

PROPUESTAS PARA DEMOCRATIZAR EL ACCESO A FINANCIAMIENTO A EMPRENDEDORES

EL FINANCIAMIENTO DEL EMPRENDIMIENTO COMO MOTOR DE DESARROLLO

Las *startups* generan importantes efectos positivos en la economía. Entre otras cosas, potencian el emprendimiento y la competitividad, fomentan la captura de talentos, modernizan la matriz productiva y generan empleos. De acuerdo a estudios de Oxford Economics, por cada dólar que se invierte en *startups*, el impacto en la economía es de siete dólares. El desarrollo y éxito de un emprendimiento genera movilidad social, aumenta la calidad de vida, amplía el acceso a bienes y servicios (normalmente a un menor costo), etc. La ausencia de emprendimientos, por el contrario, priva a una economía de todos esos efectos positivos.

En Chile, con el apoyo del Estado (CORFO, Start-up Chile, etc.) se ha fomentado el desarrollo de incubadoras, aceleradoras y redes de inversionistas ángeles para financiar *startups* en etapas tempranas, pero sigue siendo difícil levantar recursos para etapas posteriores de crecimiento. En definitiva, nuestro país presenta un buen desempeño financiando *startups* a nivel de capital semilla, pero las fuentes de financiamiento tienden a agotarse en las fases siguientes (es decir, en etapas en que se requiere financiamiento por sobre US\$1 millón).

Como consecuencia de lo anterior, muchas *startups* que podrían ser exitosas terminan fracasando, o bien, estableciendo sus matrices fuera de Chile, privando al país de los beneficios que generarían si es que estuvieran radicadas en el ámbito local (e.g. Cornershop, The Not Company).

Impulsar esta industria es clave en el camino de Chile hacia el desarrollo. Para lograrlo, no se requiere de nuevos subsidios o de recursos públicos adicionales. Basta con introducir cambios regulatorios que permitan corregir estas fallas en el mercado, facilitando el ingreso de nuevos actores en él, como los inversionistas institucionales (sobre todo, fondos de pensiones), los *family offices* y las grandes empresas (como aportantes de fondos de inversión de capital de riesgo o a través del *Corporate Venture Capital*). Sólo con medidas potentes enfocadas en permitir o fomentar la participación de estos actores, se puede lograr democratizar el acceso a financiamiento por parte de emprendedores (financiamiento que, hoy por hoy, bancos y actores tradicionales no suelen proporcionar).

La evidencia internacional sugiere que, en todos los países en que el *Venture Capital* ha crecido exponencialmente, este crecimiento se ha debido en gran medida al rol de los inversionistas institucionales (incluyendo fondos de pensiones) invirtiendo en este tipo de activos. En México, con la entrada de los Fondos de Pensiones Mexicanos (Afores) la industria del *Venture Capital* experimentó un gran crecimiento, el número de fondos se multiplicó por 5 y el monto transado aumentó más del doble. En Estados Unidos, en 1979 se permitió que los Fondos de Pensiones invirtieran en *Venture Capital*, lo que impulsó el auge de Silicon Valley y, en gran medida, condujo a esta industria a su éxito y desarrollo actual. En cifras, la inversión en nuevos fondos de *Venture Capital*, que alcanzaba aproximadamente los US\$200 millones en 1978, llegó a los US\$3.000 millones en 1988.

Que los fondos de pensiones puedan invertir en nuevas industrias también genera efectos positivos en la rentabilidad de sus instrumentos de ahorro. Por ejemplo, respecto de los activos alternativos, un estudio de la Superintendencia de Pensiones estimó que si los fondos de pensiones invierten en el largo plazo un 10% de su valor en activos alternativos, y tales inversiones rentan en promedio 4 puntos porcentuales adicionales al retorno de los activos tradicionales que se sustituyen, la rentabilidad promedio de los fondos podría aumentar en el largo plazo en un 0,4%. Adicionalmente, si 1% extra de rentabilidad aumenta las pensiones en cerca de un 25%, las pensiones podrían aumentar en el largo plazo en un 10%. En cuanto al rendimiento de las inversiones en *Venture Capital*, un estudio de Cambridge Associates calculó rentabilidades anuales cercanas al 10% para fondos de esta industria en Estados Unidos durante el año 2017.

La Asociación Chilena de Venture Capital propone promover la inversión en *startups* a través de las siguientes cuatro medidas concretas:

(I) Que inversionistas institucionales puedan invertir en fondos de inversión privados locales, sin las restricciones vigentes. En otras palabras, transitar desde el actual esquema intensivo en aportes públicos (hoy en un 63,5%) a uno en que se potencie la inversión privada, permitiendo que fondos de pensiones, entre otros inversionistas institucionales, sean liberados de restricciones regulatorias y tengan los incentivos para invertir en capital de riesgo.

Desde la entrada en vigencia del nuevo régimen de inversión para fondos de pensiones, en noviembre de 2017, éstos pueden invertir en activos alternativos, lo que recoge la posibilidad de invertir en toda clase de vehículos extranjeros (incluyéndose expresamente a las *limited partnerships*, *limited liability companies* y otros vehículos equivalentes).

A nivel local, por el contrario, el referido régimen de inversión ha restringido la inversión en activos alternativos a cierto tipo de sociedades, sin permitir la inversión en fondos de inversión privados nacionales, lo que no es consistente con la flexibilidad existente para instrumentos extranjeros.

Un interesante antecedente respecto a la inversión de fondos de pensiones en capital de riesgo es el mexicano. Actualmente, los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs), son el instrumento que permite a las Afores (fondos de pensiones mexicanos) invertir en fondos de capital privado en México. Las Afores están reguladas por la CONSAR (Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro) la cual impone una estricta regulación sobre el tipo de inversiones que éstas pueden llevar a cabo. Una de dichas restricciones impide a las Afores invertir directamente en la estructura tradicional de fondos de capital privado (en que los inversionistas no participan en la toma de decisiones, recayendo ésta en el administrador del fondo). Ante esta restricción, se desarrollaron los CKDs en México, los cuales buscan crear una estructura similar a un fondo pero cumpliendo con la regulación de la CONSAR. En vez de ser vehículos privados, los CKDs cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores cumpliendo con todas las regulaciones que aplican a cualquier otro instrumento emitido en la Bolsa, ya sea de deuda o capital. De esta forma se genera transparencia sobre el CKD y se garantiza el correcto manejo de los recursos invertidos por las Afores. Además, las Afores participan en el proceso de decisión de las inversiones de los CKDs.

(II) Modificaciones a la Ley I+D. La Ley I+D establece actualmente un incentivo tributario para la inversión en I+D que permite a empresas rebajar vía impuesto de primera categoría el 35% de los recursos destinados a actividades de I+D realizados directamente por ellas o mediante la contratación de Centros de I+D especializados, pudiendo el 65% restante ser considerado como gasto necesario para producir la renta, independiente del giro de la empresa. El tope máximo anual del crédito tributario (35%) al que las empresas pueden acceder corresponde a 15.000 UTM (poco más de US\$1 millón). Posibles mejoras son:

(a) Inversión en *startups* e incentivo al *Corporate Venture Capital*.

Otorgamiento de un beneficio tributario similar al que actualmente existe en la Ley I+D, a las empresas que inviertan en *Venture Capital*. Este beneficio consistiría en un crédito en contra del impuesto de primera categoría, equivalente al 35% de los desembolsos correspondientes a inversiones de capital en *startups* que cumplan ciertos requisitos. Adicionalmente se propone, siguiendo la lógica de la Ley I+D, que el monto no constitutivo de crédito pueda ser deducido como gasto, pudiendo arrastrarse su deducción por un total de hasta 10 ejercicios comerciales consecutivos.

En definitiva, la idea es que las grandes empresas tengan el mismo incentivo cuando invierten en un emprendimiento con alto grado de I+D, pero externo a su compañía (una *startup*)

como cuando desarrollen internamente una tecnología o la contraten con centros de I+D especializados.

(b) Beneficio tributario para titulares de startups que vendan sus compañías.

Actualmente, los emprendedores que venden sus compañías están sujetos a impuestos sin beneficios. Se requiere entonces emparejar la cancha respecto a los beneficios que se dan en otro tipo de transacciones (como es el caso de las ventas de acciones con alta presencia bursátil, cuyas ganancias de capital están exentas de tributación) y los beneficios que se podrían otorgar a quienes enajenen su participación en *startups*.

(c) Ampliar tope de crédito tributario I+D.

Sugerimos también ampliar el tope actual del monto del crédito a que tiene derecho el contribuyente, por los actuales mecanismos vigentes de contrato de I+D y proyecto de I+D, de 15.000 UTM a 100.000 UTM.

(III) Exits para la Industria. Se propone reducir costos de transacción asociados a la liquidación de inversiones por parte de fondos de inversión de capital de riesgo. Una alternativa para lo anterior es crear un mercado secundario que permita darle liquidez a las inversiones en *startups* (de un modo semejante a como ocurre en México con los CKD, los cuales cotizan en bolsa).

Otras medidas que podrían proponerse son: modificar algunas disposiciones de la ley única de fondos (por ejemplo, la prohibición de promover fondos de inversión privados, o el mínimo de cuatro aportantes no relacionados entre sí con un mínimo de 10% de las cuotas pagadas cada uno), perfeccionar las líneas de financiamiento CORFO para fondos de inversión de capital de riesgo (por ejemplo, flexibilizando los requisitos de facturación mínima para Empresas Elegibles conforme al Programa FET), potenciar y coordinar el apoyo institucional al *Venture Capital* por parte de ProChile, InvestChile y CORFO, etc.

(IV) Fondo de inversión nacional que invierta en fondos de inversión de capital de riesgo ("Fondo de Fondos" o "Master Fund"), con CORFO como inversionista. Actualmente, *family offices* e inversionistas institucionales se encuentran invirtiendo en estructuras semejantes (Fondos de Fondos), pero en las que los fondos subyacentes son vehículos extranjeros. La alternativa de invertir en fondos de inversión chilenos parece no ser tan atractiva, en muchas ocasiones, porque dichos fondos no son del tamaño suficiente.

Estructurar Fondos de Fondos chilenos para la inversión en otros fondos de inversión privados de capital de riesgo, viene a hacerse cargo del problema planteado. Asimismo, esta estructura idealmente debería permitir que la CORFO sea un inversionista del "Fondo de Fondos", permitiendo canalizar sus recursos en este tipo de inversiones como "equity" y no como deuda, que es lo que se hace bajo la estructura actual de financiamiento de fondos de *Venture Capital*.

LA ACVC

Estas propuestas son presentadas por la ACVC, en base a la experiencia positiva de economías como Reino Unido, Estados Unidos y México, y recogiendo puntos clave de las presentaciones anteriores de otros actores de la industria.

La ACVC se encuentra en una etapa de fuerte crecimiento, habiendo incorporado recientemente como asociados a IncubatecUFRO, IncubaUC, Know Hub Chile, HubTec, Apta Hub, UDD Ventures, 3IE UTFSM, Magical Startups, el fondo Mexicano AIIVP y FounderList. La inclusión de los tres hubs de tecnología (Know Hub Chile, Hub Tec y Apta Hub) supone el aporte de más de veinticinco universidades chilenas, todas actualmente desarrollando actividades de I+D.