



UNIVERSIDAD DE CHILE

FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

ESCUELA DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN

CAPITAL DE RIESGO EN CHILE

**Seminario para optar al título de
Ingeniero Comercial, Mención
en Economía**

Participantes:

Pilar Espina Molina

Profesor guía:

Roberto Álvarez Espinoza

Santiago, 2015

La propiedad intelectual de este trabajo es de Roberto Álvarez Espinoza y de Pilar Espina Molina.

Resumen

La industria del Capital de Riesgo en el mundo en general es muy pequeña, pero de vital importancia, siendo la responsable del nacimiento de grandes empresas que no podrían haber surgido de no ser por dicha inversión. La literatura avala la idea que son creadoras de empleo y que su importancia en el crecimiento económico es alta. Es así que en Chile tuvo sus inicios hace 25 años y aún no ha logrado surgir. En la región existe un muy buen índice de emprendimientos, pero carentes de innovación, por lo que se le debe dar importancia tanto a la oferta de financiamiento, pero también a la calidad de los proyectos. En todo el mundo se da la tónica que la industria no surge por sí sola, por lo que se hace necesario el apoyo de ésta mediante la implementación de políticas que logren impulsarla.

En Chile el principal inversor en Capital de Riesgo es CORFO, quién cuenta con diversos instrumentos tanto para el apoyo financiero, como también práctico. Sin embargo, sus esfuerzos no son suficientes, ya que los capitales privados juegan un rol fundamental en la industria y en el país son muy escasos. Es por esto que es necesario disminuir las barreras para que éstos se interesen y asuman el riesgo asociado a este tipo de inversiones. Además que no se puede descansar sólo en dicha entidad para confiar que la industria crecerá, sino que es necesario impulsarla mediante otras fuerzas, tales como mejorando el ambiente para invertir en el país y bajar las barreras tributarias, entre otros.

El objetivo de este trabajo es dar a conocer la industria actual en Chile y en el mundo. Entender cuáles son los beneficios que trae consigo es vital para potenciar su desarrollo. Finalmente analizar cuáles son las falencias que tiene para así concluir con propuestas concretas para mejorar el uso de los recursos actuales, así como también aumentar los inversores privados, ya que este sector juega un rol importante para que el crecimiento de la industria logre ser real.

Tabla de Contenidos

1. <i>Introducción</i>	5
2. <i>Marco conceptual</i>	9
3. <i>Capital de Riesgo en el mundo</i>	16
4. <i>Relación entre capital de riesgo y crecimiento</i>	25
5. <i>Capital de Riesgo en Chile</i>	32
6. <i>Conclusión</i>	52
7. <i>Referencias</i>	56
8. <i>Anexos</i>	60

Capital de Riesgo en Chile

1. Introducción

El Capital de Riesgo es importante para empresas que están comenzando, con proyectos que son muy rentables, pero que necesitan grandes sumas de dinero para poder llevarlos a cabo. El inversionista en riesgo tiene una característica fundamental, la cual es acompañar a la empresa en el proceso, de este modo es capaz de traspasar no sólo recursos monetarios, sino que también información y conocimientos. Se produce un monitoreo constante y un trabajo en equipo entre las dos partes.

Uno de los principales desafíos con que cuenta la industria es la asimetría de información que existe entre el agente y el principal, de forma tal que es necesario reducir esta brecha para poder hacer efectivas las inversiones que debiesen llevarse a cabo, ya que se reduciría el riesgo asociado al negocio.

Sus orígenes datan de 1946 en Estados Unidos, pero en Chile no aparece sino hasta los años 90' con las AFPs. El mercado aún es muy pequeño y ha tomado poca fuerza pese a los esfuerzos por hacer que éste se incremente y desarrolle. Por lo cual se hace necesario contar con políticas que potencien y masifiquen dicho mercado, atacando las falencias que se puedan detectar y no solamente ampliando el fondo disponible.

Dentro de la literatura es posible encontrar las ventajas que tiene el Capital de Riesgo, entre las cuales está la creación de empleo, la que tiene relación directa con el crecimiento del país y que es uno de los objetivos principales del gobierno de cada país. Se constata que las empresas jóvenes son las que tienen mayor índice de creación, mientras que aquellas con más tiempo son

potencialmente destructoras de empleo. Por otro lado es posible ver también que mediante las inversiones en Capital de Riesgo ha sido posible aumentar el tamaño promedio de las industrias y ha creado incentivos a continuar invirtiendo, ya que las medianas y grandes empresas se han visto muy favorecidas. Si bien el Capital de Riesgo ha aumentado la competencia en la industria de la tecnología, en ningún caso esto ha sido factor de deterioro.

Por lo tanto, la literatura avala la hipótesis que el Capital de Riesgo es una herramienta que puede ser muy útil para ayudar al crecimiento y desarrollo de ciertas industrias, de forma tal que mediante su promoción se puede llegar a mejores resultados locales y también en mercados extranjeros, logrando procesos más eficientes y mejorando la competitividad del país. Sin olvidar que no basta con que exista la oferta y demanda adecuada, sino que el clima en la que éstas se desarrollan es vital para su éxito, por lo que el marco institucional cobra vital relevancia a la hora de analizar cómo se desenvuelve la inversión en Capital de Riesgo.

La industria en Chile es muy reciente y pequeña, la cual aún no cuenta con el tamaño y fuerza suficiente como para tener efectos sobre el crecimiento del país, es por esto que es necesario contar con políticas que logren impulsar a la industria de forma tal que se creen incentivos a los inversionistas privados para que éstos se interesen en proyectos nacionales, pero también es necesario tener un filtro lo suficientemente bueno para la selección de dichos proyectos. Es importante que se logre la coordinación de esfuerzos del sector público con el privado, de forma tal que se consigan aprovechar las capacidades de los privados con el fin de tener un riesgo compartido, así los incentivos pueden estar alineados y lograr una mayor inversión.

En Chile el principal inversor en Capital de Riesgo es CORFO, el cual cuenta con variados instrumentos para apoyar a nuevos emprendimientos, de forma tal que mediante apoyo tanto financiero como de conocimientos se intenta hacer crecer la industria, sin embargo, sin la actividad del mercado privado ni proyectos a la altura del Capital de Riesgo, no ha sido posible impulsar la industria como se quisiera.

Es importante entender que el problema no es sólo por una falta de inversionistas, vale decir escasez de oferta de Capital de Riesgo, sino que también hay un problema de demanda, que ésta debe ser de buena calidad para que los proyectos de alto potencial de crecimiento efectivamente perduren y logren las metas que proponían desde un comienzo. Por lo tanto, no basta sólo con ampliar la oferta de crédito o con disminuir las barreras legales para iniciar proyectos nuevos, sino que se deben potenciar ambos flancos. Se debe tener una política mixta que se complemente y logre impulsar nuevas inversiones, pero también crear ideas que estén a la altura del Capital de Riesgo.

Podemos encontrar trabajos anteriores que describen la industria y su desarrollo en el país. Como referente se encuentra el informe de GEM Chile en el año 2008, en el cual encuentran que la cadena de financiamiento es muy débil y que no sólo es una falla de éste, sino que de creación de institucionalidad, ya que los posibles inversionistas no tienen el entrenamiento suficiente como para hacerlo. Destacan que: “Se debe pensar en cómo identificar y seleccionara los agentes relevantes, cómo generar un proceso de aprendizaje apropiado para ellos, y cómo instituir reglas de juego que contribuyan a una autoselección de los jugadores y a un continuo mejoramiento de sus capacidades.”

Por otro lado Echeopar y Rogers (2011) presentan la industria a la fecha y exponen que la principal traba para el crecimiento de la industria son las limitaciones existentes en el financiamiento de proyectos en etapas iniciales, cuando los proyectos son más riesgosos, ya que hay mayor incertidumbre respecto a la viabilidad del negocio. En cambio en etapas posteriores los riesgos son menores, por lo que es más fácil conseguir recursos vía los canales tradicionales de financiación, como lo son los bancos. Con respecto a esto último, Chile no tiene mayores problemas, ya que tiene un sistema sofisticado y estable.

En el presente informe se expone la industria del Capital de Riesgo en Chile, los principales actores y cuáles son las fallas que están impidiendo que la industria surja, los objetivos principales son conocer qué se está haciendo ahora tanto en Chile como en el mundo en el mundo, así como también entender cuáles son los beneficios de tener esta industria más desarrollada. Para finalmente comprender cuáles son las falencias existentes y cómo se pueden mejorar, de forma tal que sea posible impulsar la industria para que ésta sea gestora de innovación y crecimiento.

A continuación, en la sección II, se presenta el marco conceptual, para así lograr contextualizar qué es y cómo se estructura la inversión en Capital de Riesgo. En la sección III, se presenta la evolución de la industria en el mundo, para así tener referentes tanto de países que han logrado el desarrollo del Capital de Riesgo, así como también, de países emergentes. La sección IV hace una revisión de la literatura anterior acorde al tema y su relación con el crecimiento. A continuación, en la sección V se presenta la industria en Chile, cómo está estructurada, cuáles son sus falencias y cómo mejorarla. Finalmente, en la sección VI, se presentan las conclusiones.

2. Marco conceptual

¿Qué es el Capital de Riesgo?

El capital de riesgo es una forma de financiar a las empresas que están naciendo, por lo tanto, éstas no tienen un historial que les permita tener mayor certeza sobre el rendimiento futuro. Por lo tanto, este tipo de inversionistas buscan negocios innovadores que puedan asegurar rentabilidad, así el negocio va a tener flujos futuros positivos, una vez que el proyecto entre en marcha.

“Se conoce como capital de riesgo a todo aquel financiamiento que apoya a una empresa, asumiendo parte importante del riesgo que ésta enfrenta. El capital de riesgo generalmente no toma garantías ni de la empresa, ni garantías personales de los socios emprendedores. En el orden de pago, al liquidar una empresa que quiebra, les corresponde cobrar después de los deudores tradicionales de la empresa.” (GEM Chile, 2008)

Sin embargo, el capital de riesgo no se limita únicamente al ámbito financiero, sino que también hace un aporte en la administración del emprendimiento, aportando con conocimiento y herramientas, que en las que las nuevas empresas son más limitados. De esta forma se pueden asegurar los inversores de que el negocio tenga una base más sólida y en este sentido las posibilidades del proyecto de tener éxito aumentan.

Los inversionistas del capital de riesgo se centran en un tipo específico de empresa, la cual cumple con ciertas características, entre las cuales se encuentran que son inversiones que necesitan de un gran capital para poder producir, por lo cual la inversión debe ser importante, por

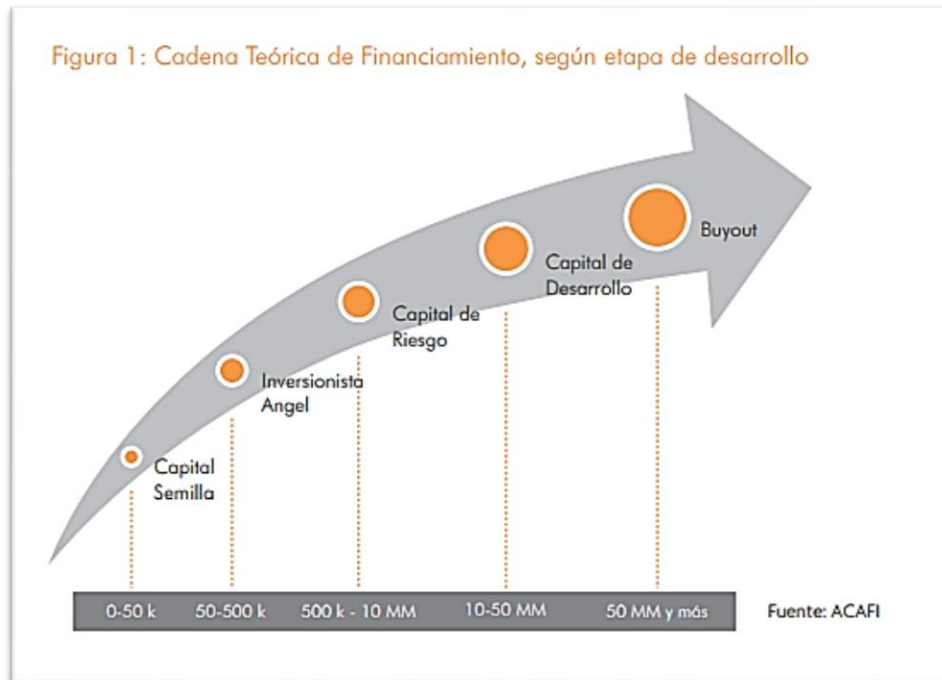
otro lado, la incertidumbre juega un rol predominante, ya que generalmente se encuentran en una etapa de desarrollo en dónde es difícil asegurar el éxito de la empresa.

A su vez, el tipo de empresa anteriormente descrito cuenta con una oportunidad de crecimiento acelerado, es por esto que la inversión puede ser altamente rentable, de modo tal que se compense de cierto modo el riesgo de la inversión. Éstas son las *empresas de alto potencial*. Es importante destacar que dicho riesgo disminuye con el paso del tiempo y a medida que la empresa se desarrolla, ya que los supuestos que se hicieron en un comienzo se van cumpliendo o cayendo, de forma tal que la incertidumbre y en conjunto con esto, el riesgo, disminuyen.

“La importancia del Capital de Riesgo radica en su capacidad para apoyar el desarrollo de empresas innovadoras o de elevado crecimiento, de modo que éstas sean capaces de alcanzar su potencial y generar empleo y crecimiento. Según un estudio elaborado por Martí Pellón, la presencia de un inversor de Capital de Riesgo en el capital de una empresa genera un efecto positivo sobre la misma (en términos de empleo, facturación, resultados, inversión en activos y recaudación fiscal, entre otros), lo que se traduce en un crecimiento superior de la empresa y, por tanto, en un impacto económico en la zona donde se desarrolla su actividad.” (idEC 2007)

Etapas del financiamiento de las empresas con alto potencial de crecimiento

La forma de financiamiento de cada empresa va a depender de la etapa de desarrollo en que ésta se encuentre, que consecuentemente de esto dependerá el monto necesitado de la inversión, es así que podemos distinguir 5 etapas, las cuales se pueden ver en la siguiente figura y se describen a continuación.



- Capital semilla – Seed Capital

Son fondos para echar a andar una empresa, para la primera etapa de operaciones, de forma tal de aportar a los detalles finales y los primeros pasos del plan de negocios. Las principales fuentes de financiamiento de los fondos de capital semilla son los fundadores, la familia, amigos o los inversores ángeles informales.

Las inversiones son de bajo monto generalmente, siendo los inversores ángeles muy importantes, son la fuente más común de la primera ronda de financiación para las empresas de tecnología. Estos inversores tienden a invertir sólo en empresas locales o para las personas que ya conocen personalmente.

- Capital de riesgo temprano – Start Up

Fondos para empresas que han validado su concepto prometedor con clientes clave, pero no han alcanzado el punto de equilibrio de flujo de caja. Son adecuados para la etapa donde la empresa inicia sus ventas y necesita recurso tanto como para financiar la validación del modelo de negocios así como también para la primera expansión. En esta etapa, si bien hay menos incertidumbre que en la anterior, igualmente se cuenta con un crecimiento muy inestable.

Grupos organizados de inversionistas ángeles, así como fondos de capital riesgo etapa temprana suelen proporcionar este tipo de inversiones. Dichos inversionistas ángeles evalúan el potencial de creación de valor de la empresa y la probabilidad de tener una salida exitosa, vale decir, que exista un evento de liquidez que les permita vender sus acciones y realizar el valor creado.

Normalmente, los fondos semilla y capital de riesgo temprana no invertirán en empresas fuera de su área geográfica, ya que a menudo trabajan activamente con la gestión de una serie de cuestiones operativas, de forma tal que puedan aportar con conocimiento y una red de contactos que permitan potenciar el negocio.

- Capital de riesgo de expansión – Venture Capital

Una vez que la empresa logra validar su modelo de negocios, sufre una creciente expansión en ventas, ya que se produce el crecimiento acelerado, sin embargo, junto con esto, hay una creciente en la demanda por capital y trabajo por parte de la empresa para lograr ofertar lo que el mercado le exige. Si la demanda de inversión de la empresa es moderada, entonces el riesgo que acarrea no es tan grande y por lo tanto puede recurrir a financiamiento tradicional, como lo son los bancos. Sin embargo, de ser alta la inversión, que es lo común dentro de las empresas con

crecimiento acelerado, se debe recurrir a fuentes no tradicionales de financiamiento, como lo son los inversionistas ángeles por ejemplo.

Inversiones de la fase de crecimiento se centran en las empresas que tienen un modelo de negocio probado, que ya son rentables o bien que ofrecen un camino claro a la rentabilidad sostenible. Pueden recurrir a fuentes tradicionales de financiamiento, como lo son los bancos. Sin embargo, también se puede dar el caso de que no sea tan certero el futuro y de este modo la empresa puede recurrir al capital accionario, mediante fondos formales de capital de riesgo o a inversionistas individuales de alto patrimonio.

Estas inversiones están destinadas a ayudar a la empresa a aumentar su penetración en el mercado de manera significativa. El grupo de posibles inversores de capital de riesgo es muy robusto para inversiones en fase de crecimiento, en el caso de países que cuentan con el mercado de capital de riesgo más desarrollado, como el caso de Estados Unidos, que cuenta con empresas en todo el país que estén dispuestos a participar en rondas de inversión en esta etapa.

- Capital de riesgo de consolidación – Private Equity

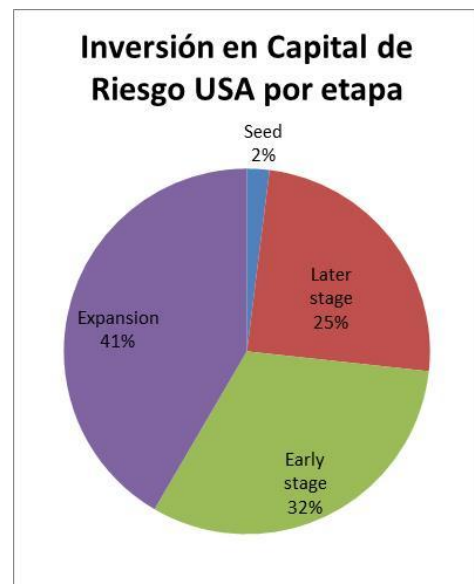
En esta etapa la empresa ya está más madura y consolidada. El crecimiento es más lento y para reactivarse debe crear cambios estructurales junto con inyecciones de liquidez para penetrar en nuevos mercados o comenzar con nuevos proyectos. De tener estas iniciativas estratégicas, le permitirán a la empresa contar con ventaja sobre su competencia.

- Adquisiciones y recapitalizaciones

Son cada vez más frecuentes para las empresas tecnológicas maduras que son estables y rentables. En estas operaciones, los actuales accionistas venden parte o la totalidad de sus acciones a una empresa de capital de riesgo a cambio de dinero en efectivo. Estas empresas de capital riesgo también pueden proporcionar capital adicional para impulsar el crecimiento en conjunto con una salida para todos o algunos de los actuales accionistas de la compañía.

“De esta manera, entendemos la importancia no sólo de mantener sino de fomentar y desarrollar las industrias de venture capital y private equity que permitan que esta cadena de financiamiento funcione. Para ello se requiere incentivos tanto a nivel de emprendedores, inversionistas y de administradores. El alcance de este documento se referirá a estos últimos dos puntos y en particular a las industrias que ACAFI representa, en especial, el venture capital y private equity”

Para el caso de Estados Unidos, al año 2014, podemos ver que la inversión en Capital de Riesgo es principalmente en la etapa de expansión, con un 41% del total de la inversión en Capital de Riesgo, siendo la primera (capital semilla) muy escaso casi nulo, alcanzando apenas un 2%. Lo anterior también se da en Chile, centrándose la inversión en etapas más avanzadas.

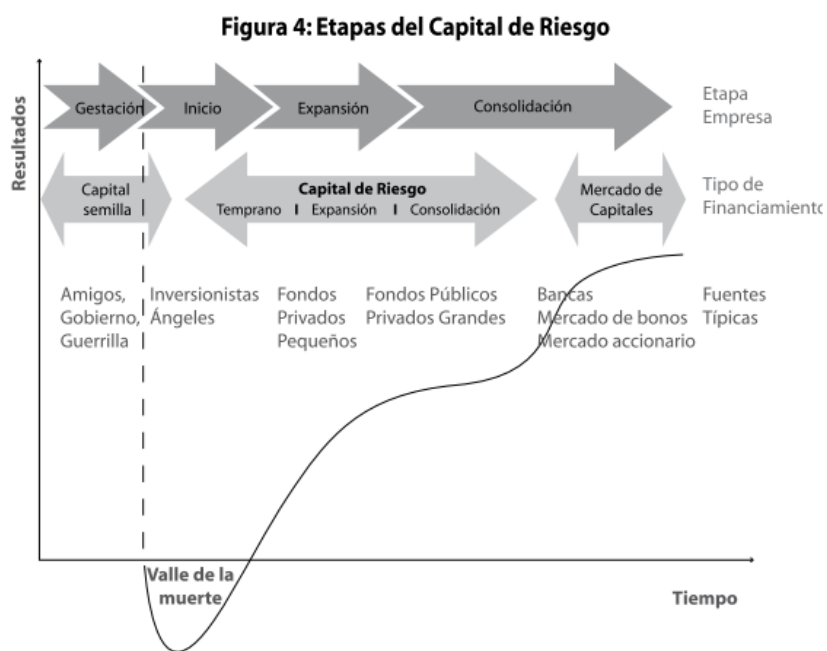


FUENTE: Yearbook NVCA 2015

Tipos de financiamiento

Como se vio anteriormente la inversión suficiente y necesaria va a depender de la empresa y en qué etapa se encuentre ésta, los inversionistas además de acompañar a las empresas en el proceso, éstos no lo hacen durante toda la vida de ésta, sino que por un periodo determinado, por lo que constantemente están entrando y saliendo actores.

En la figura que se presenta a continuación se muestra el tipo de financiamiento que se necesita en cada etapa del crecimiento de la empresa, éstos se puede encontrar unos con otros, va a depender de los inversores y de la empresa, básicamente del contexto en el que se encuentre.



FUENTE: GEM capital de riesgo en Chile

Es importante notar que el crecimiento no es uniforme acorde pasa el tiempo y las etapas, sino que en un comienzo es más lento, para luego, una vez que se cuenta con clientes y redes, comenzar a crecer de forma más acelerada. Junto con lo anterior, el riesgo va disminuyendo acorde se van superando obstáculos y etapas.

3. Capital de Riesgo en el mundo

En todo el mundo la industria del Capital de Riesgo se ha desarrollado de formas diferentes y a raíz de diferentes necesidades, es así que a continuación se analizan 4 países con el fin de tener una perspectiva del desarrollo de la industria tanto en países desarrollados como en países emergentes.

Países desarrollados:

Estados Unidos se presenta como pionero en la industria y es el principal exponente actual. A pesar de no ser una industria tan antigua, maneja grandes cantidades de dinero y ha tenido un crecimiento importante en la última década, exceptuando la época de la crisis, en donde se tiene a estancar, incluso a caer en ocasiones el volumen de inversión.

Inglaterra por su parte tiene gran relevancia a nivel mundial en la participación en la industria del Capital de Riesgo, por otro lado, dicho país tiene principalmente sus inversiones en el extranjero, dando cuenta así de la importancia de la conectividad con el resto del mundo para el desarrollo de dicha industria.

Estados Unidos:

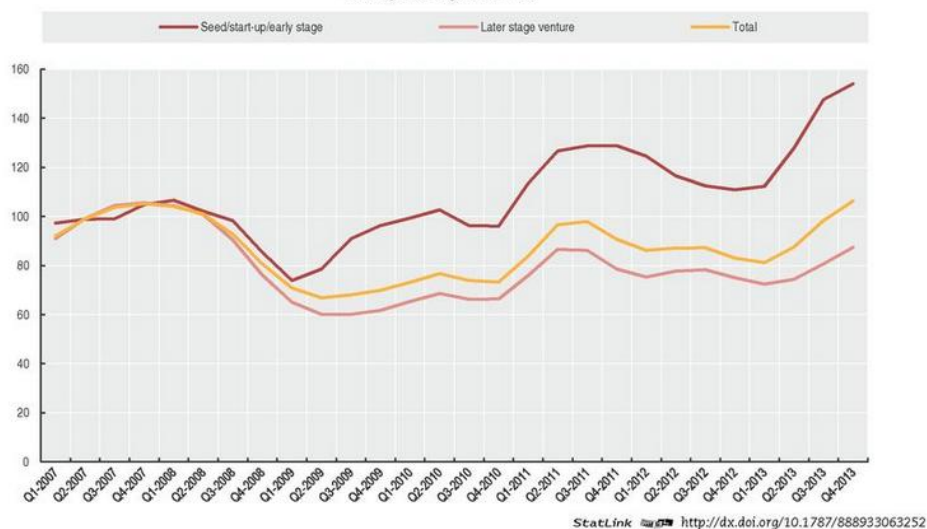
En Estados Unidos la industria del capital de riesgo ha crecido de forma importante en las últimas décadas (OECD 2014), si bien este tipo de inversiones han existido a lo largo de la historia, como lo fue la Revolución Industrial por ejemplo, la industria de manera formal es más reciente y es en dicho país en donde ha tenido una expansión sin precedentes. Las entradas de capital han crecido virtualmente desde cero en la mitad de los setenta, hasta una cifra cercana a los 105 billones de dólares en el año 2000.

El inicio lo marca la creación del primer fondo de inversión profesional en el año 1946, American Research and Development Corporation (ARDC), donde el objetivo era comercializar las tecnologías desarrolladas durante la guerra, en particular innovaciones llevadas a cabo por el MIT. Sin embargo, la industria en esos años no manejaba más que unos pocos millones de dólares, es a partir de los años 70' donde comienzan flujos más importantes. (The Venture Capital Cycle)

Desde entonces la industria del Capital de Riesgo en Estados Unidos se ha formalizado e institucionalizado. Con un despegue importante en el año 1979, ya que se modificó la ley que impedía que los fondos de pensiones pudiesen ser invertidos en activos de alto riesgo. De forma tal que los flujos de dinero aumentaron de forma considerable. En los últimos años, la industria ha seguido al alza, como se puede ver a continuación, si bien en el año 2009 se experimenta una caída producto de la crisis, ésta se recupera y continúa creciendo.

Figure 1.5. Venture capital investments, United States

Trend-cycle average 2007 = 100



FUENTE: Entrepreneurship at a glance

El país cuenta con una batería de políticas que han logrado que la industria haya tenido tal nivel de crecimiento. Entre las cuales se pueden destacar las transferencias y subsidios, tener impuestos discriminatorios, fricciones laborales como salario mínimo por ejemplo. Asimismo se protegen los derechos de propiedad y cuentan con un programa de financiación de investigación para las pequeñas empresas, entre otros.

Para el caso de las transferencias, éstas pueden ser muy buenas, impulsando la innovación y el crecimiento económico (Cumming y Li 2013), sin embargo, es necesario que el hacedor de políticas cuente con información completa, para así poder discriminar a quién hacerle la transferencia y a quién no. De lo contrario la inversión puede ser muy poco rentable y los recursos que suponen un incremento en innovación y desarrollo estarían siendo perdidos.

Por otro lado, los mismos autores encuentran que la discriminación impositiva es beneficiosa para la industria del Capital de Riesgo, sobre todo en épocas de crisis, ya que es capaz de protegerla y la carga impositiva en caso de fracasar será menor. Además de que existe una

relación positiva entre ésta y la creación de nuevas empresas. Acorde al estudio con mayor libertad impositiva, hay un 6,8% de mayor nacimiento de negocios. Asimismo, el programa de investigación de las pequeñas empresas también tiene un impacto positivo en innovación y creación de nuevas empresas, potenciando así el desarrollo económico.

Reino Unido:

En el caso del Reino Unido, es el cuarto país líder en Capital de Riesgo en el mundo, después de EEUU, Canadá y Japón, y el noveno cuando se ve el monto invertido relativo al PIB (OECD 2012¹). Ha impulsado de manera importante esta industria, teniendo gran éxito en la creación de un ecosistema apto para la innovación. La necesidad de aumentar el desarrollo posterior a la guerra, junto con el apoyo gubernamental hizo posible que dicha industria contase con las herramientas y el ambiente propicio para surgir.

“Como base para el desarrollo de la Industria de Capital de Riesgo se distinguen algunos elementos como la existencia de una industria militar con una evolución científica en la postguerra; la instrumentación de diferentes mecanismos y surgimiento de organizaciones para canalizar financiamiento con Capital de Riesgo a empresas en sectores de alta tecnología; una gran concentración de zonas industriales alrededor de Londres y la realización de inversiones en el extranjero por parte de los fondos de capital de riesgo ingleses en las últimas dos décadas. La mayor parte de dichas inversiones se destina a empresas en etapa de consolidación” (Chellén y Gutiérrez, 2014)

¹ Citado en Chellén y Gutiérrez 2014.

Desde la segunda mitad del siglo XX que Inglaterra tiene políticas para fortalecer el espíritu emprendedor del país, mediante el apoyo de financiamiento a pequeñas empresas, de modo tal que la industria nacional se fortalecía. En 1959 ICPC, empresa estatal, es el mayor proveedor de capital de crecimiento de compañías no cotizadas en el bolsa de Reino Unido. Es aquí donde se marca el comienzo del Capital de Riesgo en el país.

En el año 2000 Inglaterra impulsa una política para impulsar el Capital de Riesgo en el país, ésta tenía 3 ejes principales. El primero constaba en una rebaja de impuestos de hasta un 20% del monto suscrito en acciones ordinarias de compañías de alto riesgo que no coticen en bolsa. El segundo fue la desgravación de las pérdidas de capital sobre el ingreso por concepto de venta de Capital de Riesgo. En tercer lugar, hubo un diferimiento del impuesto para las empresas por ganancias de la venta de inversiones corporativas en nuevas empresas de rápido crecimiento.

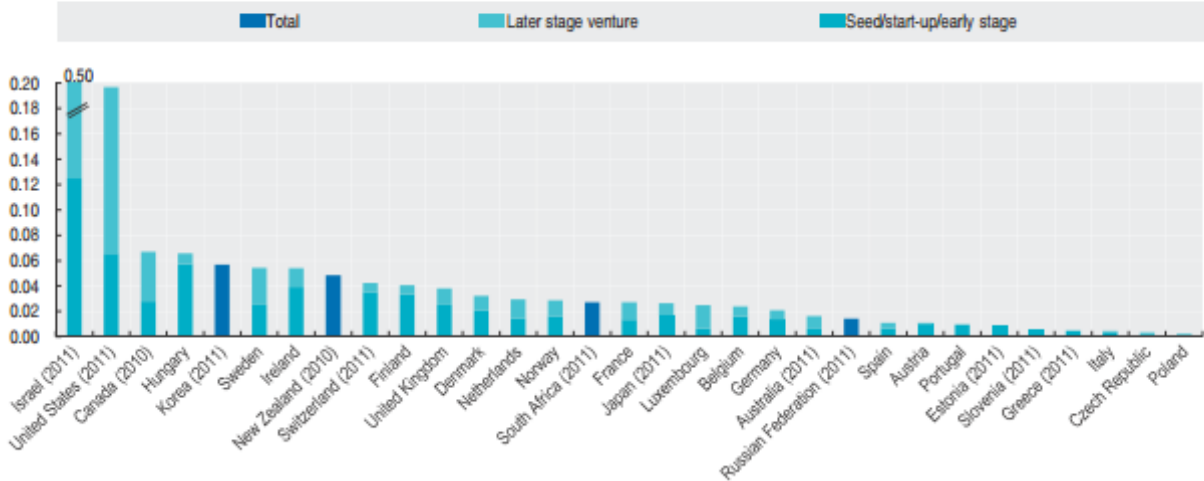
La industria de Capital de Riesgo en dicho país ha tenido un fuerte crecimiento desde la implementación de éstas reformas, pasando de £4,9 MM en 1998 a £12,3 MM en el año 2012 acorde a datos presentados por LAVCA.

Como punto en común, ambos países tienen que mediante el apoyo gubernamental y ante las necesidades que dejó la guerra, impulsan una industria que necesitaba de grandes inyecciones de capital, de este modo fue posible impulsar proyectos para el desarrollo de nuevas tecnologías, así como también apoyar otros para potenciar tecnologías e industrias existentes.

En general, el Capital de Riesgo representa un porcentaje muy pequeño del PIB de cada país, como se puede constatar en el gráfico a continuación, incluso en ocasiones llega a ser de menos del 0,03%. Las grandes excepciones son Estados Unidos e Israel, en las cuales dichas inversiones llegan a representar un 0,19% y 0,5% del PIB respectivamente (OECD 2013). Mientras que en Chile

la inversión en Venture Capital más Private Equity equivale a un 0,15% del PIB (LAVCA 2013). Vale mencionar que la última crisis mundial vivida el 2009 afectó de manera importante esta industria, llegando al año 2012 con un 60% de la inversión del año 2007. Lo anterior da cuenta de lo vulnerable y volátil que puede ser este tipo de inversión.

Figure 6.9. Venture capital investments as a percentage of GDP (US dollars)
Percentage, 2012

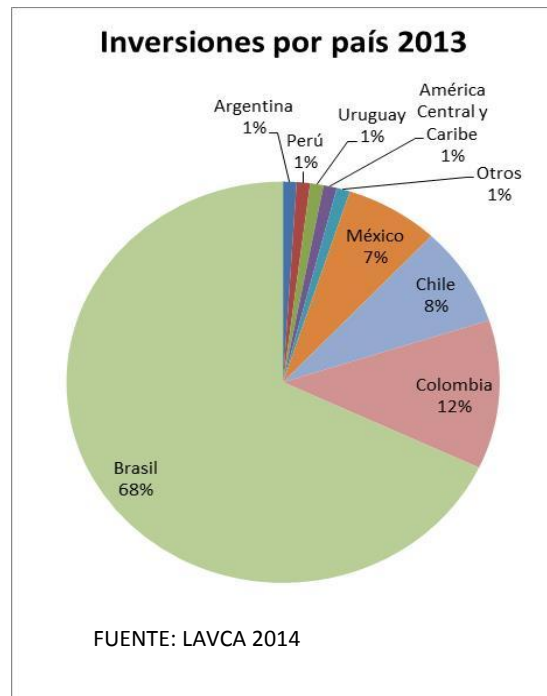


Fuente: Entrepreneurship at a Glance 2013

Países emergentes:

En caso de la industria del Capital de Riesgo en países emergentes están Brasil y Colombia como principales exponentes, sin embargo, aún con un porcentaje muy bajo de participación de estas inversiones en relación al PIB, con un 0,25% y 0,11% respectivamente (LAVCA 2013-2014). Como vemos a continuación Brasil tiene una importante participación en la industria dentro de Latinoamérica con casi un 70% y desde muy lejos lo siguen Colombia y Chile con un 12 y 8% respectivamente. Lo que da cuenta de la baja participación, para el caso de Chile, del Capital de Riesgo en la región.

Acorde a datos del Banco Mundial (2013), América Latina destaca por su capacidad de emprender, en dónde más de la mitad de la fuerza laboral trabaja en pequeñas empresas, pero donde la innovación es escasa, lo que frena tanto la competitividad como el crecimiento económico.



Brasil:

En la década de los 90' en Brasil se vivía una fuerte inflación, herencia de la dictadura militar vivida en ese país, mediante diversas políticas implementadas por el ex presidente Fernando Henrique Cardoso fue posible controlarla y de este modo darle estabilidad a la economía. Por consiguiente se comienza a potenciar el consumo interno del país, donde la clase baja ya no está tan desfavorecida por la inflación, sino que la estabilidad de precios le permite mantener su poder adquisitivo, incentivando así el ahorro y el crédito.

Durante los mandatos de Lula da Silva y Rousseff, las políticas se orientaron a continuar incentivando el mercado interno al año 2013. De este modo, el mercado brasileño ha atraído a muchos capitales extranjeros, los que han impulsado de manera considerable la industria de Capital de Riesgo en Brasil, siendo así el principal exponente de la región.

La industria del capital de riesgo en Brasil ha sufrido una crecida en los últimos 10 años, llegado a ser de 22.000 millones de dólares al año 2013. Esto ha impulsado la economía local dándole más dinamismo, perfeccionando y profesionalizando las empresas familiares, han mejorado el gobierno corporativo y al tratarse de grandes inversiones, le han proporcionado a diferentes industrias el capital necesario para potenciar el crecimiento. Acorde un informe presentado por la Universidad de Pensilvania en 2011, sobre el mercado de capital riesgo brasileño: "... Cerca de un tercio de las empresas del Bovespa entre 2004 y 2008 tenían respaldo del sector de capital riesgo ayudando de ese modo a promover el desarrollo de los mercados de capitales del país."

Acorde a Aguirre et. al (2014), en el contexto en que se desarrolló el Capital de Riesgo en Brasil, con un historial de mucha inflación, fondos denominados en dólares, costos de cobertura prohibitivos y oportunidades de salida limitadas, la industria tuvo que utilizar diferentes estrategias para que el capital de riesgo se lograra desenvolver. El foco se centró en la exportación, así los ingresos eran en moneda extranjera. Al ser la salida muy difícil para los inversionistas, era necesario pensar primero en cómo podía ser ésta, para que luego hubiese compradores de los activos que estaban ofreciendo.

El consumo sigue jugando un rol fundamental en la industria, tal como se puede apreciar en los datos de Bloomberg al año 2013, 34 de las 80 transacciones de Capital de Riesgo en Brasil se relacionaban con consumo. "Fernando Borges, jefe del equipo de Carlyle en América del Sur, explicó que su atención continuará centrada en empresas asociadas al consumo, al crecimiento de la renta y de la clase media" (Knowledge wharton, Universidad de Pensilvania 2013)

Colombia:

Para Colombia el contexto era muy distinto. El clima político-económico era muy inestable y por lo tanto no era un lugar en donde los inversores se sintieran seguros. A partir del 2002 con la elección de Uribe como presidente el clima en Colombia cambió, elevando su PIB al triple, asimismo la seguridad nacional tuvo notables mejorías, lo cual significó un efecto en la tasa de homicidios, la cual se redujo al 50%.

De forma paralela a la políticas orientadas a la estabilidad del país, Colombia sostuvo una estructura regulatoria del Capital de Riesgo, la cual hasta los años 90' no estaba establecida y esto dio pie para que se convirtiera en uno de los sectores más dinámicos de América Latina. Acorde a Bancoldex en el año 2010 se crearon 17 fondos de Capital de Riesgo en el país, lo cual se sumó a los 4 existentes. Lo anterior da cuenta de lo radical que fue el cambio para Colombia, pasando a ser un país donde el clima de incertidumbre se redujo, generando así un ambiente apto para la inversión, de forma tal que fue posible el crecimiento de la industria del Capital de Riesgo.

De este modo, Colombia pasó a ser un mercado muy dinámico, con nuevas fuentes de financiación, un crecimiento sostenido y con una estructura regulatoria establecida, siendo así un buen destino para los capitales. De forma tal que según los indicadores de LAVCA² ha llegado al cuarto lugar como mejor país para invertir en el año 2013, siendo que en el 2007 ocupaba el séptimo lugar. Además la inversión en Capital de Riesgo relativa al PIB ha aumentado en 0,07 puntos porcentuales desde el 2008 a la fecha, pasando de 0,04% a 0,11%.

² Asociación Latinoamericana de Capital de Riesgo

A la fecha, Colombia continua impulsando el desarrollo de Capital de Riesgo, como por ejemplo, el año pasado desarrolló el Programa Internacional de Venture Capital y Private Equity, con la presencia de connotados docentes de la Universidad de Harvard. Dicho programa tiene alcance internacional y tiene la intención de proliferar la industria, mediante la capacitación de los actores de la industria del Capital de Riesgo.

4. Relación entre capital de riesgo y crecimiento

El rol del Capital de Riesgo se relaciona con su capacidad para acelerar la acumulación de capital físico en la economía o de conocimiento. Podemos ver que la relación es más estrecha con éste último, ya que el capital físico en el corto plazo está fijo o es muy difícil de modificar, mientras que los conocimientos son mucho más flexibles y por lo tanto el aporte que puede hacer el Capital de Riesgo es más inmediato.

En su trabajo Cortés (2010) da cuenta de la importancia del emprendimiento sobre el desarrollo económico del país, dentro de lo cual destaca el rol que tiene el marco institucional para el éxito de éste. Donde países como China, India o Irlanda fueron capaces de desarrollar dicha industria mediante una institucionalización adecuada. Además destaca la innovación y la motivación que debe tener el emprendedor para poder tener éxito.

Potencias mundiales

En la literatura es posible encontrar muchas investigaciones en torno a la inversión, los factores que influyen para que ésta sea exitosa y cómo se relaciona con factores de crecimiento y desarrollo. Sin embargo, las investigaciones en torno a las inversiones en Capital de Riesgo son más reducidas y por lo tanto las conclusiones que se pueden sacar de éstas son más acotadas.

Acorde a la teoría clásica, el crecimiento de un país se descompone en el crecimiento de los factores productivos y de la productividad, de forma tal que al crecer, éste puede subir su ingreso medio. Según extensiones de la teoría las diferencias de ingresos de los países se explican por diferencias en la tasa de ahorro-inversión, en las tasas de crecimiento de la población, en el nivel del capital humano y en la tecnología.

Por lo tanto, para analizar cómo el Capital de Riesgo afecta en el crecimiento de un país es posible ver cuál es su impacto en la productividad por ejemplo. Es así que acorde al informe presentado por la OECD (2007) podemos constatar que el proceso de innovación cobra gran importancia en la competitividad y el progreso nacional, además de adquirir relevancia en el desarrollo sostenible.

En el estudio se afirma que es necesaria la implementación de políticas públicas que apoyen el desarrollo del sector privado, mediante la revisión continua del marco legal en donde se encuentran y en la protección a la propiedad intelectual, pero es importante notar que ésta no debe llegar al punto de interferir con otras innovaciones, frenando así el proceso creativo y productivo del país. La comunicación de dichas políticas cobra vital importancia a la hora de validar las propuestas.

Kortum y Lerner (2000) encuentran que un incremento en la tasa de Venture Capital en Estados Unidos está asociada con el aumento significativo de las patentes registradas en las industrias donde se ha utilizado, incluso mayor a aquellas asociadas por el aumento en I+D. Además encuentran que el Capital de Riesgo es capaz de promover el nacimiento de nuevas industrias, como la biotecnología por ejemplo.

Lo anterior da cuenta de que el Capital de Riesgo no sólo es el motor impulsor de una empresa determinada, sino que también permite indagar en procesos productivos innovadores que hacen que la industria en general pueda crecer. Además de ser capaz de ampliar sus horizontes, de forma tal que nuevas industrias pueden crearse y el crecimiento así es aún mayor, lo anterior tiene consecuencias directas en el empleo.

Acorde al estudio desarrollado por Berstein et al. (2014) podemos ver que el monitoreo que realizan los inversores en los proyectos tiene un impacto real y positivo en los resultados que obtiene la empresa posteriormente, ya que conduce a un aumento de la innovación y de la probabilidad de la empresa de tener una salida exitosa.

Los autores ven cómo la implementación de nuevas rutas aéreas permite un monitoreo más presencial y también que los inversionistas opten por nuevos proyectos dado que el costo de viaje disminuye con nuevos vuelos directos. Concluyendo así que éstos permiten aumentar la interacción con las empresas, asimismo ayudándolos con la gestión de la cartera y con la comprensión de las actividades empresariales, de tal modo que se mejora la confianza que se tiene en la empresa ante una posible adquisición.

Hellman et al. (2000) en su investigación analizan la relación entre las empresas imitadoras y las innovadoras con el Capital de Riesgo. Es así que, dado que el ambiente donde la financiación de capital de Riesgo está creciendo de manera importante en Estados Unidos, era necesario ver la importancia e influencia para las nuevas empresas.

Los autores encontraron que las empresas innovadoras tienen más probabilidades de obtener el Capital de Riesgo que las imitadoras, en una base de datos de compañías que están en la etapa de start-up de Silicon Valley sobre la alta tecnología. Además los autores aseguran que el capital de Riesgo disminuye el tiempo que requiere llevar un producto al mercado, encontrando así una estrecha relación entre los tipos de inversores y la dimensión del mercado del producto, vale decir que el Capital de Riesgo puede tener un impacto en el camino al desarrollo de una empresa que está en la etapa de start-up y en particular en su posición de mercado.

El rol de las TIC es fundamental en el desarrollo de la industria del Capital de Riesgo, pero a un nivel de riesgo muy alto. Para países desarrollados como Estados Unidos este es el principal destino de las inversiones de Capital de Riesgo, por lo que su análisis cobra vital importancia en el estudio del impacto que éste tipo de inversiones pueden llegar a tener en una economía. Meng y Li (2001) en su estudio destacan la importancia de las TIC en el rápido desarrollo que tuvo China. Sin embargo, para los países emergentes estas consecuencias pueden no ser tan buenas, ya que pueden crear mayores niveles de desempleo a raíz del reemplazo del trabajo por capital.

Por su parte Popov (2014) analiza la industria manufacturera de Estados Unidos para probar cómo el Capital de Riesgo afecta a la distribución del tamaño de las empresas. Sus resultados apuntan a que un aumento en la oferta de éste afecta significativamente el tamaño promedio de las empresas mediante el incremento de la participación relativa de las empresas medianas y

grandes. Además el autor encuentra evidencia de que la inversión en Capital de Riesgo reduce la asimetría positiva de la distribución de tamaño de la empresa. Estos efectos se deben a una disminución de la participación de las pequeñas empresas (menos de veinte empleados) y un aumento en la proporción de empresas medianas y grandes.

Popov (2014) interpreta sus resultados que este tipo de inversiones vs el tradicional sistema bancario permite la aparición de empresas exitosas con grandes proyectos. “...los capitalistas de riesgo parecen estar participando activamente en el proceso de recoger y alimentar ganadores.”

El autor afirma que las preocupaciones que se tienen en Estados Unidos sobre el deterioro de ciertas industrias por el exceso de competencia, el cual puede reducir el tamaño y la escala de las empresas, son infundadas, ya que según los resultados encontrados, es posible ver que mediante las inversiones en Capital de Riesgo ha sido posible aumentar el tamaño promedio de las industrias y ha creado incentivos a continuar invirtiendo, ya que las medianas y grandes empresas se han visto muy favorecidas. Si bien el Capital de Riesgo ha aumentado la competencia en la industria de la tecnología, en ningún caso esto ha sido factor de deterioro.

Por lo tanto, podemos destacar que el Capital de Riesgo sobresale ante otros tipo de inversión, como en I+D o en empresas imitadoras, ya que ésta tiene un impacto mayor en la productividad e innovación. Lo anterior da paso a que si una inversión es exitosa, es capaz de mejorar procesos de forma tal que la industria entera se ve beneficiada al lograr ser más eficientes. Es importante destacar que si bien la competencia puede aumentar a nivel interno en la industria, se logra un mejor resultado total y por lo tanto hay una mejora de la competitividad de ésta.

Por consiguiente, mientras exista un marco legal que permita el desarrollo sustentable de la industria y que vaya acorde a las necesidades del país, la literatura destaca los beneficios que puede traer consigo este tipo de inversiones, avalando así que sea impulsada, ya que éstos pueden perdurar en el tiempo, mejorando así tanto los resultados locales como en mercados extranjeros.

Países emergentes

Como lo señala Crespi et. al., América Latina sólo tiene una décima parte del capital de riesgo en relación con el PIB de lo que tienen China e India, a pesar de tener el doble de ingreso per cápita. Lo que estaría de cierto modo evidenciando una falta tanto de financiamiento, como de flujos de proyectos.

El debate que se ha desenvuelto en torno al Capital de Riesgo en países emergentes sugiere que no es sólo un problema de cuántos emprendimientos hay en cada país, sino que también la calidad de éstos, ya que es aquí donde se determina cómo crecerán los proyectos y de ser capaces de crecer como la industria lo exige, podrían mejorar los procesos productivos.

Según la OECD (2013)³ el marco institucional que tiene un país tiene consecuencias directas en las decisiones de inversión en innovación, pero no suficiente. También es central el retorno que dichas inversiones presenten. Por lo que las políticas no deben ir enfocadas sólo a reducir la brecha que existe con otros países de referencia en I+D por ejemplo, sino que en el por qué dicha inversión es baja.

³ Citado por Crespi et. al. (2014)

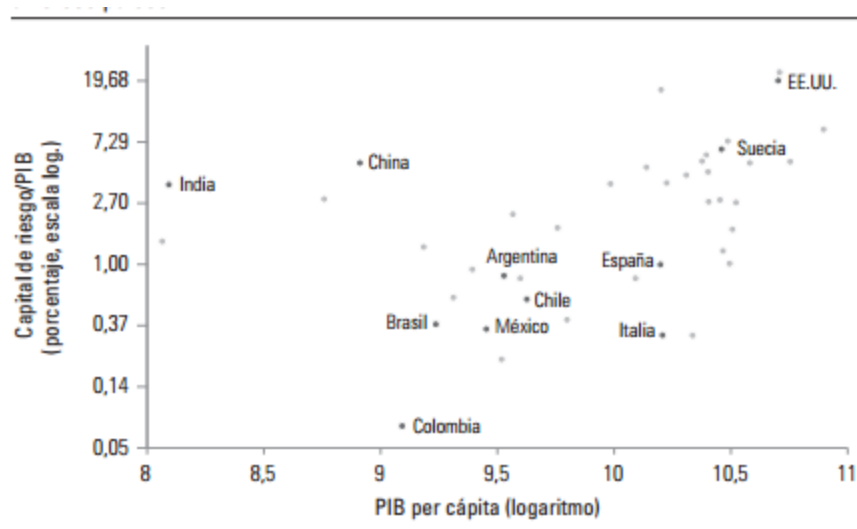
En el trabajo de Lederman et. al. (2013) se puede constatar que la relación del emprendimiento con el desarrollo no es directa, sino que el motor de éste último es la innovación, la cual en la América Latina es muy baja a pesar de tener altas tasas de nuevos emprendimientos que generan auto-empleo, pero que no son capaces de dejar de ser pequeños. Los autores afirman que no hay problemas con que una empresa sea pequeña, esto comienza a ser un inconveniente cuando no deja de serlo.

Un buen emprendedor es aquel que puede dirigir a otras personas y que tiene la capacidad de priorizar tareas para llevar a cabo las labores de forma eficiente y efectiva, sin embargo, el negocio no surgirá si no tiene un clima adecuado tanto institucional como económico para hacerlo. En la región se ha reducido a la mitad el tiempo necesario para crear una empresa en menos de 10 años, lo que da cuenta de la disminución de las barreras de entrada para las nuevas firmas.

Los autores ponen en duda los programas de apoyo a las PYMES, los cuales van enfocados a ayudar a las empresas pequeñas, que pueden ser pequeñas toda su vida, mientras que los esfuerzos debiesen ir enfocados en el apoyo de las empresas jóvenes, las cuales tienen más potencial de crecer e innovar que una empresa que ha sido pequeña durante muchos años.

Como se puede ver a continuación, la industria del Capital de Riesgo en países emergentes está considerablemente menos desarrollada en relación a su PIB que en los países desarrollados. Dando cuenta así de la necesidad de impulsar a la industria para que esta cobre mayor relevancia y por lo tanto, sea impulsora de cambios estructurales dentro de cada economía.

Financiamiento del capital de riesgo como porcentaje del PIB en diversos países (2011):



FUENTE: LAVCA y EMPEA, citado en Crespi et. al.

5. Capital de Riesgo en Chile

Chile en el contexto latinoamericano

Como se vio anteriormente el nacimiento y desarrollo de la industria del Capital de Riesgo se ha desarrollado de maneras muy diferentes en los distintos países, respondiendo a las necesidades de cada región y dependiendo del contexto histórico en el que se sitúa.

En el informe de LAVCA (Latin American Private Equity and Venture Capital Association) de 2013 se puede apreciar que Chile lidera el ranking regional como el país con mejor clima para el desarrollo del Capital de Riesgo, mejorando su puntuación en dicho año ya que el país adoptó normas internacionales de información financiera de las empresas que no cotizan en bolsa. Además Chile se caracteriza por tener protección intelectual, transparencia judicial y la corrupción

percibida es menor que en el resto de la región, lo anterior le entrega al país un clima apto para la inversión y es por esto que se encuentra liderando el ranking en la región, seguido por Brasil.

“Chile mantiene el apoyo activo del gobierno a las PYMEs y a la creación de empresas, más recientemente a través de Start-Up Chile, un programa destinado a fomentar el espíritu empresarial que ha colocado al país en el centro de los esfuerzos de la región para crear una cultura empresarial.” (Scorecard LAVCA 2013)

En el informe de 2013-2014, LAVCA asegura que el mejoramiento que ha tenido el país en la puntuación que elaboran se debe a la flexibilización de las restricciones para los fondos extranjeros para invertir en Chile y así asegurar inversores chilenos. Lo anterior da cuenta de que no se han atacado las falencias que tiene el país en su nivel de inversión, ya que el problema no se ataca de fondo, sino que de forma.

En el año 2014 se promulga la reforma tributaria, la cual es desfavorable para el desarrollo de la industria del Capital de Riesgo. Ya que mediante la eliminación del FUT, ahora la carga impositiva es sobre la totalidad de las utilidades y no sólo por las que se retiren, esto con el fin de disminuir la elusión de impuestos que existía en el país.

A pesar de los buenos resultados que obtiene el país, si se revisa puntualmente cada ítem, es posible apreciar que sólo obtiene la puntuación máxima en uno de 13, en la calidad del sistema contable y el uso de la legislación internacional. Por lo tanto, el país aún tiene mucho espacio para mejorar, en materia de corrupción, protección a los derechos intelectuales, etc. En el Anexo 1 se puede ver el detalle.

En el análisis que se puede hacer de dicho ranking se puede destacar el hecho de que las reformas o políticas que se pueden llevar a cabo son muchas y muy diversas, ya que se pueden atacar varios flancos a la vez, aportando a mejorar el clima de la inversión y de este modo, el riesgo que se adopta es menor. Se pueden aliviar las cargas fiscales, mejorar las leyes que protejan a las inversiones, simplificar la formación de fondo, entre otros. Es en este sentido dónde Chile puede hacer mejoras para incentivar la entrada de capitales.

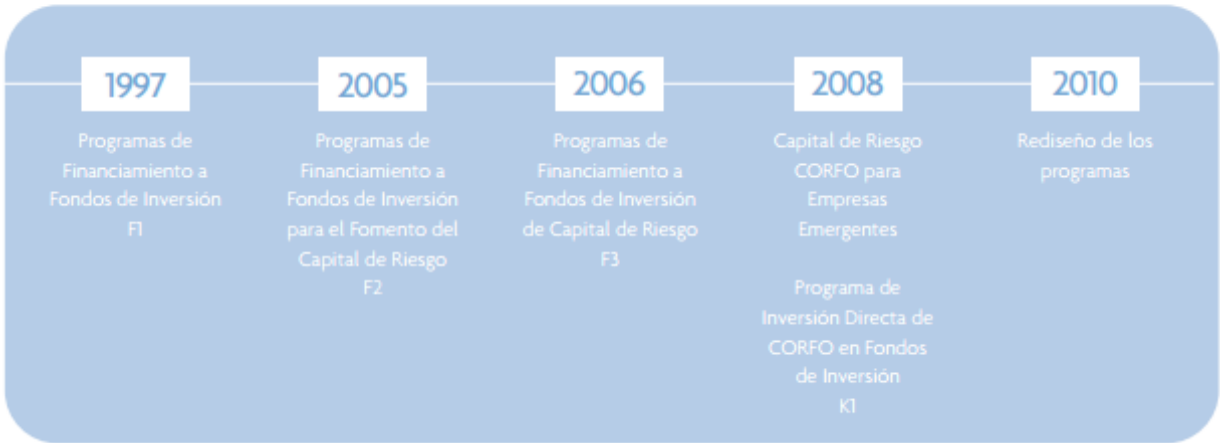
Evolución del Capital de Riesgo en Chile

Para el caso de Chile, el capital de Riesgo tiene un tardío comienzo. En la década de los 80' se produce el nacimiento de las AFPs como administradoras de los fondos de capitalización individual, las cuales en sus comienzos sólo podían invertir en renta fija local y papeles del gobierno. Con la privatización de diversas empresas, como por ejemplo varias filiales de CORFO, se amplió la normativa que permitía a las AFPs entrar al mercado accionario, lo cual da paso a la diversificación de éstas en el mercado de la renta variable.

En 1989 se promulga la ley 18.815, la que 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 riesgo, lo anterior permitió a las Administradoras de Fondos de Pensiones invertir en nuevos instrumentos financieros pertenecientes a empresas que se abrían al mercado accionario local y extranjero. Esta fuerte demanda por fondos de inversión da paso al nacimiento del Capital de Riesgo en la década de los 90'.

Pese a los intentos de las autoridades por el surgimiento de la industria, no fue hasta la segunda mitad de la década que mediante políticas de flexibilización y de apoyo económico desde la CORFO que es posible impulsar a la aún incipiente industria en el país. A continuación se presenta un cuadro resumen de la evolución de los programas CORFO, dando cuentas así de los esfuerzos de la entidad para impulsar la industria.

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



FUENTE: ACAFI 2014

En el 2002 y 2007 se hicieron reformas a la ley, MKI y MKII respectivamente, las cuales iban orientadas a dar mayor flexibilidad a la creación de PYMES y por otro lado a ampliar el fondo disponible de inversión, de forma tal que se facilitara el proceso de inversión. Además de dar seguridad a quienes invierten en el sistema financiero. Por otro lado, el MKII también involucraba beneficios tributarios para quienes invertían en fondos públicos y también para aquellos que lo hacen en empresas pequeñas.

En el año 2010 se promulga la ley 20.448, conocida como la MKIII, la cual introduce una reforma al mercado de capitales que tiene como principales ejes: “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, en la práctica no constituyó mejoras significativas de los fondos de inversión.

En el año 2012 CORFO lanza un programa para potenciar la industria del Capital de Riesgo en el país, el cual cuenta con dos líneas nuevas de financiamiento, el Fondo de Etapas Tempranas y el Fondo de Desarrollo y Crecimiento. Con esto busca reorientar la inversión en empresas de alto potencial de crecimiento.

En resumen a lo largo del tiempo las reformas tanto de las leyes como de los programas CORFO se han centrado en la flexibilización de las barreras de entrada, en la ampliación de los fondos disponibles y en la creación de otros, de forma tal que las reformas llevadas a cabo se han centrado en la oferta de fondos de Capital de Riesgo, en lo que CORFO ofrece y a quién.

Descripción Instrumentos

La industria del Capital de Riesgo en Chile ya cuenta con 25 años de trayectoria, dónde es posible ver que ésta no surge por sí sola, sino que necesita del apoyo de las políticas públicas para hacerlo, en general en el mundo entero se da ésta tónica, dónde son las políticas públicas las que cumplen un rol importante para elevar la oferta y la demanda por Capital de Riesgo, esto se debe principalmente porque es difícil encontrar inversionistas que quieran asumir tal riesgo sin resguardo alguno, por lo que se hace necesario la intervención para regular la industria.

Lo anterior se debe a las asimetrías de información que existen entre agente y principal, dada la magnitud de inversión necesaria para hacer funcionar proyectos de alta rentabilidad. Es por esto que se hace necesaria la intervención estatal para corregir dicha falla de mercado y reducir la brecha de información, de forma tal que se pueda reducir un poco el riesgo de la inversión.

Programas de financiamiento CORFO

El capital de riesgo se puede separar en privados o públicos, en Chile éste último tiene como principal exponente a CORFO. El financiamiento CORFO se realiza en Unidades de Fomento, el plazo va a depender de la duración de cada fondo, el máximo es de 15 años. Dichas inversiones pueden ser en cualquier sector económico en empresas, sociedades económicas cerradas, que no superen un patrimonio de las 500.000 UF. “Se exceptúan las empresas inmobiliarias, instituciones financieras, sociedades de inversión, administradoras o concesionarias de obras de infraestructura públicas.” A continuación se presentan diferentes instrumentos con los que cuenta CORFO para financiar y/o potenciar a las empresas.

- Capital Semilla

El objetivo principal del Capital Semilla es el cofinanciamiento de emprendimientos de alto potencial de crecimiento, para así facilitar el nacimiento y la puesta en marcha nuevos proyectos. Con objetivos claros, de forma tal que no se desvíen recursos a proyectos con otros fines, como a la compra de maquinaria por ejemplo, de forma tal que sea óptima la asignación del fondo. Se financia hasta un 75% del proyecto o un máximo de \$25.000.000.

Esta etapa es muy difícil de estimar, dado el alto nivel de inversión informal que existe actualmente en Chile. La actividad emprendedora en etapas tempranas (TEA) en Chile es muy alta y está muy bien evaluada, destacando por sobre los otros países de la región según GEM Nacional

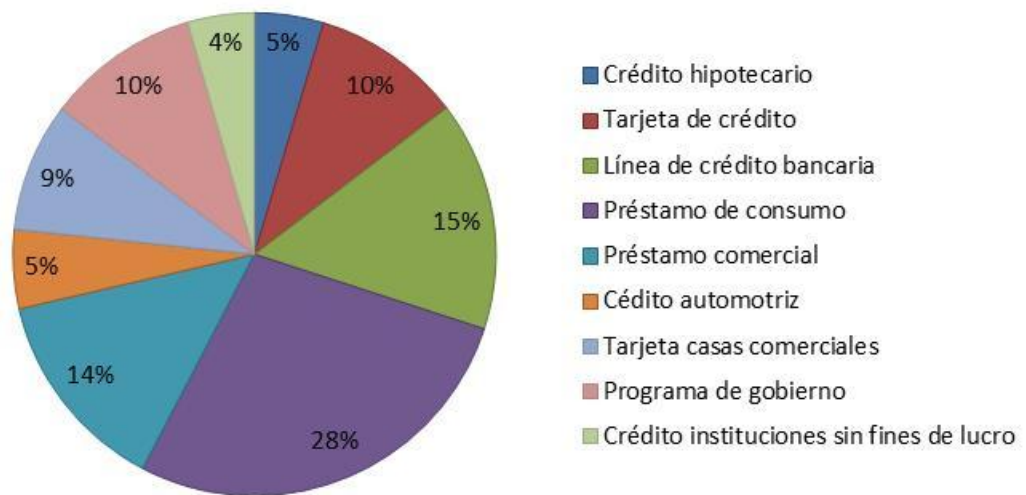
Chile 2014. Como porcentaje de TEA Chile se ubica 12,5 puntos porcentuales por sobre el promedio de Latino América.

CORFO cuenta con dos líneas de financiamiento en esta etapa, L1 y L2. La primera son Estudios de Preinversión para Proyectos de Capital Semilla y está dirigida a fomentar la innovación tecnológica de las empresas, hasta la fase de prototipo de mínima escala. Dirigida a empresas nacionales y empresarios individuales, consiste en un subsidio de hasta US \$100.000, de un 50% a un 70% de subsidio del proyecto, el monto destinado va a depender del tamaño de la empresa y del proyecto. Con un plazo máximo de ejecución de 12 meses.

Mientras que el segundo instrumento, LF2, es de apoyo a la puesta en marcha de Capital Semilla y está destinado a fomentar la tecnología, desde la fase de prototipo terminado y hasta la fase de validación y empaquetamiento. Dirigido a empresas nacionales, empresarios individuales y emprendedores. El subsidio puede ser de hasta US \$330.000, siendo un 50 a 70% del proyecto, dependiendo del tamaño de la empresa, con un plazo máximo de ejecución de 24 meses.

En Chile, la inversión en esta etapa de la empresa es muy baja, en el mundo se da la misma tónica, como se muestra a continuación, los emprendedores usan mayoritariamente los créditos bancarios de consumo, con un 28%, mientras que los programas de gobierno, tal como los fondos CORFO sólo financian un 10% de los microemprendimientos, dando cuenta de lo escasa que es la inversión por parte de éste, haciéndose necesaria la autofinanciación, por lo que los empresarios se deben endeudar, pagando altas tasas de interés.

Financiamiento microemprendimientos

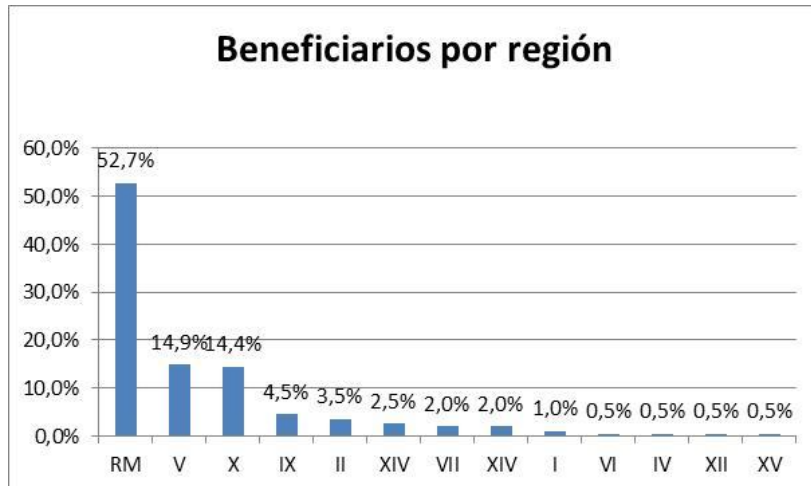


FUENTE: Encuesta microemprendedores (EME)

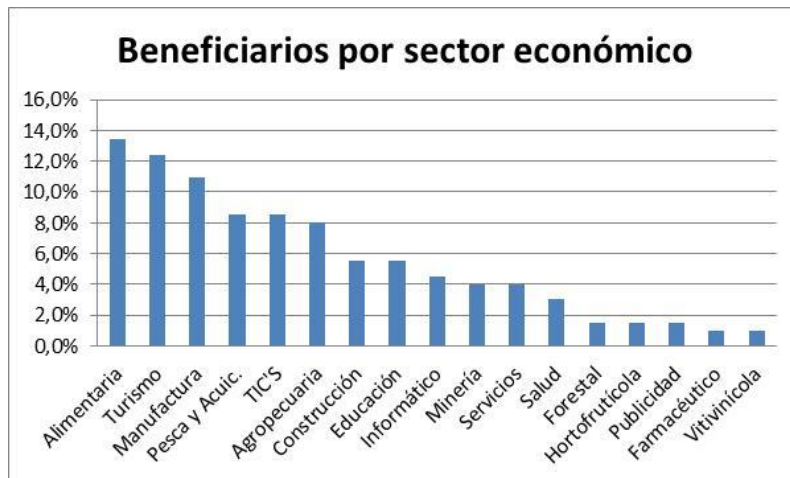
Elaboración propia

En el Anexo 2 se puede ver que la primera opción de financiamiento que tienen los microemprendedores son las ganancias del negocio, seguido de fondos propios, siendo la segunda y la tercera no tan clara, ya que declaran principalmente no tener otra fuente de financiamiento. Lo anterior da cuenta de que para los negocios que están naciendo, los fondos CORFO, si bien ayudan, están lejos de ser la fuente principal de financiamiento.

De la línea L2 de financiamiento, CORFO presenta los resultados al 2011, los cuales muestran que los proyectos que presentan ventas son generadoras de empleo directo, de forma tal que las empresas beneficiadas que presentan un incremento en el empleo es de un 54,2%, asimismo, se puede analizar la distribución de los fondos entregados por región y por sector económico. Como se muestra a continuación los recursos están altamente concentrados en la región Metropolitana, así como también lo están, pero no menor medida, en la industria alimentaria.



FUENTE: CORFO



FUENTE: CORFO

- Start-up Chile

En el año 2010 nace este programa CORFO, el cual "...Se enmarcó dentro de las metas programáticas de desarrollo de la innovación y el emprendimiento en Chile. En particular la de promocionar a Chile en el extranjero para atraer o repatriar capital humano de clase mundial e incentivar la instalación en nuestro país de emprendimientos de alto potencial global." (CORFO 2011). El programa nace con el fin de convertir a Chile en eje de emprendimiento e innovación.

El instrumento va dirigido a emprendedores del resto del mundo para que se instalen en Chile, según la información entregada por CORFO en el año 2010 comenzaron 22 emprendimientos de 14 países, a los cuales se les otorga financiamiento y ayuda técnica con asesorías y acceso a redes sociales. Al año siguiente aumentó de forma considerable el número de postulantes y los nuevos negocios ascendieron a más de 300 start-up.

De los 335 emprendimientos encuestados, un 18,8% manifestó que su proyecto estaba enfocado sólo en Chile, mientras que el resto tiene como mercado de destino distintas regiones del mundo. Así, al año 2011 78 negocios contestaron si es que tenían ventas en el extranjero y sólo un 29,4% efectivamente está exportando.

De los encuestados 19 señalan que el programa les permitió obtener financiamiento desde otras fuentes, tales como inversionistas ángeles, bancos, otros fondos estatales o de fondos de inversión. De lo anterior los capitalistas ángeles son los que toman protagonismo con un 64% de participación.

- Inversionistas ángeles

Existe en CORFO un programa de redes de inversionistas ángeles. Dicha institución da cuenta de 7 redes apoyadas por InnovaChile hasta la fecha: Chile Global Angels, Ángeles Proyectachile, Alternativas para finanzas Emprendimiento Femenino, Plataforma electrónica de Inversión, Santiago Angels, Dad Neos y Ángeles Fen Ventures.

La información que existe acerca de éstas redes no es completa, sin embargo a grandes rasgos se puede decir que ésta tiene grandes falencias y es muy pequeña, para que el Capital de Riesgo crezca se hace necesario la implementación de incentivos para que la inversión aumente. Según el Diario Financiero, acorde a un balance realizado por CORFO, dichas redes invirtieron entre el 2005

y el 2012 US \$15,2 millones en 42 proyectos, mientras que en sólo en el 2011 en Estados Unidos las inversiones llegaron a US \$22.500 millones según el BID.

Acorde a lo mostrado en Economía Real, algunos líderes de innovación tales como Fernando Prieto⁴ y Allan Jarri⁵, afirman que en el país es necesario transformar a los inversionistas de Chile y hacer que éstos asuman nuevos y mayores riesgos, los cuales son necesarios para potenciar la innovación y el crecimiento, ya que hasta la fecha han sido muy selectivos con los proyectos que escogen para invertir.

- Fondos de Venture Capital y Private Equity

Desde 1997 ante el gran déficit de financiamiento del Capital de Riesgo en etapas tempranas que tenía el país, CORFO comienza a crear programas para apoyar los proyectos, facilitando de este modo la apertura de nuevas empresas que tenían un proyecto de alto potencial de crecimiento. Así, la alta rentabilidad permite compensar el riesgo que se está adquiriendo, asimismo los fondos se enfocan en mercados con una creciente demanda potencial y con posibilidades de llegar a mercados externos.

De este modo se canaliza el aporte a las nuevas empresas mediante el Fondo de Inversión. Como consecuencia, la relación es directa entre dicho fondo y los beneficiarios. Los programas CORFO a la fecha son:

⁴ Creador de Southern Angels

⁵ Fundador y director de DadNeos, empresa especializada en inversiones en Capital Semilla y Startups.

PROGRAMAS DE FINANCIAMIENTO CORFO

F1: Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión (1997)

F2: Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión para el Fomento del Capital de Riesgo (2005)

F3: Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo (2006)

K1: Programa de Inversión Directa de CORFO en Fondos de Inversión (2008)

Fondo Minero Fénix: Fondo de Exploración Minera Fénix (2011)

FT: Fondo Etapas Tempranas (2012)

FC: Fondo Desarrollo y Crecimiento (2012)

Además de los fondo anteriormente mencionados, en el 2014 se comenzó a trabajar en el diseño del Programa de Financiamiento a Fondos de Capital de Riesgo- Fondos etapas tempranas tecnológicas. “...con objeto de fomentar el financiamiento de empresas chilenas que se encuentren en etapas tempranas de desarrollo, y presenten potencial de crecimiento e innovación en sectores vinculados con tecnologías.” (CORFO 2015)

Según la información entregada por CORFO, un 52,89% del financiamiento comprometido es destinado al programa F3, un 15,96% a Fénix, 13,71% a F2 y un 7,43% a FT. Sin embargo, en la rendición que entrega la entidad sobre sus desembolsos, se puede ver que hay programas que no han hecho uso del fondo disponible. De forma tal, que a pesar de que existan fondos a disposición, la demanda por éstos es escasa o de baja calidad.

Para la etapa de expansión se estima que el monto de inversión es cercano a los 362 millones de dólares al 2013 con 30 fondos de inversión (29 privados y uno público) y 27 administradoras, esta cifra no incluye a los fondos en etapa de levantamiento de capital. Si analizamos tanto dicha etapa como la de consolidación, podemos ver para la primera corresponde casi el 50% de los montos invertidos en total, sin embargo, el número de fondos alcanza el 73%. Los fondos CORFO cobran gran relevancia a la hora de analizar de donde provienen los fondos invertidos, llegando a casi el 60% el financiamiento provisto por ésta a la industria.

Por otro lado, para la etapa de consolidación o Private Equity el monto asciende a 345 millones de dólares, con 11 fondos y un portfolio de 71 empresas, sólo 4 fondos cuentan con financiamiento CORFO y los otros 7 solamente con financiamiento privado. De los 34 fondos que son financiados por CORFO, un 86% de ellos son considerados Venture Capital, mientras que el restante 14% corresponde a Private Equity, equivalente a 4 fondos. Dicha información se resume en el cuadro a continuación.

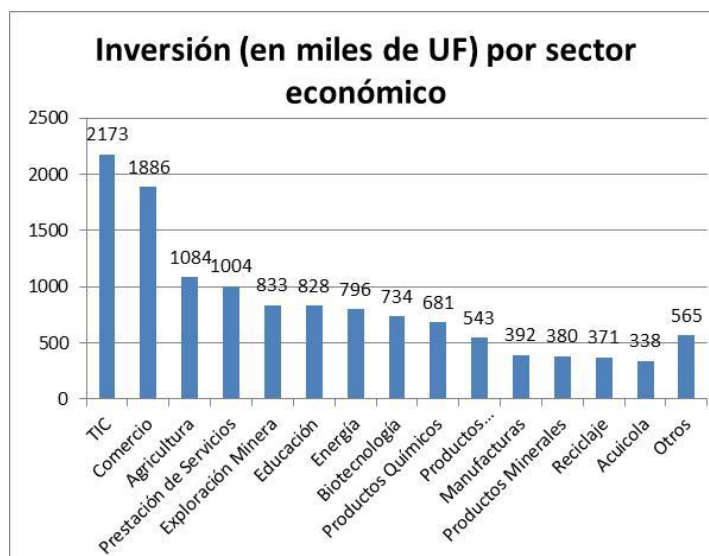
Tabla 3: Caracterización de la industria de VC&PE en Chile, incluye sólo fondos vigentes⁹

CLASIFICACIÓN	SUBCATEGORÍA	Nº DE FONDOS	PROPORCIÓN EN NÚMERO (%)	MONTO TOTAL INVERSIONES (US\$MM)	PROPORCIÓN EN MONTOS (%)
Etapa de Inversión	Venture Capital	30	73%	362,0	51%
	Private Equity	11	27%	345,6	49%
Total		41	100%	707,6	100%
Tipo de Aportes	Con financiamiento CORFO	34	83%	414,9	59%
	Sin financiamiento CORFO	7	17%	292,7	41%
Total		41	100%	707,6	100%

FUENTE: CORFO, citado en Acafi

Acorde a la información entregada por CORFO, se observa que si bien los fondos han aumentado en el último periodo, se observa una leve caída en la inversión, esto puede deberse al cierre de fondos importantes y de gran tamaño.

En el último año son 28 las nuevas empresas beneficiadas, lo que representa un 27% de incremento en comparación al 2013, por un monto total de inversión de US\$ 65,8 millones, de los cuales US\$ 16,8 millones corresponden a aportes privados. Si vemos la inversión por sector económico, podemos ver en esta etapa las TIC'S cobran gran importancia, seguido por el Comercio y posteriormente por la Agricultura, como se presenta a continuación.



FUENTE: CORFO

- Incubadoras

Las incubadoras son organizaciones cuyo fin es acelerar el proceso de crecimiento de las organizaciones, mediante la prestación de una serie de servicios tales como coaching, presentación de red de contactos, ofrecimiento de herramientas de negocios, recursos humanos, entre otros. De este modo para las empresas es más fácil crecer mediante la ayuda constante de

servicio financiero y técnico, basándose en el hecho de que el emprendimiento es una fuente de innovación y ganancias de productividad.

Las incubadoras han ido en aumento en la última década, las cuales al año 2000 eran sólo 2 y al 2012 aumentaron a 23. Los proyectos por incubadora se resumen a continuación:

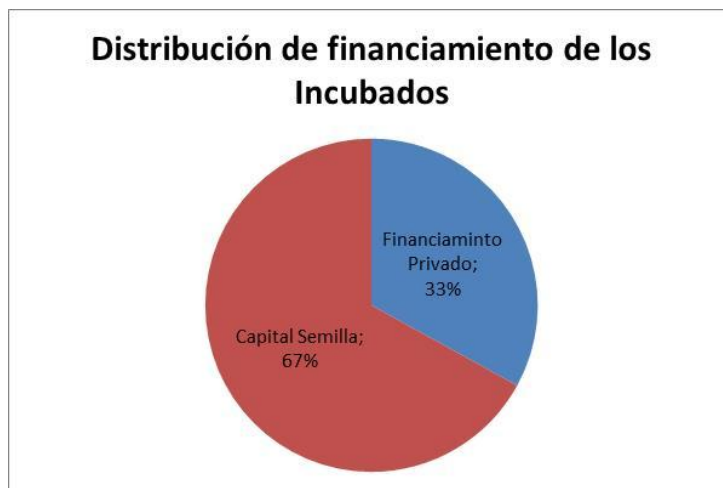
Cantidad de pre-incubados, incubados y graduados apoyados por CORFO			
	Pre-incubados	Incubados	Graduados
Total	677	314	127
Promedio	17,6	22,4	9,1
Mediana	14,5	18	3,5

FUENTE: CORFO 2013

El efecto que tiene este instrumento sobre el empleo es positivo, ya que los emprendimientos son creadores de empleo directo. Para el año 2012 las Incubadas presentan un promedio de 2 empleos nuevos por emprendimiento y las Graduadas de 11,5.

Como se presenta a continuación las incubadoras se financian principalmente con apoyo de Capital Semilla, ocupando los privados un tercio de dicho financiamiento. De las 9 graduadas en 2012, sólo un 8% contaba con financiamiento de Capital Semilla según la información presentada por CORFO.

Al analizar la sustentabilidad de las incubadoras, éstas manifiestan que sólo un 7% podría mantenerse sin el subsidio CORFO, mientras que el 86% deberían reducirse, al comparar estos resultados con Estados Unidos, CORFO da cuenta de que las diferencias son notorias, ya que sin el apoyo gubernamental, el 51% debiese reducir las actividades, lo que prueba que éstas son más autosustentables.



FUENTE: CORFO

Falencias Capital de Riesgo en Chile

Si bien Chile cuenta con un ambiente propicio para la inversión, como se dijo anteriormente, incluso el mejor de la región, ésta no tiene el desarrollo que se esperaría y que se quisiera. Es por esto que es necesario detectar cuáles son las barreras que están impidiendo que el flujo de capitales sea hacia Chile y específicamente hacia la industria del Capital de Riesgo.

El problema no radica en que la existencia de poca oferta de inversionistas en capital de riesgo si es que la demanda por éste es baja o es mala. El problema existe cuando hay proyectos buenos, con gran potencial de crecimiento acelerado que se están quedando fuera por falta de recursos. También está cuando los proyectos buenos no están siendo llevados a cabo por barreras legales o por la existencia de mucha carga impositiva.

Las empresas nuevas, que no necesariamente tienen que ser pequeñas, tienen una gran ventaja sobre las que tienen ya su capacidad instalada, es que llegan con procesos nuevos e innovadores que pueden llegar a exigirle mucho a una industria que estaba dormida y por lo tanto volverla más productiva. Pero la gran desventaja con la que corren dichas empresas, es que las ya

instaladas tienen muchas más posibilidades de encontrar capital e inversionistas, tienen más redes y el riesgo es menor.

Acorde a lo mostrado por Crespi et. al. (2014), para el caso de Estados Unidos, estudios muestran que las empresas jóvenes tienen un alto impacto en la productividad y en la creación de empleo, entre los cuales destacan Haltiwanger et. al. (2011) y Ayyagari et. al. (2011). En Chile la Segpres (2013) encuentra el mismo patrón. Sin embargo es importante darse cuenta en este punto que no basta con potenciar el nacimiento de empresas nuevas, sino que de aquellas que tengan un alto potencial de crecimiento, de este modo será factible mejorar la industria en la que se esté invirtiendo. Ya que hay muchos proyectos que entran al mercado a imitar procesos y que no aportarán lo mismo que aquellas empresas que buscan innovar y mejorar la productividad de los procesos, siendo estas últimas las que causarían un real impacto.

Los mismos autores afirman que si bien es difícil seleccionar los proyectos que cuenten con estas características, la política pública debiese ir enfocada a la autoselección de las empresas, maximizando así el uso de los recursos en proyectos que tienen potencial de crecimiento y no malgastándolos en proyectos de baja productividad.

Al año 2010 ACAFI presenta un documento para CORFO en donde identifica ciertos ejes como principales problemas y trabas para el desarrollo del Capital de Riesgo en Chile. Es así que como principal dificultad, detectan que al ser tan nueva la industria en el país hay un desconocimiento por parte de los inversionistas tanto a nivel nacional como extranjero, por otro lado la percepción de riesgo es muy alta, entre otras causales, esto radica en que para los capitales privados resulte muy poco atrayente la industria del Venture Capital en Chile y prefieran otros destinos de

inversión. Causando así un accidentado crecimiento de las administradoras de capital de riesgo en el país.

El desconocimiento y lo incipiente de la industria hace que el conocimiento que hay en torno a ésta sea escaso y deficitario. Vale decir, las competencias con que cuenta la industria pueden ser insuficientes para el desarrollo de ésta.

Propuesta

No se trata sólo de ampliar el monto a invertir, ya que esto sólo ampliaría el rango de proyectos que cumplirían con ciertos requisitos para clasificar a recibir el dinero, sin embargo, los proyectos que se suman son los de mayor rentabilidad dentro del grupo de los de menor. Por lo tanto, es necesaria una política que ataque más de un punto, ya que es necesario generar ideas que forjen proyectos de gran envergadura y junto con esto, que sean rentables.

El hacedor de políticas debe tener en cuenta que este es un nuevo problema de oferta y demanda, por lo que no basta sólo con ampliar la oferta, sino que la demanda también debe cambiar para que la industria del Capital de Riesgo en Chile crezca y se potencie, de lo contrario, los recursos estarían siendo mal gastados en proyectos que no son lo suficientemente buenos.

Como se vio anteriormente los capitales privados tienen muy poca participación en el mercado del Capital de Riesgo en Chile, sin embargo, esto no se puede ver como un problema en sí mismo, sino que se hace necesario analizar por qué los capitales privados no están participando en la industria. Como se dijo previamente el riesgo que se asume con este tipo de inversiones es mucho, con altas asimetrías de información y por lo tanto el retorno esperado también debiese ser alto, para compensar dicho riesgo. Es por esto que se hace necesaria la generación de ideas y proyectos que cumplan con las características de alto potencial de crecimiento. Por otro lado, es

importante mantener el clima estable para la inversión que se ha tenido en el último periodo, de forma tal que ésta sea más segura.

La baja inversión que se está dando se traduce en fondos pequeños y sin las capacidades de impulsar la industria, por lo tanto si el inversionista es más participativo en el proyecto puede conocer éste más a fondo y por lo tanto reducir la brecha de información acerca del negocio, como se vio en la revisión bibliográfica, mientras más cerca estén los inversionistas con los agentes, es más fácil que se haga la inversión.

Por otro lado, como forma de incentivo a la industria se puede rebajar la carga impositiva existente actualmente. El hecho de tener que tributar por todas las utilidades devengadas y a eso hay que sumarle el IVA del 19% hace que la inversión en nuestro país sea más cara y por lo tanto, si se contara con un sistema de impuestos diferenciados para la industria, se podrían atraer más capitales a Chile y la generación de nuevos proyectos e ideas sea más viable, tal como lo hizo Reino Unido para impulsar la industria.

Un punto que tiene gran relevancia es que al ser tan nueva la industria en Chile, hay un desconocimiento generalizado tanto dentro del país como fuera de éste. Un desconocimiento tanto de nuevos emprendedores, como de inversionistas, así como también de capitales extranjeros sobre el mercado local. Por lo tanto se hace necesaria la creación de una red que permita la transmisión de información, tal que sea factible conectar a los proyectos con inversionistas. Asimismo, es necesario que se dé a conocer el país en el extranjero. Iniciativas como Start-Up Chile son necesarias para impulsar la entrada de capitales extranjeros en el país, ahora es importante guiar los nuevos flujos hacia proyectos de alto potencial de crecimiento, de forma tal que el impacto sea mayor y relevante para el crecimiento.

En este mismo sentido, al ser tan incipiente la industria los emprendedores carecen muchas veces de las capacidades para llevar a cabo los proyectos y las buenas ideas se pueden estar perdiendo por falta de herramientas, lo que se puede atacar fácilmente educando a la población emprendedora mediante programas de apoyo. Una política que eduque también a los profesionales que se especialicen en el Capital de Riesgo hace más factible que las herramientas disponibles en el mercado sean utilizadas de forma correcta y eficiente.

Por otro lado, la experiencia entrega el *know how*, lo cual es vital para el éxito, la teoría nunca será capaz de entregar lo que la práctica sí. Es por esto que se hace importante acelerar este proceso para contar con más conocimiento en torno al tema. Es relevante dar a conocer el concepto de Capital de Riesgo para que negocios con alto potencial no se pierdan por desconocimiento.

Como se vio anteriormente, el clima interno para la inversión en Chile es bueno y el mejor de la región, por lo que es importante aprovechar al máximo esta condición y crear los incentivos necesarios para hacer crecer la industria. Es así que no sólo nos debemos enfocar en la oferta de Capital de Riesgo, sino que la demanda por éste debe cumplir con ciertos requisitos. Según los datos CORFO, los fondos disponibles para la inversión no están siendo usados en su 100%, lo que da cuenta de la falta de proyectos que se están llevando a cabo.

CORFO como el principal inversor en riesgo en el país debe considerar qué tipo de proyectos son los que están demandando capital en este momento y en el corto plazo, para así disponer de recursos que se puedan destinar de forma óptima. Es por esto que los programas existentes se deben analizar para que no queden recursos disponibles, de forma tal que se produzca una asignación eficiente y como consecuencia, que la industria pueda crecer.

Por lo tanto mediante la generación de políticas que amplíen la calidad de los emprendimientos se podrían ver efectos reales en la cantidad de proyectos llevados a cabo y de buena calidad. Si bien Chile destaca por su capacidad de emprender, no lo hace en la generación de nuevas ideas, por lo que crear incentivos a la innovación se hace vital para que aumente la demanda por Capital de Riesgo y así las políticas orientadas a impulsar la oferta de éste tengan el efecto esperado.

6. Conclusiones

La industria del Capital de Riesgo ha ido tomando forma a nivel mundial desde hace seis décadas, mientras que en Chile es reciente e incipiente, con apenas 25 años de trayectoria la industria busca cómo crecer o por dónde, pero con los obstáculos que se cuentan se deben encontrar soluciones a las falencias que se puedan estar dando.

A nivel mundial este tipo de inversiones han ido tomando cuerpo y fuerza, son las gestoras de grandes empresas impulsoras de la economía de su país, empresas que en poco tiempo crecieron más allá de sus fronteras. De este modo, son creadoras netas de empleo directo y también indirecto, ayudando así al crecimiento y desarrollo de su país. Sin embargo, dicho crecimiento no se ha dado solo, la industria del Capital de Riesgo no crece por sí sola, sino que se hace necesario contar con una batería de políticas públicas que apoyen su desarrollo.

En el contexto internacional, podemos encontrar empresas como Apple, Compaq, entre muchos otros, las cuales nacen a raíz de inversiones en Capital de Riesgo y son gestoras de innovación y desarrollo. La experiencia en el extranjero da luces que mediante el apoyo gubernamental, el buen uso de los recursos puede llevar a los proyectos a convertirse en grandes empresas. La inversión en TICs cobra vital importancia en el desarrollo y éxito de la industria, como se puede ver en el Anexo 3, tanto en EEUU como en Chile es el principal destino de los montos invertidos, sin embargo, los resultados en ambos países distan mucho.

La realidad chilena nos muestra que hay una brecha enorme entre la industria del Capital de Riesgo del país y las potencias mundiales como Estados Unidos. Sin embargo, al compararlo con países similares como los de la región, Chile no está tan lejos. Pese a este buen augurio, en Latinoamérica la industria no se ha logrado desarrollar y los distintos países intentan impulsarla mediante diversas políticas públicas.

Es en este sentido que la importancia del Capital de Riesgo radica en los potenciales beneficios que puede ofrecer al país, las comparaciones pueden no ser muy útiles para hablar de cifras, sólo pueden servir para efectos de adquirir nuevas ideas para implementar e impulsar la industria. Buenos ejemplos pueden significar buenos resultados.

Es por esto que es necesario pensar en los factores que pueden estar influyendo en el nivel de inversión. Si bien es importante mantener una oferta elevada de inversores, también lo es mantener los incentivos adecuados para tener un clima activo de innovación. De modo que el equilibrio entre las fuerzas de oferta y demanda se dé en un nivel elevado, tal que sea capaz de incrementar el crecimiento económico del país.

Además, teniendo mayores niveles de inversión en Capital de Riesgo, estos permitirían que mediante la innovación de procesos las industrias pudiesen ser más eficientes, lo que le da mayor estabilidad a la economía, ya que la vuelve más competitiva y no tan vulnerable como lo es hoy en día, por ejemplo, a las variaciones de los precios de los commodities.

El hacedor de políticas debe tener en consideración que para tener un real impacto en el crecimiento económico del país, las reformas tienen que ser tales que tienen que mover grandes cantidades de capital. Es por esto que se hace necesario que tanto el mercado local como el extranjero se interesen en la inversión en Chile. Por lo tanto, como en el país ya existe un clima apto para la inversión en Capital de Riesgo según LAVCA, ahora es necesario crear los incentivos correctos para atraer a los capitales extranjeros.

Mediante la implementación de políticas que doten tanto a los emprendedores de nuevas herramientas, como a los inversores de las condiciones para invertir, será posible que la industria se impulse, ya que ésta no lo hace por sí sola. Es por esto que CORFO debe enfocar sus esfuerzos de forma tal, que los recursos empleados se maximicen y no se enfoquen sólo en el financiamiento de los nuevos proyectos, sino que también deben ser capaces de remecer la industria de forma tal que ésta comience a moverse de forma más autónoma y no tan dependiente del financiamiento gubernamental. Es necesario que una vez que se creen los incentivos a los privados, éstos sean capaces de elevar la industria y mantenerla.

Es así que para incentivar la inclusión de nuevos actores en la industria es necesario como primera instancia tener un motor que acelere la creación de ideas, vale decir, que mejore y aumente la cantidad y calidad de proyectos que se están generando en el país. Mediante la educación de la población emprendedora es posible mejorar la generación de herramientas que

permitan aumentar el flujo de proyectos de alto potencial de crecimiento. Asimismo dar a conocer la industria a este mismo público es vital para que se cree una red entre inversionistas y emprendedores.

Por otro lado, para que los inversionistas se vean interesados en los proyectos generados, en primer lugar se hace fundamental mantener el clima económico y político del país estable, de forma tal que la inversión en Chile sea lo menos riesgosa posible. Ya que dada la naturaleza de la industria, el riesgo intrínseco del proyecto será alto, por lo que el clima general, debe ser lo más tranquilo posible para que no aumente el de la inversión.

Además se pueden crear incentivos a la inversión bajando la carga impositiva que tienen éstas, ya que en Chile actualmente es muy alta. Otras naciones han creado un sistema de impuestos diferenciados, así el costo de inversión es menor; en el caso chileno además del impuesto a la renta, existe el IVA del 19%, por lo que la inversión finalmente tiene un alto costo. Es en este sentido que se puede impulsar la inversión tanto nacional como extranjera si se hacen cambios con respecto a esta materia.

En conclusión, mediante la generación de incentivos tanto a los demandantes como a los oferentes de Capital de Riesgo es posible hacer crecer a una industria que puede atraer grandes beneficios a nivel país, ya que de haber una buena ejecución es capaz de impulsar el crecimiento económico del país.

7. Referencias

- ACAFi (2014). *“Reporte de Venture Capital y Private Equity en Chile”*.
- Acha A. y Amorós J. (2014). *“Global Entrepreneurship Monitor, Reporte Nacional De Chile 2013”*. GEM Chile, Universidad del Desarrollo.
- Aguirre C., Lauz del Rosario O., Meehan R. y Patiño R. (2013). *“El capital riesgo sigue prosperando en Brasil”*. BBM Advance.
- Álvarez J., Invers J., Palacín G. y Puigdengoles J. (2007). *“El Capital Riesgo: Análisis de su Industria, Universitat Pompeu Fabra”*, Barcelona.
- Ayyagari, M., A. Demirgüç-Kunt y V. Maksimovic. 2011. *“Small vs. Young Firms across the World: Contribution to Employment, Job Creation y Growth.”* Documento de trabajo de investigación de políticas Núm. 5631. Washington, D.C.: Banco Mundial.
- Bancoldex (2015). *“Fondos De Capital Privado Y Emprendedor En Colombia 2014-2015”*.
- Bernstein S., Giroud X., y Townsend (2014). *“The Impact of Venture Capital Monitoring.”* MIT, Journal of Finance, forthcoming.
- Bitrán E. (2015). *“Cuenta Pública Participativa, Balance 2014, Desafíos Actuales Y Futuros”*. CORFO.
- BVCA (2011). *Is Venture Capital a Public Good?*. BVCA Research Reports.
- Chellén y Gutiérrez. (2014). *“Capital de Riesgo para el Desarrollo de Empresas Innovadoras”*
- CORFO (2015). *“Informe Público de Capital de Riesgo, Resultados Acumulados al 31 de diciembre de 2014”*, Gerencia de Inversión y Financiamiento Unidad de Inversiones.
- CORFO (2013). *“Informe Público Evaluación De Incubadoras”*. Unidad de Monitoreo y Evaluación Gerencia de Estrategia y Estudio CORFO.

- CORFO (2013). *“Fondos de Capital de Riesgo, Resultados Acumulados al 30 de junio de 2013”*, Gerencia de Inversión y Financiamiento Unidad de Inversiones.
- CORFO (2012). *“Start-Up Chile, Reporte De Resultados Proyectos Año 2011”*, Gerencia De Emprendimiento – CORFO.
- CORFO (2011). *“Reporte Indicadores de Resultados Programa Capital Semilla: Apoyo a la Puesta en Marcha”*. Gerencia De Emprendimiento e Innovación – InnovaChile.
- Cortés P. (2008). *“Emprendimiento e Innovación En Chile, Un Tarea Pendiente”*, Universidad del Desarrollo.
- Cortés P. y Echeopar G. (2008). *“Capital de Riesgo en Chile 2008”*, Global Entrepreneurship Monitor (GEM).
- Crespi G., Fernández-Arias E. y Stein E. (2014). *“¿Cómo Repensar El Desarrollo Productivo? Políticas e Instituciones Sólidas Para La Transformación Económica”*. Serie Desarrollo en las Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo y Nueva York: Palgrave Macmillan.
- Cumming D., Li D. (2013). *“Public Policy, Entrepreneurship, And Venture Capital The United States”*. Journal of Corporate Finance Volume 23, pp. 345-367.
- Echeopar G. y Rogers A. (2011). *“Capital de Riesgo en Chile”*. Editorial Andrés Bello.
- Economía Real (2014). *“La Realidad de los Inversionistas “Ángeles” de Nuestro País.”*
- Figueroa L., Lazen V., Santibañez F. y Silva F (2002). *“Un Diagnóstico Del Capital De Riesgo En Chile. División de Estudios y Relaciones Internacionales”*, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.
- Gompersa P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. (2008). *“Venture capital investment cycles: The impact of public markets”*. Journal of Financial Economics 87, 1–23.

- Haltiwanger, J. 2012. "Job Creation and Firm Dynamics in the United States." *Innovation Policy and the Economy*, 12(1) (enero):17–38.
- Hellman T. y Puri M. (2000). "The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital." *Review Financial Studies* (2000) 13 (4):959-984. doi: 10.1093/rfs/13.4.959.
- Kortum S. y Lerner J. (2000). "Assessing the contribution of venture capital to innovation" . *RAND Journal of Economics* 31, 674–692.
- LAVCA (2014). "Scorecard 2013. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America".
- LAVCA (2014). "Scorecard 2013, 2014 Update. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America."
- Lederman D., Messina J., Pienknagura S. y Rigolini J. (2013). "El emprendimiento en América Latina, muchas empresas y poca innovación". *Estudios del Banco Mundial sobre América Latina y el Caribe*.
- Li M., Meng Q. (2001). "New Economy and ICT Development in China" . *Information Economics and Policy* 14 (2), 2002, pp. 275–295.
- Madison Park Group. *Guide to Venture Capital*.
- Ministerio de Economía, Fomento y Turismo (2013). Encuesta sobre microemprendimiento 2013 (EME3).
- NVCA (2015). "Yearbook 2015"
- OECD (2015). "Entrepreneurship at a Glance 2014."
- OECD (2014). "Entrepreneurship at a Glance 2013."
- OECD (2007). "Innovation and Growth. Rationale For An Innovation Strategy."

- OECD (1996). *“Venture Capital and Innovation.”*
- Popov A. (2013). *“Venture Capital and Industry Structure: Evidence from Local US Markets.”* Review of Finance (2013)doi: 10.1093/rof/rft018.
- Segpres (Ministerio Secretaría General de la Presidencia). 2013. Informe de empleo en empresas según la edad, 2006–2009. Santiago de Chile: Departamento de Estudios de la Segpres, Gobierno de Chile.

8. Anexos

ANEXO 1:

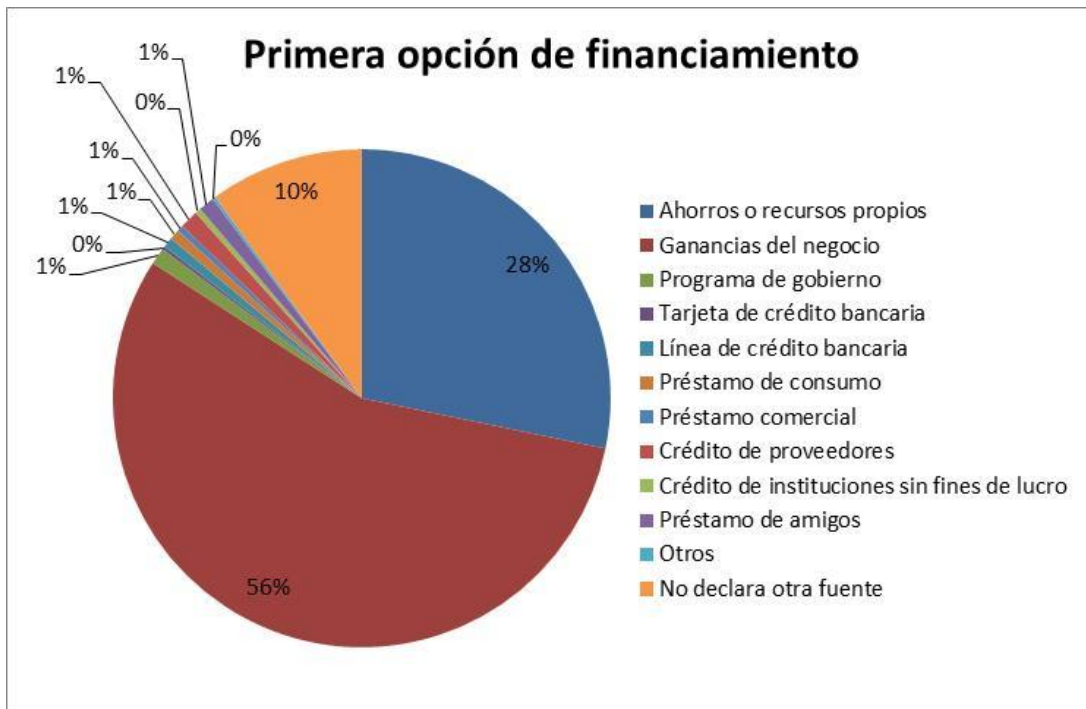
	score	change
Overall score	76	▲ 1
Laws on PE/VC fund formation and operation	3	
Tax treatment of PE/VC funds & investments	3	
Protection of minority shareholder rights	3	
Restrictions on local institutional investors investing in PE/VC	3	
Protection of intellectual property rights	3	
Bankruptcy procedures/creditors' rights/partner liability	3	
Capital markets development and feasibility of exits	3	
Registration/reserve requirements on inward investments	3	
Corporate governance requirements	3	
Strength of the judicial system	3	
Perceived corruption	3	
Quality of local accounting/use of international standards	4	▲ 1
Entrepreneurship	3	

Indicators are scored from 0-4 where 4 = best score

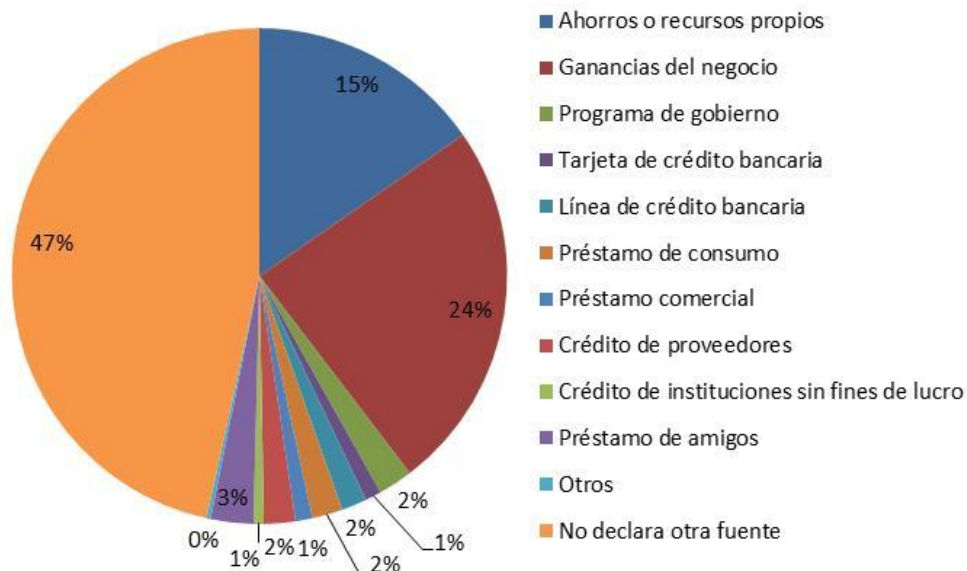
Scores reflect the effect of double weighted indicators (see Scoring Criteria for detail)

FUENTE: LAVCA 2013-2014

ANEXO 2:



Segunda opción de financiamiento



Tercera opción de financiamiento

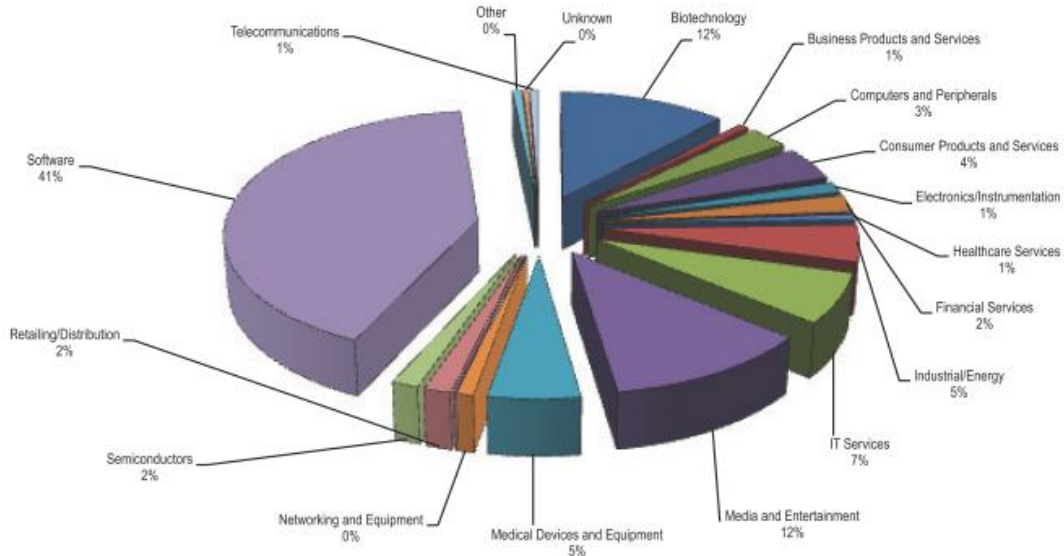


FUENTE: Encuesta microemprendedores (EME)

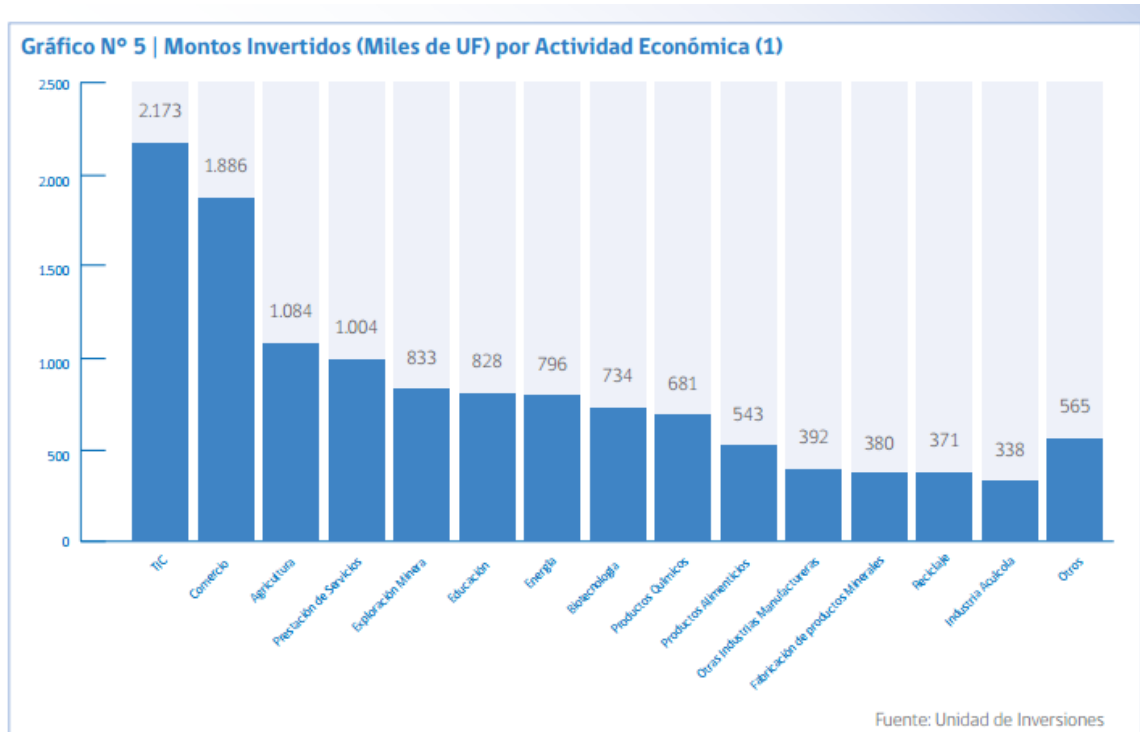
Elaboración propia

ANEXO 3:

**Figure 3.04
Venture Capital Investments in 2014
By Industry Sector (Dollars Invested)**



FUENTE: Yearbook 2014



FUENTE: CORFO