



Análisis cualitativo del Programa Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas – Fondo Etapas Tempranas Tecnológicas, de la Corporación de Fomento de la Producción.

**ACTIVIDAD FORMATIVA EQUIVALENTE PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN POLÍTICAS PÚBLICAS**

**Alumno: Felipe Pizarro Arancibia
Profesor Guía: Roberto Álvarez Espinoza**

Santiago, febrero 2021

Análisis cualitativo del Programa Fondos de Inversión de Capital de Riesgo para Etapas Tempranas Tecnológicas – Fondo Etapas Tempranas Tecnológica, de la Corporación de Fomento de la Producción.

Introducción:

Durante el año 2015, y con el objeto de coordinar un instrumento que permita reducir la brecha de financiamiento para los emprendimientos tecnológicos, mediante el aporte público y privado, la Corporación de Fomento de la Producción (en adelante, “CORFO”), promulgó un instrumento denominado “Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas”, (en adelante “FET”), mediante la publicación de su reglamento.

Según la definición de su propia normativa¹, el FET consiste en un *“financiamiento de largo plazo a los fondos de inversión dispuestos a invertir en empresas con las características definidas en las presentes normas y cuyos administradores se comprometen a involucrarse activamente de manera directa o a través de mandatarios, agentes o representantes, en la gestión de las empresas receptoras finales de los recursos”*.

La naturaleza del instrumento corresponde a un acto administrativo, por lo que su promulgación y medios de publicidad son los mismos que se utilizan para cualquier actuación de un organismo del Estado. El control de legalidad lo efectúa la Contraloría General de la República y se publica en el Diario Oficial para el conocimiento de terceros.

El programa ofrece una línea de crédito a los fondos de inversión, con cargo a la cual, dichos fondos pueden suscribir contratos de mutuo de dinero, con el objeto de invertirlos en las empresas tecnológicas elegibles, mediante una razón deuda/capital entre los aportantes del fondo y el respectivo préstamo suscrito con la corporación, diversificando el riesgo del financiamiento.

A 5 años de su implementación, y con el objeto de revisar el impacto cualitativo del instrumento, el presente trabajo ofrece una propuesta de evaluación de la política pública descrita precedentemente.

¹ Numeral 1.1, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

La metodología para el desarrollo se explica de manera breve, en cada una de las etapas que la componen.

1. Identificación de los destinatarios: Esta etapa abarca la descripción y el análisis de la regulación actual del FET, con el objetivo de identificar los destinatarios de la política pública y sus aspectos relevantes.

2. Análisis cualitativo de entrevistas: En esta etapa se lleva a cabo un análisis de la recepción del FET por los destinatarios descritos en el punto anterior. Para ello se realizan una serie de entrevistas a los actores, con el objeto de evaluar el diseño del instrumento, sus oportunidades de mejora, fortalezas y debilidades, para finalmente concluir cualitativamente su uso.

Finalmente, se expondrán las propuestas de mejora para enfrentar de mejor forma la evaluación financiera en las entidades de financiamiento.

Oportunidad de Política Pública y Motivación del instrumento.

De acuerdo al modelo teórico planteado por The Global Entrepreneurship Monitor (GEM, 2014), existirían tres formas de crecer por parte de las economías: (1) en base a recursos naturales; (2) en base a eficiencia y (3) en base a innovación.

El sector privado tiene buenos incentivos para invertir en emprendimientos vinculados a la innovación. La creación de nuevos conocimientos y de nuevas habilidades y estrategias en áreas específicas, permiten desarrollar ventajas competitivas que, a su vez, habilitan que las empresas puedan diferenciarse y seguir presentes en mercados equivalentes.

La clasificación de economías descritas en el estudio del GEM, está fuertemente relacionada con el producto interno bruto per cápita de los países, estableciendo una correlación virtuosa entre los emprendimientos por oportunidad, basados en el uso intensivo del conocimiento y el crecimiento económico, utilizando como referencia un parámetro equivalente a US\$35.000 per cápita para definir a las economías desarrolladas. Por lo tanto, para incentivar dicho ciclo, sería necesario fomentar las condiciones de entorno de las actividades basadas en emprendimientos de esa naturaleza.

En el mercado local existe una importante masa crítica de emprendedores con ideas innovadoras que pudiesen impactar no tan sólo a nivel nacional, sino también a nivel internacional. De acuerdo a la estimación total emprendedores en Chile, tanto formales como informales, existen 1.865.860, de los cuáles 1.814.938 son

microemprendedores, conforme la definición del segmento dada por el estatuto respectivo (Minecon, 2015).

Empresas de Base Tecnológica:

Como se mencionó, dentro del aspecto específico de la masa crítica de emprendedores, existe una subclasificación de emprendimientos por oportunidad, correspondiente a las empresas de base tecnológica. Conforme a un estudio efectuado por el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, del año 2020², cuya estimación correspondió a un universo de 3.069 empresas, las principales características y necesidades de dichos emprendimientos consisten en los siguientes:

- Suelen ser empresas pequeñas y jóvenes. La mayoría todavía no exporta, aunque existe un pequeño grupo que se destaca por su alta inserción internacional.
- Son de tamaño micro y pequeñas, con un importante número sin ventas.
- El perfil de los equipos emprendedores combina socios con elevado nivel de formación y experiencia en el mundo académico con otros que cuentan con experiencias empresariales previas.
- Presentan un bajo nivel de inversiones privadas recibidas.
- Las demandas de apoyo solicitadas por los emprendedores aluden al desarrollo de contactos, tanto con clientes como con aliados estratégicos y con inversionistas y fondos de inversión.

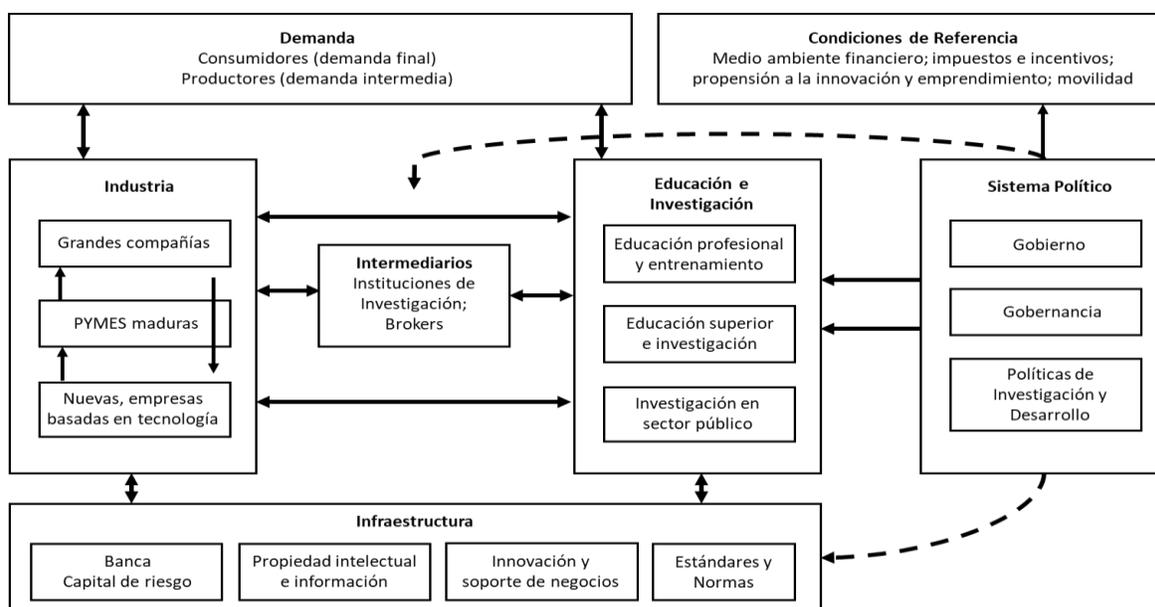
Este listado de descripciones es coherente con el diagnóstico de necesidad estratégica de apoyo del sector público y privado en todo el ciclo de vida del emprendimiento, que les permita a estas compañías escalar internacionalmente a países con mercados más grandes. Esta falta de apoyo estaría dada por varios factores interrelacionados; financiamiento escaso, falta de redes de interconexión y sinergia entre los actores y cultura, entre otros, muy diferente a lo que sucede en experiencias exitosas de ecosistemas de emprendimientos como lo son Silicon Valley, Israel o Singapur. Sin embargo, estas experiencias comparadas de éxito fueron precedidas de procesos, políticas e incentivos adecuados para ir impactando al crecimiento de cada uno de los actores del ecosistema, logrando así atraer más

²Disponible en: http://ctie.economia.cl/wpcontent/uploads/2020/03/20200310_informe_final_ebct.pdf

capital, el nacimiento de emprendimientos disruptivos a escala mundial y por ende mayor creación de valor (Guzmán, 2018).

Ecosistema CORFO de apoyo al emprendimiento de base tecnológica:

El modelo de ecosistema de emprendimiento que utiliza CORFO se basa en el planteado por los autores (Kuhlmann & Arnold, 2001, citado por Guzman, 2018) en donde coexisten 5 macro áreas, conforme lo establecido en el presente esquema:



Fuente: (Guzmán, 2018.)

En el esquema podemos situar a las compañías de base tecnológica dentro del campo de la industria n6vel, cuyas empresas emergentes necesitan financiamiento para desarrollar el producto e iniciar la comercializaci3n. Esta etapa original presenta niveles considerablemente altos de riesgos, justificando el financiamiento de escalamientos sucesivos. La alta variabilidad de los resultados entre las empresas, justifica la labor de diversificaci3n de los fondos de inversi3n, cuya naturaleza es constituir una cartera diversificada, para poder ofrecer una cuota con rentabilidad intermedia (SVS, 2012).

Como Intermediarios Financieros, el esquema establece en el ciclo la incorporaci3n bursátil y de apoyo de capital de riesgo. Es importante se1alarse que como

antecedente a la promulgación del instrumento, las administradoras asociadas a ACAFI (Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión) gestionaron recursos por US\$ 9.970 millones, de los cuales US\$ 4.962 millones correspondieron a fondos Accionarios. Aproximadamente US\$ 260 millones correspondieron a fondos de inversión de capital privado (ACAFI , 2010).

Con el objeto de reducir la brecha entre los emprendimientos de base tecnológica y el acceso al financiamiento, considerando los efectos positivos que generan en el crecimiento y en el ecosistema económico, Eduardo Bitrán, ex vicepresidente ejecutivo de la CORFO, explicó en la presentación del FET, que en Chile resultaba crucial aumentar la disponibilidad de capital de riesgo en fase temprana. En este orden de ideas explicó que, en el período 2016-2017, se proyectaría asignar préstamos condicionados a al menos 10 fondos nuevos de inversión de capital de riesgo de fase temprana, comprometiendo recursos que fluctuarán entre \$70 mil millones y \$100 mil millones. *“Con ello se estaría apoyando uno de los desafíos más importantes que enfrenta el emprendimiento dinámico: que los proyectos con perspectivas promisorias puedan escalar rápidamente y transformarse en negocios globales con alto impacto en la economía nacional”* (FET, 2015).

Principio de Subsidiariedad y Papel de CORFO en el diseño institucional:

El principio de subsidiariedad corresponde a una teoría que surge de la interpretación de diferentes normas de la Constitución Política vigente (en adelante, “la Constitución”), enmarcadas dentro de la conceptualización del orden público económico, cuyo conjunto de preceptos permitirían extraer un principio general que ilustra la configuración política institucional. Esta teoría no es pacífica en la doctrina y su discusión es completamente coyuntural (Faúndez – Sanchez, 2016).

Las normas fundamentales de dicho principio corresponden al inciso 3 del artículo 1° de la Constitución, el cual señala lo siguiente:

“El Estado reconoce y ampara a los grupos intermedios a través de los cuales se organiza y estructura la sociedad y les garantiza la adecuada autonomía para cumplir sus propios fines específicos”.

La norma citada precedentemente, consagraría el denominado principio de las autonomías sociales. Para dicho principio, una agrupación de personas inferior no puede ser absorbida o desbordada por una entidad superior, si la inferior es capaz de alcanzar con éxito sus propios fines específicos (Lagos - Torres, 2020).

Consecuencia de la idea de grupos intermedios, el principio de subsidiariedad respecto del ámbito de intervención económica del Estado se manifestaría en el catálogo de libertades consagrada en el artículo 19 N° 21, que establece:

“Artículo 19.- La Constitución asegura a todas las personas: 21°.- El derecho a desarrollar cualquiera actividad económica que no sea contraria a la moral, al orden público o a la seguridad nacional, respetando las normas legales que la regulen.

El Estado y sus organismos podrán desarrollar actividades empresariales o participar en ellas sólo si una ley de quórum calificado los autoriza. En tal caso, esas actividades estarán sometidas a la legislación común aplicable a los particulares, sin perjuicio de las excepciones que por motivos justificados establezca la ley, la que deberá ser, asimismo, de quórum calificado”.

Al interpretar ambos preceptos, se podría concluir, conforme al principio de subsidiariedad, que el diseño constitucional chileno sitúa al Estado a un papel secundario en lo referente a su intervención en actividades económicas, generándose así, como efecto, una auténtica iniciativa privatizadora de dicha dimensión.

Dicha expresión del principio de subsidiariedad, manifestada en la legislación que regula el funcionamiento de la CORFO, se materializa en la relación o trato indirecto de financiamiento que tiene el sistema de participación de la agencia pública como órgano ejecutor, subordinando temporalmente la autorización para constituir o participar en empresas públicas al quórum exigido a la fecha de la promulgación de su texto. Por lo tanto, para llevar a cabo el modelo de ecosistema ilustrado precedentemente, es menester conocer la legislación que regula el ámbito de actuación de la agencia.

De esta forma, el Consejo de CORFO, correspondiente a la máxima instancia pluripersonal de deliberación de sus competencias, establece dentro de sus atribuciones lo siguiente³:

Art. 25. El Consejo tendrá las siguientes atribuciones:

³ Ley N° 6.334, de 1940, que aprueba el texto refundido de la Ley N° 6,334, que creó las corporaciones de reconstrucción y auxilio y de fomento a la producción.

“Tanto los recursos de la Corporación como los provenientes de empréstitos otorgados al Estado por organismos internacionales, que formen un programa de acción específico, administrado por la Corporación en calidad de órgano ejecutor, podrán ser colocados en forma directa o a través de préstamos a las entidades señaladas en el inciso anterior. Igual procedimiento regirá para aquellos programas financiados complementariamente con los recursos de la Corporación y empréstitos otorgados por organismos internacionales directamente a esta institución.”

No obstante lo establecido en el presente artículo y demás normas legales y reglamentarias aplicables, la Corporación, para concurrir a la formación de empresas o participar en la propiedad o administración de otras distintas a las en que al 31 de diciembre de 1989 tenga porcentaje en su capital social o injerencia en su administración, requerirá de autorización expresa otorgada por ley en conformidad a lo establecido en el inciso segundo del número 21 del artículo 19 de la Constitución Política. Igual autorización necesitarán para tales actos las empresas o entidades filiales de dicha Corporación”.

Conforme a la delegación de las facultades en materia de Capital de Riesgo, el Comité de la materia⁴, tiene subdelegadas las facultades para resolver la participación en vehículos de inversión, permitiendo la creación de instrumentos como el FET, o mediante la adquisición de cuotas con un determinado contenido estratégico. Al respecto, su reglamento lo define de la siguiente manera:

Serán atribuciones del Comité de Capital de Riesgo, las siguientes:

a) *“Aprobar préstamos o líneas de crédito a fondos de inversión regulados por las leyes números 18.815 y 18.657 que tengan políticas de inversión que prioricen el desarrollo de proyectos nuevos de alto valor agregado. El pago de los intereses estará vinculado al desempeño del proyecto.*”

b) *Decidir la inversión o adquisición, por medio de la celebración de contratos de promesa o de suscripción y pago de cuotas, y la enajenación de cuotas emitidas por dichos fondos de inversión, para lo cual deberán valorar los antecedentes habidos al instante de decidir la inversión en un Fondo en particular, debiendo especialmente, tomar en cuenta en dicho instante, no sólo la rentabilidad económica sino también la rentabilidad social de los Fondos en que participará Corfo, en conformidad a su rol de fomento productivo de la industria de capital de riesgo.”*

⁴ Numeral 4, Reglamento que “Fija nuevo texto refundido del reglamento del comité de capital de riesgo de la corporación de fomento de la producción”.

Por tanto, si bien existe una limitación supralegal para participar en la creación y ejecución empresarial, conforme a la dimensión específica del principio de subsidiariedad, la incorporación en vehículos de inversión se autoriza mediante la constitución de actos administrativos que aprueban y regulan instrumentos que permitan dar un diseño convencional de regulación público - privada. En consecuencia, para contraer obligaciones directas en fondos ya constituidos, se requiere calificar la rentabilidad social o impacto como requisito de elegibilidad, sin poder determinar la regulación específica que la administración resuelva o pretenda desarrollar durante su mandato, por lo que el impulso del ecosistema establecido por la corporación debe considerar el marco legal vigente en su contenido.

Análisis del Instrumento

Para identificar a los destinatarios del FET, es necesario señalar que la actividad de un vehículo de inversión de carácter profesional consiste en captar capital de un tercero (aportante de un fondo), para gestionarlo e invertirlo en empresas, con el objetivo de recuperar la cantidad invertida más una plusvalía (Ruano, 2019). Esta servirá para retornar la cantidad captada del inversor más una rentabilidad y, además, debe permitir al inversor profesional cubrir todos sus costes generados durante la vigencia de la delegación de su mandato, cuya duración es contemporánea a la duración del fondo.

El objetivo de los vehículos de inversión consiste en conseguir la máxima rentabilidad posible del conjunto de sus inversiones, de manera que pueda retornar el capital cedido para su gestión por terceros con un retorno suficiente como para volver a generar su interés y su confianza en los inversores. Así aportarán de fondos para que sean gestionados por este inversor profesional de manera que garantice su supervivencia y continuidad dentro del sector.

La búsqueda de rentabilidades a sus inversiones, posibilitada por la exitosa evolución de la empresa financiada, hará que este inversor profesional emplee todo su conocimiento y aplique todo su esfuerzo para mantener la solvencia y hacer crecer la empresa invertida. Lo anterior se manifiesta en el Comité de Inversiones del fondo de inversión, cuyo carácter consultivo, especializado y profesional, orienta dichas decisiones.

Para poder entender el proceso inversor, en primer lugar, necesitaremos identificar cuáles son los principales actores intervinientes.

Según Ruano (2019), en la inversión del tipo capital riesgo se pueden distinguir tres elementos interrelacionados: los aportantes de fondos, la entidad de capital riesgo

y la empresa participada. Los aportantes son las personas, físicas o jurídicas, que aportan capital a la entidad de capital riesgo para que esta pueda llevar a cabo su función.

Siguiendo lo anterior, en el FET, intervienen tres agentes principales: los fondos de inversión, públicos o privados, que no participan en la gestión, las empresas del *portfolio* que necesitan el capital y que si son exitosas generarán los retornos financieros y, las administradoras o sociedades con personalidad jurídica que obran por cuenta y riesgo del fondo respectivo.

Fondos de Inversión

Los fondos de inversión en Chile se clasifican en dos categorías: fondos públicos y fondos privados. Los primeros son aquellos que están autorizados para realizar oferta pública de sus valores, por lo que están sujetos a una serie de regulaciones de la Comisión de Mercado Financiero (en adelante, "CMF"), que tienen relación con la composición de su portafolio, límites a operaciones con partes relacionadas, entrega de información al público y gobierno corporativo, entre otros. En cambio, los fondos privados son aquellos que no pueden realizar oferta pública de sus valores, quedando eximidos de la mayoría de las normas regulatorias definidas por la CMF. (Chahuan, 2018.)

La industria de capital de riesgo, o venture capital, tiene mucha relevancia como actividad económica. Los fondos de inversión son patrimonios de afectación sin personalidad jurídica, es decir son incapaces frente a la legislación para contraer derechos y obligaciones. A los inversionistas o aportantes les ofrecen la posibilidad de diversificar el riesgo de su inversión mediante el diseño de políticas contenidas en sus reglamentos internos. Por lo tanto, se asegura un manejo profesional, que buscará obtener el mayor rendimiento controlando el riesgo mediante una sociedad administradora, que contando con personalidad jurídica, actúa representando al patrimonio. Es importante señalar que el contrato de línea de crédito de la Corporación es con el fondo como deudor, quien por su propia naturaleza debe obrar representado.

Estructura de aportes

A los fondos de inversión que cumplan con las normas del instrumento, y hayan postulado a éste, CORFO les podrá aprobar una línea de crédito con cargo a los recursos del programa, hasta por un monto máximo, según lo solicitado en la respectiva postulación, equivalente hasta el 300% de los aportes pagados y

comprometidos al fondo por parte de los aportantes privados, los cuales también deberán estar expresados en Unidades de Fomento (en adelante, “UF”).

El monto de las líneas estará comprendido entre un mínimo de UF 100.000 y un máximo de UF 300.000. La razón deuda CORFO/capital corresponde a un máximo de 3:1⁵. La tasa de interés de la línea corresponde a una tasa anual BCU a 10 años + 5% anual para los créditos expresados en UF.

Este carácter dinámico y flexible del otorgamiento de la línea de crédito reviste particular importancia, dado que los contratos de promesa de pago de cuota son contratos principales y ejecutables por los aportantes, cuyo objeto consiste en una obligación de hacer, sujeto a un determinado plazo o condición (pagar el precio de la cuota estipulado al vehículo de inversión). De esta manera, el monto máximo de la autorización señalada precedentemente es adaptable conforme al pago de los aportes privados al conservar la relación. Si bien, los aportantes son las personas, naturales o jurídicas, que con cuyos aportes concurren a la formación del fondo, recibiendo, a cambio, cuotas de participación en el mismo, tienen una restricción convencional para efectos del ejercicio del derecho real de dominio sobre sus cuotas de participación, gozando de todas las facultades que dicho derecho les otorga, en la medida que la propia CORFO los autorice mediante un acto administrativo debidamente motivado.

Por lo tanto, no es irrelevante para efectos del control de los recursos públicos, la individualización e identificación de los aportantes. Existe una calificación de derecho estricto y una evaluación del mérito de la estructura de aportes conforme a las atribuciones del Comité de Capital de Riesgo de CORFO al momento de la aprobación.

Dicha regulación contempla en su diseño⁶ la siguiente exigencia convencional, con el objeto de calificar adecuadamente el mérito de la estructura de aportes:

“Los Fondos de Inversión Privados deberán tener y mantener un mínimo de cuatro aportantes, no relacionados directa o indirectamente entre sí, con una participación no inferior al 10% de las cuotas comprometidas y/o pagadas del Fondo cada uno.

⁵ Numeral 3, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

⁶Literal e), del Numeral 13, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

Podrán constituirse de una forma distinta, siempre que cuenten con uno o más inversionistas institucionales que tengan entre ellos, en total, a lo menos, una participación del 50% de los aportes al Fondo.

Las Administradoras y/o sus relacionados en el capital del Fondo, podrán suscribir cuotas por un aporte máximo de hasta el 20% del capital del Fondo respectivo, a través de cuotas que deberán ser de distinta serie que las cuotas del resto de los aportantes.”

Es importante señalar que una modificación de la Ley Única de Fondos⁷ (en adelante, “LUF”) estableció que a partir del 1 de marzo de 2020, todos los Fondos de Inversión Privados (en adelante “FIP”), deberán tener al menos ocho aportantes, cada uno (en conjunto con sus relacionados) con un máximo de 20% de las cuotas pagadas del FIP (salvo que uno o más de sus aportantes sean inversionistas institucionales que tengan a lo menos un 50% de las cuotas pagadas del FIP). Hasta esta modificación, los FIPs estaban obligados a mantener un mínimo de cuatro aportantes no relacionados entre sí, cada uno con un mínimo de un 10% de las cuotas pagadas del fondo.

En caso de que el FIP no diere cumplimiento a este requisito, transcurrido un año contado desde su creación y mientras se encuentre vigente, se considerará sociedad anónima (y sus aportantes accionistas de la misma) para los efectos de la Ley sobre Impuesto a la Renta. Sin perjuicio de lo anterior, si un FIP vuelva a dar cumplimiento a los requisitos sobre cantidad mínima de aportantes no relacionados, tributará conforme a las normas establecidas para FIPs (y no para sociedades anónimas) a contar del 1 de enero del ejercicio inmediatamente siguiente a aquel en que hubiere logrado dicho cumplimiento.

Los FIPs vigentes al 1 de marzo de 2020 tendrán el plazo de un año para dar cumplimiento con este nuevo requisito. El nuevo requerimiento no será aplicable a los FIPs que al 24 de febrero de 2020 hayan recibido aportes por parte de la CORFO, en la medida que esa inversión se haya realizado de conformidad a las políticas de inversión definidas por la Corporación⁸.

Restricción temporal y presupuestario de las líneas de crédito:

⁷ Ley N° 20.712, de 2014, Sobre administración de fondos de terceros y carteras individuales.

⁸ Disponible en: <https://www.carey.cl/nuevo-requerimiento-de-aportantes-minimos-de-un-fip/>

El fondo se crea con el objeto exclusivo de ser elegible para la postulación a la línea, a un plazo que no podrá exceder de doce años contados desde la fecha de celebración del contrato de apertura de línea de crédito⁹.

El monto aprobado mediante la Ley de presupuestos del año 2020¹⁰ para el ítem Fondos y Sociedades de Inversión de CORFO, corresponde a la suma de \$46.038.953.000¹¹, equivalentes a \$USD 64.661.450, con el valor del dólar a \$712. Al comparar con la misma paridad la disponibilidad presupuestaria con subsidios contingentes de la misma Corporación, correspondientes al Fondo de Cobertura de Riesgos¹², cuyo monto asciende para el mismo año a \$59.771.533.000, equivalentes a \$USD 83.948.782, podemos estimar que existe una proporcionalidad en motivar líneas de créditos con subsidios por montos equivalentes, no obstante el monto total incorporado por los aportantes privados de la relación que tenga cada fondo elegible para el instrumento. En orden de magnitud, existe una subordinación de este tipo de financiamientos a la política de otorgar subsidios por parte de CORFO.

Particularmente para la línea FET, el total de montos de líneas de créditos autorizados a 2018 (fecha vigente del informe de capital de riesgo), corresponde a 1.359.600 U.F., equivalentes a \$USD 39.501.818.400, con 234.211 U.F. equivalentes a \$USD 9.557.256 en montos invertidos en 27 empresas elegibles. El saldo respectivo corresponde a la diferencia no ejecutada durante el periodo.

De conformidad con el ordenamiento presupuestario, los servicios de la Administración del Estado solo pueden efectuar aquellos desembolsos que estén autorizados por la ley, de modo tal que los recursos asignados en sus respectivos presupuestos deben ser empleados con sujeción a las normas legales que regulan su inversión, destinándolos al cumplimiento y desarrollo de las funciones y actividades que el ordenamiento jurídico ha radicado en cada organismo. Por tal motivo, junto con asignar recursos para la satisfacción de las necesidades públicas, las leyes de presupuestos establecen restricciones a la forma en que deben ser invertidos los caudales públicos, disponiendo, en algunos casos, los requisitos que deben cumplir los órganos de la Administración del Estado para efectuar gastos con cargo al erario nacional (Palavecini, 2016.). En ese sentido, es importante señalar

⁹ Literal i), del Numeral 4, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

¹⁰ Ley N° 21.192, de 2019, de Presupuesto.

¹¹ ítem 32.04.003, Ley N° 21.192.

¹² ítem 24.03.068, Ley N° 21.192.

que existe una medida incorporada al diseño que tiene por objeto incentivar la satisfacción del costo de oportunidad de la disponibilidad presupuestaria del instrumento, establecida en el numeral 7 del FET, *que señala:*

“Cumplidos 60 meses, contados desde la fecha de celebración del Contrato de Apertura de Línea de Crédito, el Fondo deberá haber acreditado las inversiones finales con cargo a ella, por un monto no inferior al 60% de la línea de crédito aprobada por el Comité de Capital de Riesgo.

Vencido ese plazo sin haber ocurrido lo anterior, el monto no utilizado de dicho 60% se considerará caducado para todos los efectos legales”.

No obstante lo anterior, una restricción importante al momento de velar por la transparencia de los recursos públicos conforme a su ejecución tiene que ver con el diseño de la rendición y liquidación final de las líneas de crédito. Al momento de la liquidación final del fondo, se procederá a distribuir los montos resultantes de acuerdo al valor de la Unidad de Fomento al momento del pago efectivo y conforme a la prelación establecida en su reglamento¹³. En materia de capital de riesgo, y respecto a un préstamo a un vehículo de inversión, es posible que el comportamiento de las inversiones tenga retornos negativos y que la ejecución final de la rendición de gastos no permita pagar la deuda contenida en el contrato de apertura de línea de crédito. En este sentido, una liquidación como la señalada previamente, para efectos de su rendición, puede revestir una característica de subsidio más que de un préstamo, cuya exposición comunicacional debe ser considerada al momento de la justificación del gasto y de su oportunidad.

Solución Institucional en materia de Rendición de cuentas del Sector Privado:

En relación a las transferencias que se otorgan al sector privado en materia subsidiaria¹⁴, existe para CORFO la obligación expresa de exigir una serie de documentos y comprobantes de ingreso del subsidio emitido por el organismo receptor, junto con la obligación de mantener a disposición de la Contraloría General de la República los antecedentes relativos a la rendición de cuentas de las señaladas transferencias.

¹³ Literal ii), del Numeral 4, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

¹⁴ Título III, artículo N°27, Transferencias a personas o entidades del Sector Privado de la Resolución 30 de la Contraloría General de la República

Como hemos señalado previamente, la naturaleza jurídica del FET, corresponde a una línea de crédito cuya liquidación de activos corresponde a un orden de prelación al momento del término de duración de los fondos. No obstante lo anterior, se ha regulado un incentivo institucional que combina el sistema de rendición de gastos en materia subsidiaria con la realidad práctica de los activos contingentes de los préstamos. Recientemente¹⁵, se encuentra aprobado un procedimiento de cierre de fondos de inversión, que establece un conjunto de requisitos taxativos para cada una de las solicitudes de clausura, permitiendo que un tercero resuelva el cumplimiento normativo y el deber de diligencia y cuidado al momento de la extinción de las obligaciones de los contratantes.

De este modo, se debe presentar al Comité de Capital de Riesgo de CORFO por parte del fondo solicitante, un proyecto acordado de término que contenga la estructura y aspectos mínimos de revisión exigido para cada uno de los fondos en un plazo máximo para el desarrollo de rendición que no podrá exceder de un año desde la fecha de la total tramitación de la resolución que ejecute dicho acuerdo.

La revisión contemplada en el proyecto acordado de término deberá ser realizada por un auditor externo. El auditor externo deberá cumplir con los siguientes requisitos¹⁶:

- Estar inscrito en la CMF.
- No ser auditor de CORFO al iniciarse la presentación del informe ni mientras se desarrolle su evaluación.
- No ser ni haber sido auditor del fondo ni de la administradora Involucrada en los últimos 5 años a la fecha de inicio del procedimiento.

El auditor externo será seleccionado y contratado por CORFO, aplicando para ello las normas que rigen el actuar de la Corporación y que resulten aplicables. Con el objeto de otorgar certeza jurídica a los aportantes privados que sean postulantes del Programa FET, el Fondo pagará a CORFO los recursos que tenga disponibles, de acuerdo con el orden de prelación establecido en el FET, conforme a una evaluación y valorización externa, mediante una delegación en materia de rendición de cuentas públicas por parte de la administración.

¹⁵ Numeral 3, Reglamento de Cierre de Fondos de Inversión Privado que participan en Programas de Fomento de la Industria de Capital de Riesgo.

¹⁶ Numeral 4, Reglamento de Cierre de Fondos de Inversión Privado que participan en Programas de Fomento de la Industria de Capital de Riesgo.

Incentivos Tributarios aplicables a los Fondos de Inversión:

La naturaleza jurídica de un Fondo corresponde a la de un patrimonio de afectación y como se señaló, no califica como persona, por lo que se estipuló expresamente en el art. 81 de la LUF, que *“Los fondos de inversión y fondos mutuos no serán considerados contribuyentes del impuesto de primera categoría de la Ley sobre Impuesto a la Renta, sin perjuicio de las obligaciones que afecten a su sociedad administradora y lo establecido en este artículo”*.

El Fondo no es contribuyente del impuesto de primera categoría, cuya consecuencia radica en que el Fondo es transparente para efectos tributarios. La LUF reconoció los principios de neutralidad y fomento de ahorro e inversión que rigen a este tipo de vehículos de inversión (Munita, 2020). El mecanismo por el cual se logra es mediante el sistema de registro que debe llevar el fondo. Así, los Fondos deben llevar un registro de los beneficios netos percibidos; y sus aportantes sólo tributarán por dichas rentas al momento en que les sean distribuidas, con los impuestos finales que correspondan.

Con el objeto de fomentar el ahorro e inversión mediante la postergación del pago de impuestos, cautelando que la inversión en estos vehículos sea neutro desde la perspectiva tributaria, los fondos no tributarán por los beneficios propios, pero, además, deben llevar un registro no solo de las rentas percibidas sino de los créditos por impuestos asociados ya sean créditos locales o extranjeros, de aquellos beneficios percibidos de terceros.

Para armonizar el incentivo del registro contable con el FET, cada vez que el fondo¹⁷ elegible del Programa reparta dividendos a sus aportantes, deberá prepagar simultáneamente a CORFO un monto equivalente al resultante de multiplicar la razón deuda/aportes de la Línea de Crédito autorizada por CORFO, por el monto a distribuir a los aportantes (de acuerdo con el balance del Fondo sobre el cual se calcularon los dividendos a repartir). De esta manera, se conservan las relaciones dinámicas del monto de Línea de Crédito, conforme a la distribución final resultante del prepago exigido en las normas.

Administradoras de Fondos de Inversión:

Las Administradoras, previo a la suscripción del contrato de apertura de línea de crédito, deberán constituir una boleta de garantía bancaria, pagadera a la vista, a

¹⁷ Numeral 5, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

favor de CORFO, por el equivalente al 1% de la línea de crédito aprobada¹⁸. Esta restricción es innovadora en materia de garantías, dado que convencionalmente se exige una suma de dinero determinada y no determinable en función de los eventuales prepagos parciales o totales de la línea de crédito autorizada.

La sociedad administradora actúa a título oneroso respecto del patrimonio de afectación representado. Su remuneración o comisión fija, no podrá exceder el 2,5% anual más el Impuesto al Valor Agregado (en adelante, "IVA"), durante el plazo de duración del Fondo, calculado sobre la suma de: los aportes al fondo efectivamente comprometidos mediante contratos de promesas de suscripción y pago de cuotas, siempre que no haya transcurrido el plazo para su pago, más el monto total de la línea aprobada¹⁹.

Las sociedades administradoras del fondo deberán entregar a CORFO, hasta antes de la presentación de la solicitud al Comité de Capital de Riesgo de la Corporación, los antecedentes legales que den cuenta de su constitución y vigencia, como también los antecedentes de la constitución del fondo, así como eventuales modificaciones de todas éstas, y los antecedentes que acrediten la personería de sus representantes, con facultad suficiente para contratar Líneas de Crédito y mutuos con cargo a este Programa, según se detalla en la Ficha de Postulación.

La responsabilidad por la función de administración de la administradora es indelegable, sin perjuicio que las administradoras puedan conferir poderes especiales o celebrar contratos por servicios externos para la ejecución de determinados actos, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro.

Cuando se trate de la contratación de servicios externos, en el reglamento interno del fondo deberá constar la facultad de la administradora para llevar a cabo dichos contratos. Asimismo, deberá señalar si los gastos derivados de las contrataciones serán de cargo de la administradora o del fondo de que se trate y, en este último caso, la forma y política de distribución de tales gastos. Con todo, cuando dicha contratación consista en la administración de cartera de todo o parte de los recursos del fondo, los gastos derivados de estas contrataciones serán siempre de cargo de la administradora.

¹⁸ Literal c), del Numeral 12, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

¹⁹ Literal g), del Numeral 14, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

La administradora, sus directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales deberán efectuar todas las gestiones que sean necesarias, con el cuidado y la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, para cautelar la obtención de los objetivos establecidos en el reglamento interno del fondo, en términos de la rentabilidad y seguridad de sus inversiones. La administración de cada fondo debe realizarse atendiendo exclusivamente a la mejor conveniencia de este y a que todas y cada una de las operaciones de adquisición y enajenación de activos que efectúe por cuenta del mismo, se hagan en el mejor interés del fondo (Contreras, 2016).

La normativa del FET establece la exigencia de acordar Pactos de Accionistas, en las empresas donde se inviertan finalmente los recursos de los Fondos.

Estos pactos deberán considerar formas de participación activa de la Administradora en la gestión financiera, administrativa y/o comercial de las empresas receptoras finales de los recursos. Adicionalmente, los pactos deberán contener mecanismos de toma de control, ya sea por parte de la Administradora o un tercero, frente a eventuales situaciones críticas. La caracterización de situaciones a considerarse críticas debe ser definida de común acuerdo entre los accionistas, quedando establecida en los pactos correspondientes. Asimismo, deberán considerar una cláusula que permita facilitar a CORFO la información que ésta solicite sobre la evolución de las empresas.

Finalmente, deberán contener mecanismos de resolución de conflictos entre los socios o accionistas de las empresas receptoras y el Fondo de Inversión, e incorporar la obligación de envío a CORFO de copia de dichos pactos y sus modificaciones.

Se entenderá como parte de las obligaciones de la Administradora, en función de la normativa del FET, el fiel cumplimiento de estos Pactos de Accionistas. Dicha posición de accionista resulta fundamental, dado que el fondo, actuando como accionista, representado por su administradora, puede ejercer los derechos políticos previstos en un instrumento privado. que establecen reglas particulares respecto de la administración, cesión de acciones u otras materias relativas a las sociedades que integran, sobretodo en aquellos casos donde la participación accionaria del fondo no permita controlar la compañía.

Empresas elegibles, adquisición de acciones y préstamos convertibles:

Los recursos del fondo de inversión participante del Programa FET deberán ser invertidos en aportes de capital en micro y pequeñas empresas que se encuentren

legalmente constituidas en Chile como: sociedades anónimas, sociedades por acciones, o sociedades regidas por el Código de Minería. Es importante detenerse en la posibilidad de invertir en sociedades por acciones, dado que este tipo societario presenta la flexibilidad de una sociedad diseñada para “negocio único” con un capital social que se divide en acciones, por lo que se ubica dentro de las denominadas sociedades de capital, que pueden tener un único socio o bien dos más, lo que facilita la iniciativa individual o asociativa para nuevos emprendimientos empresariales, de distintas envergaduras en cuanto a la exigencia de acumulación de capital. En consecuencia, se trata de un tipo societario que participa de los principios propios de las sociedades de capital, como la anónima, y a la vez admite una gestión de negocios semejante a las sociedades de personas, esto es más flexible, liviana y personalizada que la rígida estructura de la sociedad anónima (Torres, 2013).

La definición de “Etapas Tempranas Tecnológicas”, dada en el FET²⁰, corresponde a *un emprendimiento nacional, que utiliza conocimientos dentro de su propuesta de valor central, relacionados a una innovación basada en ciencia o tecnología para producir bienes o servicios nuevos de alto valor agregado, en consecuencia, el modelo de negocio propuesto considera un riesgo asociado a esta novedad. También corresponde a aquellos emprendimientos que no proponen el desarrollo de una innovación novel en Chile, sin embargo, su propuesta de valor es la representación de un avance científico o tecnológico considerado emergente globalmente, es decir, son tecnologías o avances que están difundiéndose en el mundo.*

De acuerdo a la literatura especializada (Ruano, 2019), citando a diversos autores, se establece que la definición pionera de nuevas empresas de base tecnológica fue realizada por Little (1977), quien, adoptando una visión restrictiva, las describió como empresas independientes, menores de 25 años y cuya actividad principal es la explotación de alguna invención o innovación tecnológica que implique la asunción de riesgos tecnológicos sustanciales. Otra definición posterior, y también restrictiva, es la de Sherman y Burrell (1988), quienes consideran que son aquellas compañías nuevas e independientes que con su actividad establezcan la aparición de nuevas industrias. Por su parte, Buscar (1987) establece que las empresas calificadas como de “alta tecnología” serán únicamente aquellas que, en relación con otras empresas, tengan unos gastos en investigación y desarrollo sobre ventas superiores a la media, o que dispongan en su plantilla de trabajadores de científicos e ingenieros más cualificados. Por lo literal de la definición del FET, la definición es

²⁰ Literal e), del Numeral 1, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

omnicomprensiva de cualquiera de estas definiciones, no siendo circunscrita a ninguna definición expresamente delimitada.

Adicional a lo anterior, las empresas calificadas de tecnológicas deben cumplir con los siguientes requisitos copulativos para ser elegibles²¹:

- a. *Aquella cuyas ventas no excedan las UF 10.000.- anuales al momento de la primera solicitud de desembolso que adjunte íntegramente los antecedentes requeridos.*
- b. *Que no hayan transcurrido más de 36 meses desde la emisión de la primera factura o boleta de ventas o servicios, al momento de la solicitud del desembolso de la línea de crédito de CORFO, para materializar la inversión del Fondo en la empresa.*
- c. *En el caso que la empresa tenga un Controlador o pertenezca a un Grupo Empresarial, el controlador o el grupo empresarial respectivo, deberán contar con un promedio anual de ingresos percibidos o devengados por ventas y servicios, no superiores a las UF 600.000.-, los últimos tres años comerciales. Para estos efectos, se entenderán como Controlador y Grupo Empresarial, los que cumplan con lo dispuesto en los artículos 96 y 97 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores.*

Al respecto, cabe distinguir que en el estatuto de la Ley N° 20.416, que “ *fija normas especiales para las empresas de menor tamaño, del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo*”, el criterio diferenciador para definir a las empresas corresponde al nivel de ventas de las mismas. En el diseño del FET, se atiende fundamentalmente a una conjugación estricta y taxativa de parámetros de niveles de venta que no siguen la clasificación dada por el Ministerio respectivo. Como contrapunto, vemos que existe absoluta libertad respecto de la delimitación de cada sector económico o industria, para efectos de la vinculación u obligatoriedad de la elegibilidad de la empresa.

El FET permite²² la inversión de los recursos del fondo en forma indirecta, a través de aportes de capital a una sociedad matriz extranjera, la que deberá, a su vez, invertir inmediatamente tales recursos en la misma modalidad de inversión, en una empresa filial legalmente constituida en Chile, que desarrolle operaciones

²¹ Literal i), del Numeral 2.1, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

²² Literal i), del Numeral 2.2, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

relacionadas con el giro de la matriz, la que en cualquier caso deberá estar acorde con los objetivos del Programa.

Al respecto es importante señalar que el objetivo del FET²³ consiste en fomentar la creación de fondos de inversión que permitan el financiamiento de empresas chilenas que se encuentren en etapas tempranas de desarrollo, y que presenten potencial de crecimiento e innovación en sectores vinculados con tecnologías. El requisito vinculado a la internacionalización, diseñado en estos términos, puede obedecer a una etapa de consolidación empresarial, que permita desarrollar exportaciones, alianzas consolidadas, estableciendo un ingreso formal al mercado destino, permitiendo que las actividades internacionales se fortalezcan mediante una estrategia de salida en la negociación original. (Martinez, 2017).

CORFO efectuará los desembolsos de este Programa, contra suscripción de un Contrato de Mutuo y la acreditación de la inversión o préstamo, adecuadamente formalizado con una empresa receptora final de los recursos, elegible de acuerdo al Reglamento, o en su defecto, de la acreditación del compromiso de pago a una empresa receptora final del monto correspondiente a las acciones suscritas o al desembolso del préstamo, según sea el caso y siempre que se acredite la existencia de dicha empresa receptora final.

Con respecto a la adquisición de acciones, dicha transferencia se puede llevar a cabo en acciones de primera emisión y/o, mediante la adquisición de acciones o participaciones sociales, de terceros y/o la adquisición de opciones.

La adquisición de opciones reviste una peculiar importancia. Las opciones convertibles no son solamente adecuadas para compañías cíclicas o en entornos económicos de recesión o precios bursátiles bajos. También son muy utilizadas en compañías en crecimiento, o en sectores de innovación intensivos en capital. Esto ocurre por ejemplo cuando el mercado percibe que los proyectos de la compañía no comenzarán a ofrecer beneficios hasta un futuro relativamente lejano (Rodríguez, 2013). Las dinámicas de mercado también motivan la emisión de instrumentos convertibles. Los periodos de alta volatilidad son considerados propicios para el endeudamiento en opciones, ya que permiten valoraciones altas de las opciones en los convertibles. En esos casos los inversores en convertibles perciben que las acciones pueden subir, lo que ofrece niveles muy adecuados para los emisores, con precios de conversión elevados, cupones muy bajos y generalmente sobre suscripción de las emisiones.

²³ Numeral 1.1, Reglamento del Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo – Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas.

Sin perjuicio de lo anterior, recordemos que el contrato que vincula a las partes en las opciones, permite al inversor entregar el dinero sin necesidad de que ambas partes tengan que discutir o negociar en ese momento cuál es la valoración de la empresa tecnológica emergente, pues la conversión en capital se difiere a un momento posterior, que normalmente coincidirá con la siguiente ronda de inversión. Por lo tanto, se produce un círculo virtuoso en la relación contractual, dado que generalmente el dueño o dueños de la idea tecnológica van a tratar de impedir que el acreedor financiero pueda adquirir acciones de su compañía, dado un valor futuro superior contenido en el proyecto. La única manera de impedir que el fondo de inversión adquiera para sí parte de la propiedad del emprendimiento consiste en pagar las cuotas del contrato de opción en los plazos respectivos, permitiendo que las rondas de financiamiento se cumplan sucesivamente.

La nota convertible es una figura con la que los emprendedores en etapas tempranas tecnológicas pueden considerar como instrumento de deuda, ya que permite formalizar inversiones pequeñas de forma sencilla. Así, al utilizar este tipo de contrato, el emprendedor evita la negociación de condiciones específicas como la valoración de su empresa o el otorgamiento de derechos especiales a favor de los inversionistas.

Dentro de sus ventajas, es importante señalar que la emisión y firma de una nota convertible es rápida y su plazo de celebración radica en la demora de la manifestación de voluntades de las partes. Por otro lado, la emisión de acciones es compleja y puede tomar semanas llegar a acuerdo respecto de los términos y condiciones del documento, con altos costos asociados.

Otra ventaja significativa de las notas convertibles es evitar entregarle al inversionista cualquier control sobre el emprendimiento dinámico. Cuando a los inversionistas se les entregan acciones preferenciales, comúnmente estas vienen acompañadas de ciertos derechos de control, incluyendo la posibilidad de nombrar directores y vetos respecto de ciertas acciones corporativas, como la venta de la empresa, o la posibilidad de establecer mediante pactos determinados derechos de arrastre en la compraventa de acciones.

Finalmente, otra ventaja de emitir notas convertibles es la extraordinaria flexibilidad que proveen de filtrar y seleccionar a los inversionistas, y levantar el capital. La razón de porque se utilizan las notas convertibles, en etapa temprana, es porque las negociaciones son mucho más rápidas. Al facilitar el hecho de dar diferentes valores a diferentes inversionistas, esto ayuda a evitar que inversionistas esperen a que otros inviertan (Graham, 2010).

Adicionalmente, los recursos del Fondo no podrán invertirse ni directa ni indirectamente, en empresas en que los aportantes del fondo o los accionistas, directores o ejecutivos de la administradora o las personas naturales o jurídicas relacionadas a todos ellos, tengan con esas empresas, al momento de la inversión, relaciones de propiedad o de acreencia directa o indirecta, en los términos establecidos en el artículo 100 de la Ley N° 18.045²⁴, salvo en aquellos casos en que a solicitud fundamentada del Comité de Vigilancia del Fondo, el comité de capital de riesgo de CORFO, lo apruebe expresamente. Dicha prohibición es coherente con la hipótesis de presentarse un conflicto de interés particular de un accionista y el interés social, resolviendo en favor de este último, en conformidad con la legislación vigente (Alcalde, 2012).

Analisis de alternativas y mejoras:

Entrevistas representantes Fondos de Inversión participantes del FET:

Para lograr un análisis y marco general del instrumento se hace necesario realizar entrevistas a diferentes actores, comprender las diferentes opiniones, puntos de vista, necesidades y carencias. Se realizaron en esta etapa 5 entrevistas que generaron datos cualitativos que nos permitirán hacer una evaluación del FET.

Fondos de Inversión contratantes del FET:

Luis Bermejo, Alaya Capital Partners, Managing Partner.

Cristián Olea, Manutara Ventures, Managing Partner.

José de Jesús López, Devlabs Ventures, Managing Partner.

Pablo Fernández, Endurance Investments, Managing Partner.

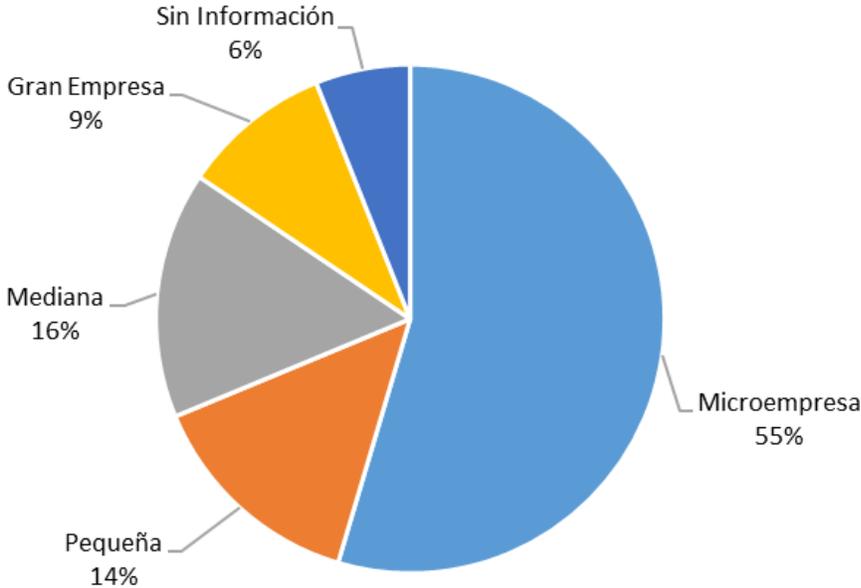
Sebastián Ibañez, Dadneo Investments, Managing Partner.

Los principales insights identificados en cada uno de los entrevistados con respecto a los temas planteados se encuentran en el Anexo.

Adicionalidad del Instrumento:

²⁴ Ley N° 18.045, de 1981, de Mercado de Valores.

En las entrevistas, los representantes de los vehiculos de inversión han señalado que el impacto que incorpora el instrumento al financiamiento de las empresas tecnológicas respecto del tamaño de las compañías en que se invierte es significativo, dado que más de la mitad de los emprendimientos ilustrados califica conforme a su nivel de ventas como microempresa al momento de participar en la primera ronda de inversión, incluyendo a aquellas empresas nóveles que presentan proyecciones de flujos futuros.

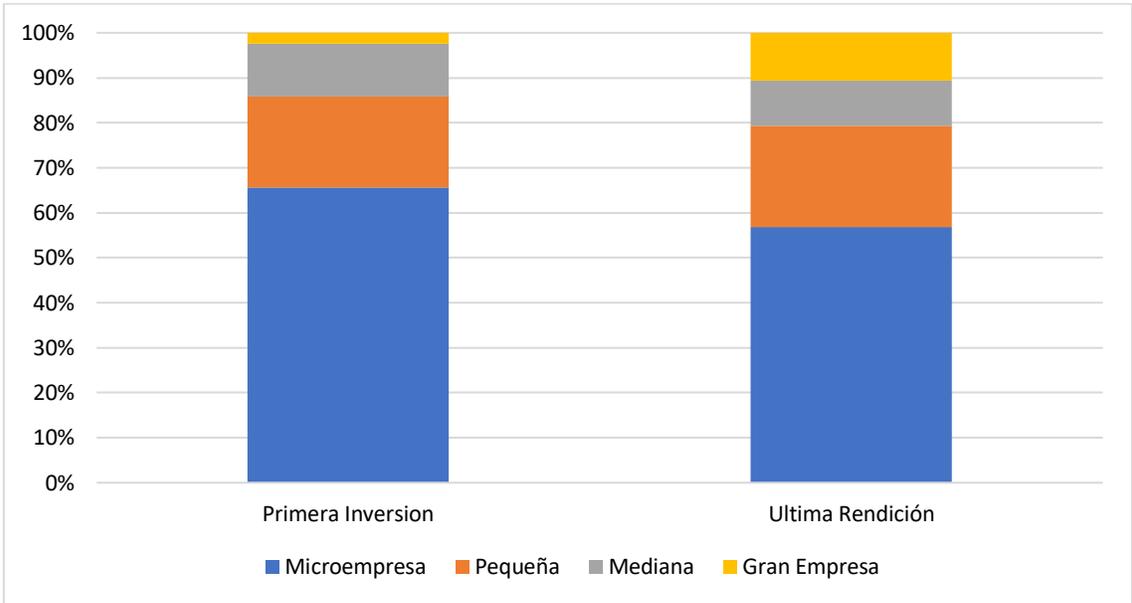


Fuente: Informe Público de Capital de Riesgo CORFO, 2018.

Armonizando lo anterior con la información disponible respecto de las obligaciones de información de las administradoras, la declaración del nivel de ventas de las empresas respecto de la última rendición proporcionada, aumenta porcentualmente en los segmentos de Pequeña y Gran empresa, posterior a los desembolsos con cargo a la línea, respecto de su primera inversión. Dicho impacto vertical de industria concuerda con los ecosistemas comparados que sirven de modelo para las estructuras privadas de aportantes, consistente en la estrategia de financiamiento acelerado. No obstante lo anterior, se sostiene que los periodos que incentivan la colocación de los recursos disponibles son muy cortos, respecto del proceso de

negociación requerido para calificar proyectos adecuados a las capacidades y foco de cada administradora.

Composición de empresas en las que invirtieron los Fondos por tamaño, en la Primera Inversión y en la Última Rendición



Fuente: Informe Público de Capital de Riesgo CORFO, 2018.

En materia de innovación, si bien la definición de empresa tecnológica dada para los efectos del instrumento es omnicomprensiva y amplia, los entrevistados comparten lo ilustrado²⁵ por parte de la encuesta de innovación de CORFO, conforme a la cual, las empresas en las que los fondos han invertido, han desarrollado en el 45% de los casos una forma de innovación y en un 34% una mejora en sus procesos logísticos. Si bien no se dispone en dicha encuesta de información de impacto en patentes y registros de propiedad intelectual, es importante señalar que la creación de nuevos productos o servicios corresponde a

²⁵ Gráfico N° 14 de Informe Público de Capital de Riesgo CORFO, 2018.

un 27 % del total de las empresas, cuya importancia radica en un mercado de exclusividad y de generación de un mayor valor intangible.

Modelo de inversión en el marco del FET:

Según los entrevistados existen modelos particulares que sirven de ilustración para diseñar la constitución de un FIP. Se citan experiencias positivas de éxito de Estados Unidos y de Israel, donde se describe en uno de los entrevistados un modelo particular denominado “tesis de la convergencia”, cuyo contenido consiste en la selección de oportunidades de alta calidad, en el marco de poca competitividad, donde el alineamiento de incentivos se materializa en una coinversión internacional con otros FIP de mayor consolidación internacional.

Si bien el Instrumento trata de incentivar la industria de capital de riesgo, los entrevistados declaran que utilizan modelos comunes de ecosistemas emergentes, donde los fundadores o aportantes privados se involucran activamente en el gobierno consultivo de las decisiones de inversión, favoreciendo la experiencia de los equipos técnicos por sobre expertos del sector financiero local.

Este tipo de modelo resulta consistente con la definición dada por la literatura administrativa²⁶ del “inversionista ángel”, que consiste en aquella persona o entidad con experiencia en los negocios que están interesados en promover la iniciativa empresarial y participar en un negocio, cuya forma de trabajo se establece mediante el aporte de financiamiento en empresas en etapa de formación o consolidación utilizando fondos propios y no de terceros para concretar estas inversiones. Además, normalmente llegan a las empresas en las que invierten a través de contactos directos. Adicionalmente, su decisión de participar se define por los planes de negocio de las nacientes empresas.

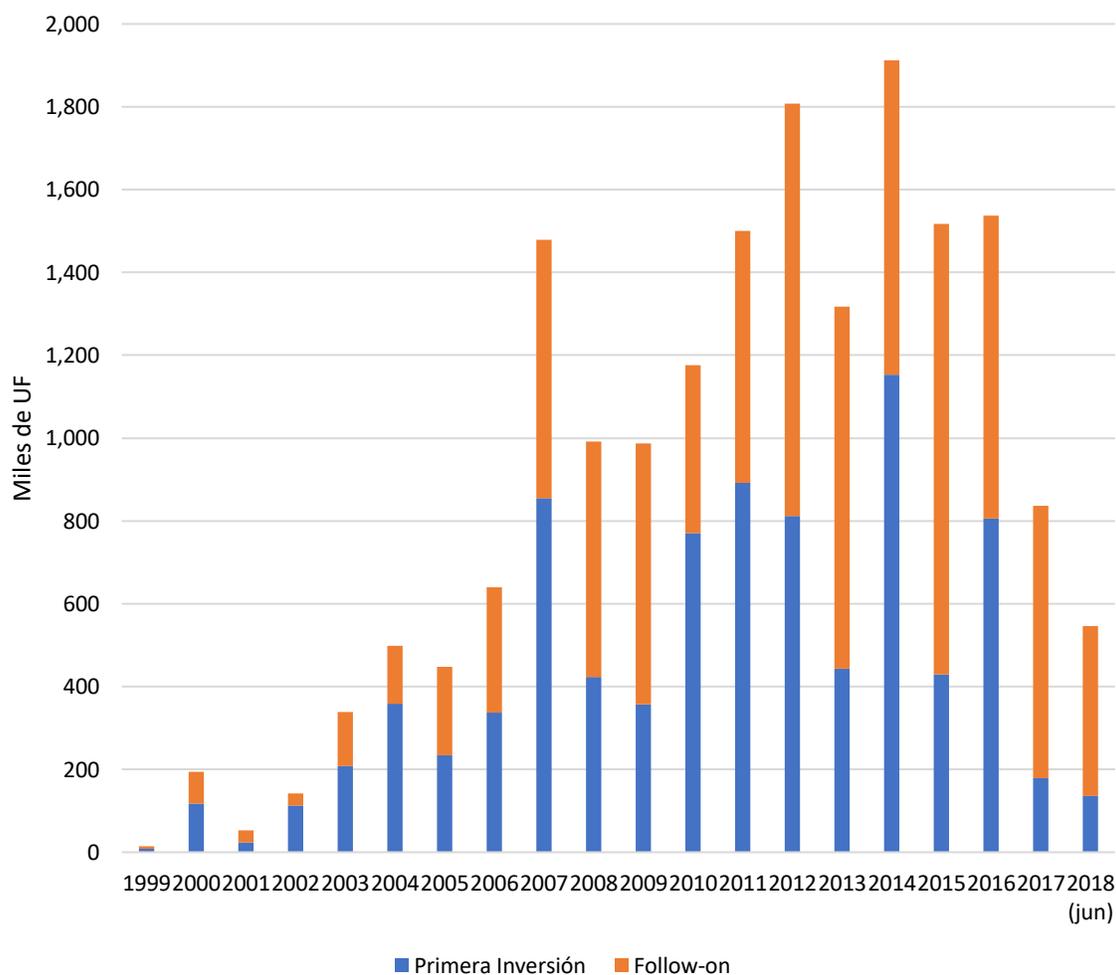
Declaran los entrevistados que el FET los incentivó para invertir en venture capital frente a otras posibilidades radicadas en México, Colombia, Miami o Panamá. Dicha decisión resulta esencial para la toma de decisiones de invertir en Chile, al morigerar el riesgo existente al momento de realizar el levantamiento de capital necesario mediante la relación 3:1 de la línea de crédito.

Con la utilización del instrumento, los entrevistados declaran que realizan rondas de inversiones *Follow On*, consistentes en inversiones que superan los 50.000 dólares en la fase inicial de la compañía. Dichos aumentos de los montos a invertir tienen correspondencia con el impacto de la publicación del FET desde el año 2015,

²⁶ Definición dada por la CMF: Disponible en: <https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-article-27446.html>

respecto de todos los Programas equivalentes que ofrece la CORFO, conforme la preferencia establecida en el siguiente gráfico:

Evolución anual de las inversiones expresadas por Primera Inversión v/s Follow-on (miles de UF) | Programas de Capital de Riesgo – CORFO



Fuente: Informe Público de Capital de Riesgo CORFO, 2018.

Restricciones de uso del FET

Una de las restricciones comunes que declaran los entrevistados consiste en las diferentes exigencias para calificar la elegibilidad de los requisitos de las empresas

autorizadas a financiar en el marco del FET. Los entrevistados señalan que un catálogo taxativo de requisitos copulativos sin flexibilidad no es armónico con el modelo de negocios que se intenta incentivar, dado que las propias empresas locales que son representativas de casos de éxito pueden superar rápidamente el límite de ventas establecido en la normativa. No existiría una correspondencia entre un crecimiento esperado y el incentivo adecuado que otorgue un marco regulatorio más apto.

En el mismo sentido anterior, un entrevistado señaló que los plazos que establece el FET para realizar el financiamiento en la empresa receptora de los recursos es incompatible con el dinamismo contractual de los acuerdos previos para fijar las cláusulas de los instrumentos de inversión. En este orden de ideas, los requisitos de acreditación de las inversiones, en el marco de las facultades de fiscalización de la Contraloría General de la República, no tienen una comunicabilidad con la velocidad que requiere una oportunidad de inversión competitiva. Lo anterior se hace extensivo, de acuerdo a la declaración de dos entrevistados, de la imposibilidad de autorizar financiamientos de deuda atípicos, pero comunes en este tipo de vehículos de inversión, correspondientes a los “Simple Agreement for Future Equity” o S.A.F.E., cuyo objeto consiste en simplificar los acuerdos entre inversionistas y emprendedores que tienen dificultades a la hora de determinar cuál es la valoración presente de la compañía, permitiéndoles definir el valor de manera determinable y no determinado. La certeza jurídica administrativa en materia de rendición de cuentas y la libertad contractual por parte de los administrados resulta incompatible con este tipo de contratos.

Otro de los elementos que de forma unánime señalan los entrevistados como una barrera de entrada del FET, consiste en que la garantía que se le exige a la administradora corresponda a un contrato accesorio respecto de lo adeudado y no de lo autorizado por parte de CORFO. El bien jurídico protegido o tutelado por parte del porcentaje sobre el cual recae la boleta de garantía debiera considerar la restricción previa de la estructura de aportantes privados como un costo asociado a la posibilidad de postular y participar en el FET.

Incentivos

Los entrevistados señalan que una manera de incentivar adecuadamente los diferentes instrumentos que se ofrecen en materia de capital de riesgo por parte de CORFO, radican en las tasas de interés de sus líneas de crédito, dado que en otras líneas de crédito con distintos objetivos (Programa FT de CORFO), la tasa de interés a cobrar es más conveniente, considerando que la demanda por este tipo de instrumentos sigue siendo baja en Chile.

El aspecto más relevante y donde todos los entrevistados coinciden, radica en que la internacionalización de las empresas debiera ser consistente con los modelos de negocio que se establecen en la costumbre comercial de carácter internacional. La negociación compleja que involucra una reinversión local requiere comprender que el poder de negociación de la empresa chilena puede ser generalmente menor que la de su matriz, por lo que la incorporación de cláusulas de autorización por parte de CORFO, quien no es parte del contrato, puede resultar muy costoso en términos de la transacción propuesta.

De acuerdo a la literatura especializada (Estay, López, (2015), citando a Villarroel (2005)) se puede entender a la internacionalización como una estrategia corporativa de crecimiento por diversificación geográfica internacional, a través de un proceso evolutivo y dinámico a largo plazo que afecta la estructura organizativa de la empresa, con un compromiso e implicación creciente de sus recursos y capacidades con el entorno internacional, basado en un conocimiento aumentativo.

En esta definición se pueden identificar dos elementos transversales: en primer lugar, contemplan la internacionalización como un proceso dinámico, compuesto de etapas, en el que confluyen recursos y decisiones, y en segundo lugar, que existen variedades de fórmulas o métodos de actuar. Una mayor flexibilidad por parte del FET al momento de otorgar un marco de gobierno corporativo autónomo en las empresas que indirectamente invierten con cargo a la línea, puede contribuir respecto del último elemento de la definición.

Conclusiones y propuestas de mejora:

El FET es un instrumento de política pública que permite satisfacer una incipiente demanda de financiamiento de las empresas de base tecnológica en Chile, mediante la modalidad de un vehículo de inversión, cuyo deudor consiste en un patrimonio de afectación. La modalidad de línea de crédito resulta un elemento que es capaz de morigerar el riesgo de los aportantes privados que tienen por objeto diversificar la política contenida en los reglamentos internos de los fondos de inversión.

El acuerdo público privado representa una serie de desafíos que deben armonizar el derecho administrativo vigente en materia de acreditación de la deuda con figuras contractuales innominadas en la legislación chilena. El tratamiento subsidiario de la rendición de gastos puede resultar incompatible con la oferta de deuda pública. En ese sentido, es valioso otorgar certeza jurídica a los administrados mediante un procedimiento de cierre de liquidación de inversiones calificadas por un tercero.

La armonía que existe entre las restricciones legales que determinan el ámbito de acción de CORFO con la legislación común permiten ir adaptando los incentivos tributarios y contractuales de los vehículos de inversión, alineando los intereses del legislador, con los de la administración gubernamental de turno.

Las modalidades de inversión en las empresas elegibles reconocen la propiedad y la deuda pero no logran sistematizar bien la negociación de emisiones determinadas y no determinables por parte de los contratantes. CORFO, al no ser parte directa en la figura contractual, incorpora exigencias mediante la regulación convencional de los reglamentos internos de los fondos elegibles que hacen difícil armonizar la velocidad de los costos de oportunidad de los contratos que se pueden celebrar por parte de los fondos de inversión.

No obstante lo anterior, el instrumento es capaz de coordinar y movilizar una cantidad importante de recursos que permiten acelerar el desarrollo de las empresas de base tecnológica, por lo que una mayor flexibilidad puede permitir que los niveles de crecimiento resulten estratégicamente más eficientes. La definición de lo que se comprende como empresa de tecnología puede ser más acotada y específica, lo que puede permitir como desafío armonizar de una mejor manera los resultados cualitativos esperables.

Como una propuesta de mejora, CORFO debería diseñar e implementar mecanismos focalizados de contribución al aprendizaje de capacidades de escalamiento rápido de emprendimientos. Esto permitiría incentivar la co-inversión de fondos extranjeros experimentados en empresas financiadas por fondos locales, reconociendo la necesidad de salida que tienen las empresas de esta naturaleza. La internacionalización estratégica se puede constituir mediante la incorporación de diseños contractuales flexibles en los reglamentos internos de los fondos de inversión, dada la flexibilidad de negociación existente para los aportantes privados de acordar su contenido.

CORFO también debería incorporar métricas de objetivos para administrar con mayor eficacia el impacto del FET. La revisión de los incentivos temporales de las rondas de inversión, junto con el criterio de garantía exigida para participar en el programa pueden obedecer a un análisis dado por la experiencia de 5 años de gestión de los recursos por parte de los destinatarios, cuyos precedentes manifiestan de manera general la necesidad de establecer exigencias menos estrictas.

Bibliografía

Fuentes consultadas:

- CALDERON TORRES, PABLO. (2002). Mercado de Capitales una mirada en retrospectiva. Centro de Estudios Tributarios. Santiago: Universidad de Chile.
- TORRES ZAGAL, OSCAR. (2013). Derecho de Sociedades. Editorial Thomson Reuters, Santiago.
- RODRIGUEZ MONROY, CARLOS. (2013). Los instrumentos convertibles en acciones para la financiación empresarial en un entorno económico de restricción del crédito bancario. Universidad Politécnica de Madrid, Madrid.
- ALCALDE RODRIGUEZ, ENRIQUE. (2012). La Sociedad Anónima, Autonomía Privada Interés Social y Conflictos de Interés. Editorial Jurídica de Chile, Santiago.
- GRAHAM, PAUL (2010). Disponible en : <http://paulgraham.com/hiresfund.html>
- PROGRAMA FET CORFO: Disponible en https://www.corfo.cl/sites/cpp/convocatorias/fondo_etapas_tempranas_tecnologicas_perfil_administradoras
- CONTRERAS CAMUS, LUIS EMILIO (2016). estudio de los fondos de inversión privado en chile. Universidad Técnica Federico Santa María, Santiago.
- ZAPATA HUAMANÍ, GUILLERMO (2014) el emprendimiento de base tecnológica; características diferenciales. España.
- RUANO MARRÓN, LUIS ALBERTO (2018) venture capital y su valor añadido a los emprendedores: modelo de análisis. Universidad de la Rioja. España.
- Presentación ACAFI 2010, Disponible en: <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2020/02/anuario-acafi-2010-vfinal.pdf>
- GUZMÁN ALCALDE, MARÍA MAGDALENA (2018). Estudio de Ecosistemas de Emprendimiento e Innovación Nacional e Internacional con énfasis en la Industria de Capital de Riesgo y su relación con los Family Office. Universidad Católica de Chile, Santiago.
- ILLANES ZAÑARTU, LUIS FELIPE (2017). Caracterización del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas en chile. Universidad de Chile, Santiago.
- ROBLES ROJO, SEBASTIÁN ANDRÉS (2017). Análisis de los problemas que enfrentan las pymes al acceder a financiamiento privado y los factores que lo facilitan. Universidad de Chile, Santiago.

- CHAHUAN, FRANCISCO (2018). Análisis General Mercado de Fondo Privados para viabilizar una nueva Bolsa de Valores Pymes. Minuta parlamentaria.
- PALLAVICINI MAGNÈRE, JULIO (2016). El principio de legalidad del gasto público en materia financiera. Universidad Diego Portales, Santiago.
- MARTÍNEZ RETAMAL, IGNACIO (2017). Formas de Internacionalización de Grandes Empresas Chilenas. Universidad Federico Santa maría. Santiago.
- ESTAY, CAROLINA y LÓPEZ, RODRIGO (2015). Estudio exploratorio acerca de la Internacionalización de las actividades de la cadena de valor, el caso Chileno. Universidad Federico Santa maría. Santiago.
- INFORME PUBLICO CAPITAL DE RIESGO CORFO (2018). Disponible en: <https://www.corfo.cl/sites/cpp/movil/informespublicos>.
- CARACTERIZACIÓN DE LOS EMPRENDIMIENTOS Y EMPRESAS DE BASE CIENTÍFICA TECNOLÓGICA EN CHILE (2015). Disponible en: https://www.minciencia.gob.cl/sites/default/files/20200310_informe_final_eb_ct.pdf
- INFORME DE RESULTADOS, EL MICROEMPREENDEDOR EN CHILE. (2015). Disponible en: <https://www.economia.gob.cl/wp-content/uploads/2016/02/Informe-de-resultados-el-microemprendedor-en-Chile.pdf>
- UN DIAGNÓSTICO DEL CAPITAL DE RIESGO EN CHILE. (2002). Disponible en: https://www.svs.cl/portal/principal/605/articulos-13944_Diagnostico_del_Capital_de_Riesgo.pdf
- GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR REPORTE NACIONAL DE CHILE (2014). Disponible en: <https://negocios.udd.cl/gemchile/files/2015/05/REPORTE-GEM-NACIONAL-2014.pdf>
- LAGOS TORRES, ALEJANDRO (2020). El vilipendiado “principio de subsidiariedad en Chile”. Antología de malentendidos. Universidad del Desarrollo, Concepción.
- MUNITA IRARRÁZAVAL, MARÍA MAGDALENA (2019). Fondos de inversión como sujetos obligados a reconocer rentas pasivas en Chile: aplicación práctica. Universidad Diego Portales, Santiago.
- FAÚNDEZ-SÁNCHEZ, EDUARDO (2016). Propuesta de reinterpretación y extensión del principio de subsidiariedad económica hacia la cooperación público-privada en Chile. Disponible en: https://www.researchgate.net/publication/306050483_propuesta_de_reinterpretacion_y_extension_del_principio_de_subsidiariedad_economica_hacia_la_cooperacion_publico-privada_en_chile.

ANEXOS DE ENTREVISTAS.

ENTREVISTA DE FECHA 6 DE NOVIEMBRE DE 2020.

1. Nombre, institución, cargo y a qué se dedica este FIP.

Jose De Jesus Lopez, Gerente General de Administradora Devlabs Ventures S.A., Gerente del Fondo de Inversion Privado Chile Outlier Seed Fund I. El FIP se dedica a invertir en startups de etapas tempranas de software que estan resolviendo problemas grandes en mercados grandes como finanzas, agricultura, educacion, salud.

2. ¿Existe algún modelo de inversión en que se inspiren?

Usamos el modelo comun en ecosistemas emergentes y el “estilo california” de donde provienen el equipo detras de Devlabs. Quire decir que somos Founder Friendly, al lado de los fundadores, ligeros en el ritmo de inversiones segun el crecimiento del startup (no esperar rondas formales cada 18 meses), y nuestra vista viene de personas que han operado startups en su pasado - no personas de la banca, MBAs o abogados.

3. ¿Invierten en Venture Capital, desde cuando?, ¿los incentivó el instrumento FET a hacerlo?

Hemos invertido como angeles desde 2010. Devlabs empieza en 2014. El FET nos incentivo a establecer nuestro fondo para LatAm en Chile en lugar de Mexico, Colombia, Miami, o Panama.

4. ¿Existe algún requisito de la operatoria del FET que genere una restricción a las actividades del FIP?

Si. Corfo no permite el instrumento SAFE (Simple Agreement for Future Equity), que es el instrumento comun en todos los ecosistemas de startups. Require un proceso adicional de educacion al startup y confianza. Hemos perdido inversiones por esta restricción.

5. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con capital?

En etapas tempranas, como es costumbre global de startups, se invierte con

Nota Convertible, que legalmente es deuda, hasta valorizaciones de 12MM USD approx.

6. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con instrumentos de deuda?

Hay mucha variación dependiendo de la industria, modelo de negocio, tracción del startup, y co-inversionistas en la ronda. La inversión típica es vía Mutuo Convertible usando instrumentos estándares publicados por ACAFI. La inversión inicial es entre 50.000 a 100.000 USD y pueden haber follow-ons hasta 500.000 en total del FIP a una startup. Hay un límite de valorización ("cap") de 100 veces las ventas mensuales recurrentes, approx. Se busca una conversión a equity cuando el startup levante su Serie A de millones de dólares.

7. ¿Que brechas crees que existen para que los FIP postulen al Programa FET?

Desmitificación del programa de los criterios que se busca para aprobación. Y el proceso, vía ejemplos, casos de estudio, y borradores de los convenios, acreditaciones, y reportes necesarios mensuales, tri-mestrales y anuales. Solo sabemos la verdad del programa porque estamos adentro de él por años, pero no se habla o entiende bien antes de entrar.

8. ¿Qué tipo de incentivos o modificaciones del Programa promoverían mejor los incentivos del FET?

Bajar la tasa de interés de la línea de crédito a la Administradora de 5% a menos. Varios FETs hacen un FT, que son 2%, solo por ese término. Como estamos en Pre-semilla, estaremos acumulando interés en 50-70% de las startups de nuestro portafolio que se van a morir o solo regresar 1-2X por 5-10 años.

ENTREVISTA DE FECHA 4 DE NOVIEMBRE DE 2020.

1. Nombre, institución, cargo y a qué se dedica este FIP.

Pablo Fernandez

Endurance Investments S.A

Gerente FIP Alerce

El FIP Alerce es un fondo de etapas tempranas, con foco en startups con base tecnológicas en el mercado B2B que desarrollen soluciones para industrias con conexión con Chile. En particular hemos invertido en agtech, foodtech, dispositivos médicos, salud animal, retail y smartcities.

2. ¿Existe algún modelo de inversión en que se inspiren?

Si bien varios fondos nos sirven de inspiración, no hay un modelo en particular que nos guíe. Esto porque los contextos (Latam y Chile) y los orígenes (CORFO) nos obligan a crear un modelo “particular”

3. ¿Invierten en Venture Capital, desde cuando?, ¿los incentivó el instrumento FET a hacerlo?

El fondo partió el 2016. Efectivamente el instrumento FET fue uno de los incentivos a considerar, en particular, pensando que era el primer fondo de Endurance.

4. ¿Existe algún requisito de la operatoria del FET que genere una restricción a las actividades del FIP?

Si. El principal es la limitación a invertir fuera de Chile.

5. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con capital?

No entiendo la pregunta. Los términos que se acuerdan son los estándares de la industria, incorporando las exigencias del programa FET. (Se aclara el contenido mediante vía telefónica, señalando que es el requisito convencional de pactos de accionistas del Reglamento).

6. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con instrumentos de deuda?

No entiendo la pregunta. (Se aclara el contenido vía telefónica, señalando que los términos que se acuerdan son los estándares de la industria, incorporando las exigencias del programa FET. La decisión si es deuda convertible o capital varia según el momento particular de la compañía (y si hay un lead investor).

7. ¿Que brechas crees que existen para que los FIP postulen al Programa FET?

Creo que la brecha principal es el limitación a invertir fuera. Pensando que el VC es un negocio global, forzar a las empresas a tener operaciones en Chile puede ser un costo excesivo para una etapa temprana. Además las mejores empresas suelen tener varios posibles inversionistas, por lo que si los fondos chilenos están mas limitados o tienen mas burocracia tendrán menos posibilidad de entrar en estos deals.

8. ¿Qué tipo de incentivos o modificaciones del Programa promoverían mejor los incentivos del FET?

Creo que lo principal es entregar mayor flexibilidad al momento de invertir. En particular lo referido a empresas fuera de Chile.

ENTREVISTA DE FECHA 4 DE NOVIEMBRE DE 2020.

1. Nombre, institución, cargo y a qué se dedica este FIP.

Nombre: Sebastián Ibáñez

Cargo: Gerente Inversiones

Foco FIP: Inversión en emprendimientos dinámicos en etapa temprana y de escalamiento que solucionen problemas reales mediante el uso innovador de tecnologías disruptivas.

2. ¿Existe algún modelo de inversión en que se inspiren?

Modelo en rondas de follow-on secuenciales, máximo 20% de la empresa por ronda, montos desde US\$300k hasta US\$3MM en total. Instrumento más usado, mutuo convertible primera ronda, equity posteriores. Siempre se convierte por acciones preferentes.

3. ¿Invierten en Venture Capital, desde cuando?, ¿los incentivó el instrumento FET a hacerlo?

2011, Dadneo partió como una gestora de capital en etapa temprana con una red de inversionistas ángeles que evolucionó a rondas más grandes gracias al lanzamiento del Fondo Vulcano que usa la línea FET.

4. ¿Existe algún requisito de la operatoria del FET que genere una restricción a las actividades del FIP?

Hay veces que emprendimientos muy atractivos crecen rápido y quedan fuera por límite facturación muy rápido, este límite puede flexibilizarse que es en parte lo que se hizo con el aumento a 10.000 UF.

5. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con capital?

Para equity directo se usan acciones preferentes convertibles. Términos incluyen generalmente asiento en directorio, y cláusulas mínimas como preferencia de liquidación (1x), derecho arrastre + acompañamiento y provisiones de protección. Se toma máximo 20% por ronda por compañía y no más de un 49% total (3 rondas seguidas del 20% diluidas).

6. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con instrumentos de deuda?

Además de los aspectos legales obligatorios, se usa caducidad máxima, condiciones de conversión (automática y voluntaria), nación más favorecida, anti-dilución y cláusulas de protección al inversionista. Todas las notas tienen cap de valorización preferentemente post-money y algunas descuento sobre precio por acción pagado en siguiente ronda. Se establecen también cláusulas mínimas al momento de la conversión.

7. ¿Que brechas crees que existen para que los FIP postulen al Programa FET?

Principalmente regulatorias y técnicas. Las primeras porque la Administradora no entiende bien el marco regulatorio y la segunda porque se hace un mal planteamiento del fondo que no resulta atractivo para CORFO o LPs.

8. ¿Qué tipo de incentivos o modificaciones del Programa promoverían mejor los incentivos del FET?

Mayor flexibilidad con respecto a las restricciones para inversión (principalmente facturación en caso de emprendimientos que logran facturación alta muy rápido) y de inversión/conversión en el extranjero.

ENTREVISTA DE FECHA 6 DE NOVIEMBRE DE 2020.

1. Nombre, institución, cargo y a qué se dedica este FIP.

Luis Bermejo, Alaya Capital Partners, Managing Partner

Nuestro FIP se dedica a la inversión en emprendimientos de base tecnológica en etapas tempranas con el objetivo de apoyar su crecimiento y producir un alto **impacto en la generación de capital económico y social.**

2. ¿Existe algún modelo de inversión en que se inspiren?

Nos inspiramos de algunos fondos de Venture Capital de USA y en segundo lugar grande fondos de latam como por ejemplo Kazsek.

3. ¿Invierten en Venture Capital, desde cuando?, ¿los incentivó el instrumento FET a hacerlo?

Invertimos en VC desde hace casi 10 años y estamos en proceso de inversión de nuestro segundo fondo. El instrumento FET fue un importante incentivo para facilitar el armado de un fondo de tamaño relevante para poder funcionar. Principalmente el instrumento FET incentiva a los aportantes reduciendo un poco el alto riesgo que presenta esta clase de activo.

Adicionalmente el subsidio a la operación representa un elemento fundamental para mejorar las posibilidades de desarrollo de todo el fondo y las empresas del portafolio.

4. ¿Existe algún requisito de la operatoria del FET que genere una restricción a las actividades del FIP?

Los requisitos que generan algunas restricciones a las actividades están dados principalmente por la necesidad de invertir en empresas con facturación menor a UF 10mil (antes UF 5mil), si bien se modificó recientemente ampliando al doble ese límite, sigue presentando una restricción porque hay muchas líneas de apoyo (muchas veces “equity free”) que aportan fondos en la primera etapa y cuando los emprendimientos vuelven a necesitar dinero ya están facturando por encima de los límites FET.

5. ¿Qué términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con capital?

Debemos acordar los términos clásicos de cualquier acuerdo de inversión: mayorías especiales para algunas decisiones, derechos de información, participación en directorios, derechos de seguimiento, arrastre, liquidación preferente, derechos de preferencia, ...

6. ¿Qué términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con instrumentos de deuda?

Principalmente se debe acordar el CAP, tasa de interés, plazo y condiciones de conversión en capital. Además solemos incluir la obligación futura de acordar un pacto de accionistas que contengan los términos clásicos mencionados en el punto anterior.

7. ¿Qué brechas crees que existen para que los FIP postulen al Programa FET?

Principalmente el límite de las UF 10mil y la restricción de no poder invertir en empresas extranjeras (aunque sea aumentando el tamaño del fondo con capital privado)

8. ¿Qué tipo de incentivos o modificaciones del Programa promoverían mejor los incentivos del FET?

Además de las mencionadas anteriormente sería ideal que las líneas pudieran actuar como un Fondo de Fondos ... es decir que su apoyo sea más similar a un LP con equity y no deuda.

ENTREVISTA DE FECHA 6 DE NOVIEMBRE DE 2020.

1. Nombre, institución, cargo y a qué se dedica este FIP.

Cristian Olea Managing Partner en Manutara Ventures. Este FIP se dedica a la inversión y aceleración de startups tecnológicas con altas capacidades de crecimiento y expansión. Como fondo estamos en la categoría de Venture Capital en Etapas Tempranas y el foco de nuestras inversiones se encuentra en startups que puedan escalar internacionalmente.

2. ¿Existe algún modelo de inversión en que se inspiren?

Sí, en el modelo de inversión que ha instaurado gran parte de los fondos en Israel, modelo que hemos bautizado “Tesis de convergencia” en el que seleccionamos oportunidades de alta calidad en un escenario de poca competencia para converger bajo un formato de coinversión con actores de mercados desarrollados, alineándonos en una ruta de exit liderada por fondos con amplia trayectoria en dichos mercados.

3. ¿Invierten en Venture Capital, desde cuándo?, ¿los incentivó el instrumento FET a hacerlo?

Sí, desde el segundo semestre de 2017. Si bien como equipo teníamos la idea e interés por este rubro previo al conocimiento del instrumento FET, este fue de gran ayuda a la hora de concretar el proyecto y levantar el capital para el fondo.

4. ¿Existe algún requisito de la operatoria del FET que genere una restricción a las actividades del FIP?

En primer lugar el proceso de desembolsos implica en si una demora en tiempos de inversión por requerirse ciertos antecedentes, presentación, y auditoría de aportes al fondo, los cuales en promedio impactan en 3 a 4 semanas más en comparación a un fondo que no contara con recursos Corfo.

En segundo lugar, los límites de venta y antigüedad también han imposibilitado la inversión en interesantes startups, todas las cuales estaban en una etapa temprana, pero ya sea por antigüedad (Ej. Empresa había facturado una asesoría antes de realmente comenzar el negocio principal, quedando fuera por fechas), o por ventas (Ej. Empresa había facturado

desde la matriz a la filial un aporte de capital, y este se contabilizó como facturación quedando fuera de los parámetros del programa)

Finalmente, y luego de la autorización o mayor holgura en la posibilidad de invertir en startups extranjeras se podría decir que en el sentido se resolvió este problema.

5. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con capital?

Principales términos son:

- Valorización: analizar si es conveniente el capital solicitado respecto al equity entregado, de no ser el caso se dialoga para lograr el óptimo para ambas partes.
- Puesto en el directorio: esto con el fin de poder formar parte activa del proceso de planificación y aceleración de la compañía invertida. Al ser Venture Capital existe mayor libertad por parte de las startups para tomar las decisiones que encuentran convenientes, sin embargo, nos gusta contribuir en este proceso dado que los rrhh y capital no sobran y muchas veces los emprendedores de distintas áreas se encuentran con los mismos problemas los cuales no suelen ser su área de expertise. En este sentido es una exigencia el puesto en el directorio.
- Toma de Control en casos especiales de contingencia.
- Responsabilidad de informar en todo momento: Reuniones mensuales para actualizar situación y ver métricas.
- Condiciones para el pago o aporte de capital

6. ¿Que términos son los que deben acordar con las empresas elegibles del Programa FET a la hora de aportar con instrumentos de deuda?

- Mutuo y Condiciones para el desembolso
- Interés & Plazo
- Pago / Pago anticipado
- Capitalización de Intereses / Capitalización del Mutuo
- Termino anticipado del Contrato

7. ¿Que brechas crees que existen para que los FIP postulen al Programa FET?

Algunas de las brecha que se observan al día de hoy:

- Necesidad de estar acogido a la CMF y UAF: Esto conlleva una sobrecarga de trabajo que usualmente los FIP de esta naturaleza y tamaño no tienen.
- Condiciones Actuales de los FIP: Dada la legislación actual y los requisitos para constiuir un FIP, es difícil conseguir las proporciones y cantidades de aportantes para un fondo de este tipo.
- Boleta de Garantía: Este es un costo importante al momento de postular al programa, sobre todo para fondos más pequeños y donde dichos fondos comienzan por varios meses invirtiendo en el arduo y lento proceso de levantamiento de capital.
- Las condiciones de deuda e intereses del programa: Pese a que varios inversionistas valoran la capacidad de apalancamiento del fondo con Corfo, para otros esto constituye un pasivo y fuente de preocupación.

8. ¿Qué tipo de incentivos o modificaciones del Programa promoverían mejor los incentivos del FET?

Los incentivos deberían ir puestos en poder generar mejores casos de éxito de manera que esto retroalimente el ecosistema. Con mejores empresas y mejores emprendedores, también mejorarán los fondos, inversionistas y otros casos se irán sumando.

Modificaría el programa para cambiar el concepto de apalancamiento a través de deuda del programa por un modelo de “inversionistas institucional” o “Fondo de Fondos”, Con esto se promovería aún más la creación de este tipo de instrumento (al igual que sucedió en Mexico) y tendríamos más actores impulsando el emprendimiento en Chile y la región.