	Precursor	Energía	Gerens Capital S.A.
24	Energía Latina	Chiletech	Energía	Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.

#	Empresa	Nombre Fondo	Sector Económico	Administradora
25	EPC S.A.	Negocios Regionales	Industrial	Negocios Regionales S.A.
26	Fabrics	Emprendedor I	Productos y Servicios al Consumidor	Ifincorp S.A.
27	Frutícola Angol S.A.	Negocios Regionales	Agroindustria	Negocios Regionales S.A.
28	Green Pacific Biological	Austral Capital	Biotecnología	Austral Capital Partners S.A.
29	Hortifrut	Patagonia	Agroindustria	Patagonia Administradora S.A.
30	Inversiones Capital II S.A.	Celfin Private Equity II	Servicios Básicos	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
31	Inversiones Capital III S.A.	Celfin Private Equity II	Retail	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
32	Inversiones Capital IV S.A.	Celfin Private Equity II	Inmobiliario - Dental	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
33	Inversiones Celfin Charrua S.A.	Celfin Private Equity	Servicios Básicos	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
34	Inversiones Celfin Private Equity S.A.	Celfin Private Equity	Servicios Básicos	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
35	Inversiones RV S.A.	Celfin Private Equity III	Retail	Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
36	Invertec Foods SA	Llaima	Biotecnología	CMB-Prime Administradora de Fondos de Inversión S.A.
37	Junar SpA	Austral Capital	Tecnología	Austral Capital Partners S.A.
38	Loginsa	AXA Capital Chile	Logística	Ecus Private Equity S.A.
39	Metanoia	Precursor	Servicios TI	Gerens Capital S.A.
40	Multicaja	Austral Capital	Servicios Financieros	Austral Capital Partners S.A.
41	Neosylva S.A.	Inversión en Empresas Innovadoras	Otros	Inversiones Innovadoras S.A.
42	Pan de Azúcar	Agrodesarrollo	Productos y Servicios al Consumidor	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
43	Papa John's	Emprendedor I	Productos y Servicios al Consumidor	Ifincorp S.A.
44	Paperless	Austral Capital	Tecnología	Austral Capital Partners S.A.
45	PC Book	Halcón II	Computación	Econsult Administradora de Fondos de Inversión S.A.
46	PI Berries S.A.	PI Capital Agroindustria	Agroindustria	PI Capital de Riesgo S.A.
47	PI Lácteos S.A.	PI Capital Agroindustria	Agroindustria	PI Capital de Riesgo S.A.
48	Producto Protegido S.A.	Austral Capital	Tecnología	Austral Capital Partners S.A.
49	Publisistemas	Emprendedor I	Tecnología	Ifincorp S.A.
50	Reinvent	Medioambiente I	Tecnología	Equitas Management Partners S.A.
51	San Pablo	Crecimiento Agrícola	Productos y Servicios al Consumidor	Sembrador Capital de Riesgo S.A.

#	Empresa	Nombre Fondo	Sector Económico	Administradora
52	Scanntech	Austral Capital	Tecnología	Austral Capital Partners S.A.
53	Scopix	Austral Capital	Tecnología	Austral Capital Partners S.A.
54	Sergo	Halcón II	Productos y Servicios a Empresas	Econsult Administradora de Fondos de Inversión S.A.
55	Sirve S.A.	Copec-UC	Productos y Servicios a Empresas	Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A.
56	Soc. Educ. Colegio Los Alpes	Expertus	Educación	Independencia S.A. AFI
57	Soc. Educ. Colegio Rengo S.A.	Expertus	Educación	Independencia S.A. AFI
58	Soc. Educ. Colegio San Diego	Expertus	Educación	Independencia S.A. AFI
59	Soc. Educ. Colegio San Sebastián	Expertus	Educación	Independencia S.A. AFI
60	Soc. Educ. Colegio Santa Mónica	Expertus	Educación	Independencia S.A. AFI
61	Splitcast	Aurus Tecnología	Telecomunicaciones	Administradora Aurus Private Equity S.A.
62	St. Andrews	A5 Capital	Productos y Servicios al Consumidor	A5 Capital S.A.
63	TecPipe	Tridente	Productos y Servicios a Empresas	Zeus Capital S.A.
64	Termocandelaria	Chiletech	Energía	Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
65	Tiixa	Medioambiente I	Tecnología	Equitas Management Partners S.A.
66	TPL Chile	Chiletech	Servicios Financieros	Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
67	Transportes Buen Destino	Emprendedor I	Logística	Ifincorp S.A.
68	Tres Vías	Crecimiento Agrícola	Productos y Servicios al Consumidor	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
69	Tubopack	Precursor	Productos y Servicios a Empresas	Gerens Capital S.A.
70	Vendomática	Chiletech	Productos y Servicios al Consumidor	Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
71	Vitamina	AXA Capital Chile	Educación	Ecus Private Equity S.A.
72	Wisetrack	Precursor	Electrónica	Gerens Capital S.A.
73	Zappedy	Aurus Tecnología	Tecnología	Administradora Aurus Private Equity S.A.
74	Arándanos del Sur S.A.	Crecimiento Agrícola	Agroindustria	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
75	Campo Cauquenes	Crecimiento Agrícola	Agroindustria	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
76	Frutícola Porvenir S.A.	Crecimiento Agrícola	Agroindustria	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
77	Novsa	Tridente	Productos y Servicios a Empresas	Zeus Capital S.A.

#	Empresa	Nombre Fondo	Sector Económico	Administradora
78	Pesquera Apiao	A5 Capital	Productos y Servicios al Consumidor	A5 Capital S.A.
79	Sociedad Agrícola El Retorno S.A.	Crecimiento Agrícola	Agroindustria	Sembrador Capital de Riesgo S.A.
80		Agrodesarrollo		Sembrador Capital de Riesgo S.A.
81		Aurus Tecnología		Administradora Aurus Private Equity S.A.
82		Celfin Private Equity - KKR		Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
83		Celfin Private Equity - KKR		Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
84		Celfin Private Equity - KKR		Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
85		Celfin Private Equity - KKR		Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
86		Celfin Private Equity II		Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
87		Celfin Private Equity II		Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos
88		Chiletech		Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
89		Chiletech		Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
90		Chiletech		Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
91		Chiletech		Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
92		Chiletech		Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.
93		Expertus		Independencia S.A. AFI
94		Expertus		Independencia S.A. AFI
95		Expertus		Independencia S.A. AFI
96		IG Capital		EPG Partners S.A.
97		IG Capital		EPG Partners S.A.
98		IG Capital		EPG Partners S.A.
99		IM Trust Private Equity - PG Direct I		IM Trust Administradora General de Fondos S.A.
100		Inversión en Empresas Innovadoras		Inversiones Innovadoras S.A.
101		Negocios Regionales		Negocios Regionales S.A.
102		Negocios Regionales		Negocios Regionales S.A.
103		Negocios Regionales		Negocios Regionales S.A.

#	Empresa	Nombre Fondo	Sector Económico	Administradora
104		Negocios Regionales		Negocios Regionales S.A.
105		Negocios Regionales		Negocios Regionales S.A.
106		Negocios Regionales		Negocios Regionales S.A.
107		PI Capital Agroindustria		PI Capital de Riesgo S.A.
108		PI Capital Agroindustria		PI Capital de Riesgo S.A.

Fuente: Anuario ACAFI, Diario Financiero, Clasificadoras de Riesgo (Fitch Ratings, Feller-Rate).



CLASIFICACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN EN VC/PE, SEGÚN FONDO DE INVERSIÓN

#	Nombre Fondo	Nombre Administradora	Monto (US\$MM)	Portfolio
1	A5 Capital	A5 Capital S.A.	13,4	2
2	Agrodesarrollo	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	19,3	3
3	Aurus Bios	Aurus Private Equity Administradora S.A.	15,1	1
4	Aurus Tecnología	Aurus Private Equity Administradora S.A.	15,1	4
5	Austral Capital	Austral Capital Partners S.A.	35,2	10
6	AXA Capital Chile	Ecus Private Equity S.A.	25,4	4
7	Celfin Private Equity	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.	29,6	3
8	Celfin Private Equity - KKR	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.	19,9	4
9	Celfin Private Equity II	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.	140,3	6
10	Celfin Private Equity III	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.	14,3	1
11	Celfin Private Equity IV	Celfin Capital Administradora General de Fondos S.A.	112,0	0
12	Chile Innovation Fund I	Equitas Management Partners S.A.	25,2	1
13	Chiletech	Chiletech Administradora de Fondos de Inversión S.A.	17,8	9
14	Copec-UC	Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A.	12,6	2
15	Crecimiento Agrícola	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	11,0	6
16	Emprendedor I	Ifincorp S.A.	13,3	4
17	Expertus	Independencia Administradora de Fondos de Inversión S.A.	28,1	8
18	Halcón II	Econsult Administradora de Fondos de Inversión S.A.	19,4	2
19	IG Capital	EPG Partners S.A.	25,2	3
20	IM Trust Energías Renovables	IM Trust Administradora General de Fondos S.A.	25,2	0
21	IM Trust Private Equity PG Direct I	IM Trust Administradora General de Fondos S.A.	48,0	1
22	Inversión en Empresas Innovadoras	Inversiones Innovadoras S.A.	3,1	3
23	Llaima	CMB-Prime Administradora de Fondos de Inversión S.A.	9,2	1
24	Medioambiente I	Equitas Management Partners S.A.	25,2	4
25	Negocios Regionales	Negocios Regionales S.A.	32,8	11
26	Patagonia	Patagonia Administradora S.A.	10,9	1
27	Pi Capital Agroindustria	PI Capital de Riesgo S.A.	12,8	4
28	Precursor	Gerens Capital S.A.	23,5	6
29	Precursor II	Gerens Capital S.A.	26,9	0
30	Proa II	Moneda Administradora de Fondos de Inversión S.A.	12,0	1
31	Tridente	Zeus Capital S.A.	24,0	3
	TOTAL		845,8	108

Fuente: Anuario ACAFI, Diario Financiero, Clasificadoras de Riesgo (Fitch Ratings, Feller-Rate).

REFERENCIAS

1. "Raising Capital for the Emerging Business: A primer for Entrepreneurs", David H. Aronson, Greenberg Traurig, LLP, 2000.
2. "Private Equity and Venture Capital in Brazil – 1st Census", Antonio Gledson de Carvalho, Leonardo de Lima Ribeiro, Claudio Vilar Furtado, 2006.
3. GEM Capital de Riesgo Chile 2008, Patricio Cortés Durán, Germán Echeopar Koechlin.
4. "Hay capital de Riesgo en Chile: Estudio exploratorio", Patricio Cortés, UDD, 2007.
5. Sitio de la Superintendencia de Valores y Seguros, www.svs.cl, Normativa.
6. Sitio de CORFO, www.corfo.cl
7. Sitio de LAVCA, www.lavca.org
8. Financing Report, GEM Global, 2009.
9. Gross Domestic Product 2009, PPP. Banco Mundial. <http://siteresources.worldbank.org>
10. "The Private Equity and Venture Capital Environment in Latinoamérica". LAVCA, 2010.
11. Venture Impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy, 5th Edition.
12. 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 LAVCA Scorecard, The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.
13. "Estudio de Capital de Riesgo y Redes de Inversionistas en Chile: Una radiografía al capital de riesgo de las emprendedoras chilenas". Endeavor, junio 2009.
14. Global Private Equity Report 2010. Bain and Company.
15. VI Catastro de Fondos de Inversión en Chile. ACAFI, junio 2010.

ANEXOS

ANEXO A: INFORMACIÓN DE FINANCIAMIENTO CORFO A VENTURE CAPITAL

Cabe destacar que de los fondos F1, F2, F3 y K1, sólo los fondos F3 y K1 siguen operativos, mientras que los fondos F2 y F1 sólo siguen en actividad por contar con montos pendientes por colocar en tres de sus fondos.

La línea F3, creada en 2006, busca fomentar la industria de VC y la innovación, financiando hasta tres veces el capital aportado, en cuanto haya presente elementos de innovación y alto crecimiento (emprendimiento dinámico).

Por otra parte, el Programa de Inversión Directa K1, creado en 2008 se destaca por ser de Inversión Directa, en el que CORFO aporta con capitales de hasta un 40%, con el fin de contribuir al fomento del Venture Capital.

Tabla A1: Fondos de Inversión PE/VC financiados por CORFO, diciembre 2010

Prog. CORFO	Fondo de Inversión	Nombre Administradora	Monto US\$MM	Monto MM\$
F1	Columba	Choshuenco AFI S.A.	18,2	9.114
F1	Chiletech	Chiletech S.A. AFI	17,8	8.877
F1	Negocios Regionales	Negocios Regionales S.A.	32,8	16.388
F1	Halcón	Econsult AFI S.A.	21,1	10.568
F1	Mifactory	IT Management S.A.	4,7	2.368
F2	Precursor	Gerens Capital S.A.	23,5	11.760
F2	Crecimiento Agrícola	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	11,0	5.501
F2	Expertus	Independencia S.A. AFI	28,1	14.070
F2	Halcón II	Econsult AFI S.A.	19,4	9.706
F2	Mifactory II	IT Management S.A.	25,2	12.600
F2	AXA Capital Chile	Ecus Private Equity S.A.	25,4	12.705
F3	PI Capital Agroindustria	PI Capital de Riesgo S.A.	12,8	6.378
F3	Inversión en Empresas Innovadoras	Inversiones Innovadoras S.A.	3,1	1.558
F3	Emprendedor I	Ifincorp S.A.	13,3	6.667
F3	A5 Capital	A5 Capital S.A.	13,4	6.682
F3	Patagonia	Administradora Patagonia S.A.	10,9	5.441
F3	Austral Capital	Austral Capital Partners S.A.	35,2	17.609
F3	Copec-UC	Cruz del Sur AGF S.A.	12,6	6.300
F3	Tridente	Administradora Zeus Capital S.A.	24,0	11.992
F3	Medioambiente I	Equitas Management Partners S.A.	25,2	12.600
F3	IG Capital	EGC Partners S.A.	25,2	12.600
F3	Precursor II	Gerens Capital S.A.	25,2	12.600
F3	Chile Innovation Fund I	Equitas Management Partners S.A.	25,2	12.600
F3	Agrodesarrollo	Sembrador Capital de Riesgo S.A.	19,3	9.627
F3	IM Trust Energías Renovables	IM Trust S.A. AGF	25,2	12.600
F3	Aurus Bios FIP	Administradora Aurus Private Equity S.A.	15,1	7.564
F3	Aurus Tecnología FIP	Administradora Aurus Private Equity S.A.	15,1	7.564
F3	Burrill Life Science I FIP	Burrill Chile S.A.	25,2	12.600
K1	Fondo Mater	Administradora Mater S.A.	39,9	19.950
TOTAL			593,2	296.590

A nivel histórico, se observa la evolución en los fondos de inversión desde 2006 en la siguiente tabla:

Tabla A2: Activos administrados en fondos de inversión con aportes de CORFO⁴⁶ (US\$MM)

Línea CORFO	dic-06	mar-07	dic-07	jun-09	mar-10	Porcentaje del Total (%)
F1	50,0	48,9	70,25	87,99	124,24	20,8%
F2	126,4	125,5	119,54	90,59	129,89	21,7%
F3	40,4	40,2	89,6	34,22	306,18	51,2%
K1	-	-	-	37,1	37,9	6,3%
Total	216,8	214,6	279,4	249,9	598,2	100%
% Crec	-	-1%	30%	-11%	139%	

Fuente: Elaboración propia, en base a datos de Corfo.

En relación a la tabla anterior, se destaca el enorme crecimiento de los fondos aportados desde la creación del fondo F3, con un crecimiento de un 800% entre junio de 2009 y 2010.

Por otra parte, los fondos de K1 tuvieron un leve aumento de 2% entre 2009 y 2010. A nivel histórico, la tasa de crecimiento anual promedio (CAGR) de los fondos con aportes de CORFO entre 2006 y 2010 ha sido de un 29%.

Se observa además que los fondos que cuentan con el programa K1 no han logrado montos suficientes para competir con el programa K1, pero esto puede deberse también a que su creación es relativamente reciente, por lo cual debe tenerse especial cuidado al analizar el impacto de este programa.

⁴⁶ No se encontraron datos de los fondos en el año 2008.

ANEXO B: INVERSIÓN DE FONDOS EXTRANJEROS EN EMPRESAS CHILENAS

Nombre	Portfolio de Empresas	Año Inversión	Sector	Fondo de Inversión
Southern Cross	Campanario Generación	2006	Energía	SCLAPEF II
	Campanario Tierra Amarilla	2006	Energía	SCLAPEF II
	Gas Atacama	2007	Energía	SCLAPEF III
	Project Eagle	2007	Energía	SCLAPEF III
	Supermercados del Sur	2008	Retail	SCLAPEF III
Citi Venture Capital International	Dream S.A.	2008	Entretención	ND
	Moller y Pérez Cotapos S.A.	2007	Construcción	ND
	Empresa Eléctrica Rucatayo S.A.	2004	Energía	ND
Linzor Capital Partners	Hoyts General Cinema South America	2007	Retail	LCP I
	Isapre Cruz Blanca (CBS)	2008	Salud	LCP I
	Idelpa (CBS)	2008	Salud	LCP I
	Integramédica (CBS)	2010	Salud	LCP I
	Corporación Santo Tomás (CST)	2009	Educación	LCP I
Brookfield Asset Management	Transelec	2006	Energía	Chilean Transmission Fund

Fuente: En base a información obtenida de los sitios web y ejecutivos de las respectivas administradoras.

Leyenda

CBS	Cruz Blanca Salud Holding
LCP I	Linzor Capital Partners I
SCLAPEF II	Southern Cross Latin America Private Equity Fund II
SCLAPEF III	Southern Cross Latin America Private Equity Fund III
ND	No disponible

Este informe fue elaborado por los investigadores e ingenieros civil industrial de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Sandra Díaz Ortega y Antonio Iturra Novoa, siendo supervisado por los Directores de ACAFI a diciembre de 2010, Gonzalo Miranda Arratia y Hubert Porte, representantes de Austral Capital y Ecus Capital respectivamente.

ACAFI

The logo for ACAFI features the letters 'ACAFI' in a bold, sans-serif font. A thick, grey, curved swoosh starts from the top right of the 'I' and sweeps upwards and to the left, ending above the 'A'.



ACAFI



ACAFI

Asociación Chilena de Administradoras
de Fondos de Inversión

InnovaChile
CORFO