

PROMOCIÓN DE LA INDUSTRIA DEL *VENTURE CAPITAL* EN CHILE

FINANCIAMIENTO DE MÁS Y MEJORES EMPRENDIMIENTOS DINÁMICOS DE BASE CIENTÍFICA Y/O TECNOLÓGICA

El presente documento tiene como objetivo presentar una propuesta con mecanismos de promoción para la industria del Capital de Riesgo (*Venture Capital* o VC) en Chile, para efectos de apoyar y fortalecer el desarrollo de emprendimientos dinámicos con base científica y/o tecnológica (EBTs o *startups*).

PRIMERA PARTE ANTECEDENTES

1.1 Relevancia del Emprendimiento y de su Ecosistema.

El *Venture Capital* consiste en la inversión en EBTs o *startups*, con el fin de apoyar su crecimiento e implementar el plan estratégico definido por los emprendedores. El objetivo de los inversionistas de VC es rentabilizar la inversión a mediano plazo (entre 5 y 10 años), saliendo finalmente del proyecto (salida a la cual se denomina "exit").

Los inversionistas de VC buscan rentabilidades exponenciales a su inversión para compensar el nivel de riesgo existente al invertir en compañías en etapas tempranas, versus una inversión en una empresa consolidada. Los estudios confirman que 6 de cada 10 inversiones en *startups* fracasan¹, por lo que se busca que el retorno de aquellas inversiones exitosas compense las pérdidas causadas por el resto de las inversiones fallidas.

Los EBTs exitosos generan efectos directos por su creación de valor. También tienen efectos indirectos al potenciar el ecosistema emprendedor y la competitividad de la economía en general. En el caso de Reino Unido, existen estudios² que indican que por cada dólar que se invierte en la industria del VC, el impacto en la economía es de siete dólares.

Los mayores centros de innovación en el mundo se encuentran en: Palo Alto, Boston, Londres, Tel Aviv, Berlín, Singapur y varios puntos de China. El mercado naturalmente está buscando que emerja un centro de innovación relevante desde Latinoamérica. Chile cuenta con atributos para desarrollar esta industria y convertirse en un polo regional, con todos los beneficios económicos (captura de talentos, modernización de la matriz productiva, generación de empleos, etc.) y desarrollo que ello conlleva.

Los lugares que se han posicionado como centros de innovación tienen en común, entre otras, las siguientes características: (i) población significativa (joven o experimentada), con talento y capacidades técnicas (usualmente cuentan con centros universitarios con atracción de talento); (ii) sistemas de soporte (incubadoras, aceleradoras, espacios de *coworking*, etc.); (iii) financiamiento de inversiones de capital de riesgo a través de fuentes privadas o gubernamentales; y (iv) un conjunto de empresas relevantes.

En consideración a lo expuesto, los centros de emprendimiento exitosos se basan en el

¹ Cambridge Associates registró el desempeño de 27.259 *startups* entre 1990 y 2010. Su investigación revela que el porcentaje real de empresas financiadas por fondos de capital de riesgo que fracasan no ha aumentado como se creía, pasando de 60% en 1990 a 50% en 2010. Véase "The State of Venture Capital and Business Angel Finance".

funcionamiento de un ecosistema en que múltiples actores colaboran y se potencian mutuamente. Para nuestro país, impulsar este ecosistema puede ser clave en su camino al desarrollo. En los últimos años, Chile ha basado su desarrollo económico en la creación de industrias (exportadoras fundamentalmente, tales como la frutícola y la acuícola) y en la aparición de grandes empresas competitivas, incluso regionalmente (sectores *retail*, forestal, minero, servicios financieros, entre otros). Sin embargo, mantener la competitividad y generar nuevas avenidas de desarrollo requiere de innovación y de la posibilidad de adaptarse a nuevos modelos de negocios.

Las fases de desarrollo de un EBT, desde el punto de vista de su financiamiento, son: (i) capital semilla; (ii) Serie A (inversiones típicamente entre US\$1 y US\$3 millones); (iii) Serie B (inversiones para la etapa de crecimiento de las empresas, típicamente entre US\$4 y US\$10 millones); y (iv) crecimiento. Chile presenta un buen desempeño en la primera fase (capital semilla) pero el mercado tiende a debilitarse en las fases siguientes (Serie A, Serie B y crecimiento).

Por último, es importante destacar la colaboración público-privada en muchos de los casos de éxito a nivel mundial. En ellos, los respectivos estados han tenido un rol muy relevante como agentes promotores, apoyando financieramente el desarrollo de EBTs a través de diversas formas (créditos a fondos de capital de riesgo para invertir en EBTs, subsidios directos a EBTs, beneficios tributarios a quienes invierten en esta clase de activos para compensar los riesgos asociados, etc.). Interesantes ejemplos de la colaboración público-privada son *Yozma* (Israel)³ o la creación del *Massachusetts Technology Development Corporation* (MTDC) (Estados Unidos)⁴.

1.2 El Estado del Emprendimiento de Base Científica y Tecnológica en Chile.

Nuestro país, si bien presenta el mejor desarrollo y condiciones de la región, aún tiene un bajo nivel de sofisticación en comparación a los mejores centros de innovación.

Chile tiene condiciones preferenciales dentro de nuestra región, pudiendo destacar tres elementos clave: (i) la certeza jurídica que ofrece nuestro mercado, (ii) los programas de apoyo a la creación de fondos de inversión de Venture Capital impulsados por CORFO; y (iii) un clima idóneo para hacer negocios⁵.

³ Yozma es la iniciativa diseñada por el gobierno israelí en 1992 para crear un mercado de Venture Capital en dicho país (en realidad, la industria del Venture Capital había nacido incipientemente en Israel unos años antes, con Athena Venture Partners). Yozma tuvo resultados extraordinarios. Se crearon 10 fondos de inversión con una capitalización de 263 millones de dólares e inversión en 164 *startups* entre 1993 y 2000. Desde entonces, han surgido 5.000 *startups*; existe un *ratio* de *exit* (es decir, de desinversión por parte de fondos) del 56%; se han invertido 26 billones de dólares en compañías israelitas; se ha generado inversión directa e indirecta en el país por parte de fondos extranjeros; y, en 5 años, el gobierno israelí no sólo recuperó la totalidad del dinero invertido, sino que tuvo un retorno superior al 50%. Ver Baygan Günseli (2013) "*Venture Capital Policies in Israel*". *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*.

⁴ Durante la década de los setenta, cuando las empresas manufactureras tradicionales comenzaron a dejar Massachusetts, los políticos se enfrentaron a un complicado desafío que implicaba revitalizar la economía de dicho estado. En ese contexto, se decidió iniciar un Fondo de Capital de Riesgo que permitiera financiar compañías innovadoras basadas en tecnología. Este fondo se denominó "*Massachusetts Technology Development Corporation*" (MTDC), creó miles de empleos con atractivos salarios, y financió diversas *startups* que lograron revolucionar sus respectivos mercados. Hodgman, John F. (2015) "*The Massachusetts Technology Development Corporation (MTDC): How the Massachusetts Venture Capital Firm Leveraged Private Investments to Create Jobs*".

⁵ Chile ha mantenido durante los últimos 12 años el primer lugar de la región para hacer negocios según el *ranking* de *Latin America Venture Capital Association* (LAVCA Scorecard), que refleja las condiciones regulatorias, políticas y de mercado para la industria de capital privado. Ver 2017-2018 LAVCA Scorecard, "*The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America*"; "*The 2017 - 2018 Global Competitiveness Report prepared by the World Economic Forum has again awarded Chile the first place in*

Aún con los 3 elementos anteriores, y si bien ha habido un crecimiento en los últimos años en cuanto al tamaño de la industria (que a 2017 alcanzaba los US\$1.318 millones, con US\$480 millones en aportes privados), todavía falta mucho por crecer para alcanzar el estándar y tamaño esperado para una economía como la chilena. Para ello es fundamental potenciar la creación de transacciones exitosas (inversiones y *exits*). Más aún, CORFO ha apoyado con líneas de crédito (Fondos Etapas Tempranas (FT), Fondos Etapas Tempranas Tecnológicas (FET) y Fondos Crecimiento (FC)) a 59 fondos de inversión, con US\$838 millones en líneas de crédito y US\$230 millones en líneas por girar. Asimismo, los fondos de inversión de capital de riesgo han invertido en 280 empresas.

Gracias a los esfuerzos del Estado (a través de CORFO y mediante programas como Start-up Chile), se ha fomentado el desarrollo de incubadoras, aceleradoras, redes de inversionistas ángeles, y el financiamiento de emprendimientos en etapas tempranas (inversiones típicamente entre US\$50.000 y US\$3 millones). Sin embargo, como se indicó, actualmente es muy difícil levantar recursos para etapas posteriores. De hecho, los fondos apoyados por CORFO financian generalmente cantidades de hasta US\$3 millones por empresa. A partir de ese monto existe una brecha significativa, sin prácticamente existir actores de Venture Capital en Chile financiando inversiones por sobre los US\$3 millones. La consecuencia de lo anterior es que, a partir de dicha etapa, los casos exitosos suelen radicarse fuera de Chile para levantar sus próximas rondas de financiamiento (Cornershop, The Not Company, Levita Magnetics y varios otros que no son de público conocimiento).

Si bien se ha logrado avanzar bastante en la industria, para pasar a una siguiente etapa se requeriría del ingreso de nuevos actores. Dentro de esos nuevos actores están:

- Los *family offices*, que hoy miran este activo tímidamente;
- Las empresas, a través del *Corporate Venture Capital*. Actualmente hay sólo unas pocas empresas que lo hacen (Telefonica, Masisa, Aguas Andinas y Engie), pero una mayor presencia del *Corporate Venture Capital* permitiría la innovación abierta, la transformación digital de dichas empresas y un aumento en las posibilidades de *exits* de los *startups*, a través de más y mejores transacciones (e.g. a través de fusiones y adquisiciones);
- Inversionistas institucionales (compañías de seguros, otros fondos de inversión, etc.) cuya presencia en esta industria en Chile es prácticamente nula; y
- Los fondos de pensiones, que definitivamente cambiarían el escenario local.

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.⁶ Por otra parte, este tipo de inversiones tiene un efecto significativo en el aumento de la rentabilidad de algunos instrumentos de inversión, generando un círculo virtuoso con externalidades muy positivas. De hecho, de acuerdo con un estudio de la Superintendencia de Pensiones de Chile, se estima que, si los fondos de

the competitiveness index for Latin America, and places Chile in the 33rd place out of 137 economies included in the global index, with a stable perspective for the future."

⁶ En México, con la entrada de los Fondos de Pensiones Mexicanos (Afores) la industria del Venture Capital experimentó un crecimiento muy relevante, 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 cambió el mercado y, en gran medida, lo llevó al éxito y desarrollo actual. Ver: Gompers (1994) "*The Rise and Fall of Venture Capital*" *Business and Economic History*.

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%.

1.3 Algunos Desafíos para el Desarrollo de los EBTs.

A continuación, se presentan una serie de falencias y debilidades del ecosistema de emprendimiento en Chile, algunas de las cuales son abordadas a través de las propuestas de política pública que se plantean en este documento:

- Bajo involucramiento de las grandes empresas con los innovadores;
- Baja vinculación entre empresas y universidades;
- Innovadores con poca ambición y capacidad para internacionalizar sus emprendimientos (falta de intenciones de salir de sus respectivas zonas de *confort*, falta de dominio del inglés, falta de redes, etc.);
- Baja disponibilidad de capital de riesgo para escalar proyectos más allá de las etapas iniciales (como se indicó, prácticamente no hay financiamiento para las rondas posteriores a la Serie A, que requieren montos por sobre US\$3 millones);
- Bajo involucramiento de *Family Offices* e inversionistas institucionales. Poca capacidad instalada para el manejo profesional de capital de riesgo; y
- Bajo aprovechamiento de los recursos públicos disponibles para desarrollar VC (líneas CORFO, por ejemplo).

SEGUNDA PARTE PROPUESTAS DE POLÍTICA PÚBLICA

Algunas sugerencias relevantes que analizamos en este documento para efectos de su implementación en el corto o mediano plazo son las siguientes:

2.1 Normativa que permita atraer a nuevos inversionistas.

- (a)** Que los fondos de pensiones y los inversionistas institucionales puedan invertir en fondos de inversión privados locales, sin las restricciones vigentes.
- (b)** Modificar el requisito del artículo 92 de la ley 20.712 relativo a la necesidad de los fondos de inversión privados de contar con un mínimo de cuatro aportantes, no relacionados entre sí, cada uno de ellos con un mínimo de un 10% de las cuotas pagadas del fondo (salvo por las excepciones establecidas para inversionistas institucionales).
- (c)** Incentivar la estructura de un fondo de inversión que, a su vez, invierta en fondos de inversión de capital de riesgo (lo que comúnmente se denomina "Fondo de Fondos" o "*Master Fund*").
- (d)** Mayor facilidad para ofrecer fondos de inversión de capital de riesgo chilenos a inversionistas extranjeros (fundamentalmente, coordinación entre la Comisión para el Mercado Financiero y las autoridades del mercado de valores de otras jurisdicciones).
- (e)** Modificar prohibición existente respecto a la promoción de fondos de inversión privados.

2.2 Liquidación de fondos de inversión de capital de riesgo CORFO no exitosos.

2.3 Perfeccionamiento de instrumentos de CORFO.

- (a) En el Programa FET, modificar el límite de ventas inferiores a UF 5.000 para las empresas a invertir.
 - (b) Eliminar el requisito, del Programa FET, relativo a que no hubieran transcurrido más de 36 meses desde la emisión de la primera factura o boleta de ventas o servicios por parte de la empresa, al momento de la solicitud del desembolso, para materializar la inversión del Fondo FET.
 - (c) En general, para la totalidad de los programas de financiamiento a fondos de inversión de capital de riesgo CORFO, replantear la regulación relativa a inversión en empresas extranjeras.
 - (d) Flexibilizar la exigencia de intervención en la administración de las sociedades.
- 2.4** Modificaciones a la ley de incentivo tributario al I+D.
- (a) Ampliar gastos elegibles como I+D.
 - (b) Compra o inversión en *startups* e incentivo al *Corporate Venture Capital*.
 - (c) Beneficio tributario para titulares de EBTs que vendan sus compañías.
 - (d) Ampliar tope de crédito tributario I+D.
- 2.5** Apoyo institucional ProChile + InvestChile + CORFO para el Venture Capital.

Estimamos que el Venture Capital, a largo plazo, debería dejar de depender, con tanta fuerza, del financiamiento de CORFO. Con relación a lo anterior, sería deseable llegar a un punto en que el fomento de la industria del capital de riesgo estuviera fundamentalmente entregado a beneficios tributarios (e.g. imputación de créditos, deducción de gastos, exenciones, etc.) como en gran medida ocurre en países con una industria del Venture Capital robusta, como lo son Reino Unido y Singapur.

2.1 Normativa que permita atraer a nuevos inversionistas.

Los Fondos de Inversión son el vehículo idóneo para la gestión del capital de riesgo ya que permiten su diversificación, aumentar los actores en la industria y darle un mayor acceso a financiamiento a los *startups*.

Se requiere transitar desde el actual esquema intensivo en aportes públicos (hoy en un 63,5%) a uno en que se potencie la inversión privada en Venture Capital, permitiendo que nuevos actores, tales como los fondos de pensiones, compañías de seguro, *Family Offices* y otros inversionistas, tengan los incentivos para invertir en capital de riesgo, como asimismo, se les libere de las restricciones regulatorias que tienen para hacerlo.

(a) Que los fondos de pensiones y los inversionistas institucionales puedan invertir en fondos de inversión privados locales, sin las restricciones vigentes.

Recientemente, la ley 20.956 y el Régimen de Inversión para Fondos de Pensiones dictado por la Superintendencia de Pensiones permitieron la inversión por parte de fondos de pensiones en activos alternativos (situados ahora en la letra n) del artículo 45, inciso segundo, del DL 3.500). Esta inversión en activos alternativos ha recogido, mediante el régimen de inversión referido, la posibilidad de invertir en toda clase de vehículos extranjeros (incluyéndose expresamente a las *limited partnerships*, *limited liability companies* y otros vehículos equivalentes).

Con todo, a nivel local, el referido régimen de inversión ha restringido la inversión en activos alternativos a acciones de sociedades anónimas cerradas, sociedades por acciones y sociedades en comandita por acciones, sin permitir la inversión en fondos de inversión privados nacionales. Por lo tanto, se debe permitir la inversión, por parte

de los fondos de pensiones, en fondos de inversión privados nacionales. Lo anterior pareciera ser consistente con la flexibilidad con que el régimen de inversión de los fondos de pensiones trata la inversión en instrumentos de capital privado extranjeros.

En cuanto a los requisitos de los fondos de inversión privados nacionales en que los fondos de pensiones puedan invertir, pensamos que estos vehículos deberían encontrarse sujetos a un estándar superior al general aplicable a los fondos de inversión privados, pero en ningún caso equivalente al estándar aplicable a los fondos de inversión públicos (en el entendido de que se trataría de vehículos que no se transarían en bolsa ni perderían su carácter privado).

Con relación a la modificación propuesta en este punto, hacemos presente que un cambio de esta naturaleza sólo supondría una modificación al régimen de inversión de los fondos de pensiones, sin que sea necesaria una modificación de carácter legal. Lo anterior, en definitiva, pasaría únicamente por una modificación al régimen de inversión de los fondos de pensiones por parte de la Superintendencia de Pensiones.⁷

(b) Modificar el requisito del artículo 92 de la ley 20.712 relativo a la necesidad de los fondos de inversión privados de contar con un mínimo de cuatro aportantes, no relacionados entre sí, cada uno de ellos con un mínimo de un 10% de las cuotas pagadas del fondo (salvo por las excepciones establecidas para inversionistas institucionales).

La restricción a que se refiere esta letra (b) ha demostrado ser una limitante para fondos de inversión privados exitosos que, a pesar de contar con una estructura atomizada de propiedad, no cumplen con el mínimo del 10% (un buen ejemplo sería el de un fondo de inversión privado con 20 aportantes, cada uno de ellos titular de un 5% de las cuotas pagadas del mismo). Por otro lado, esta restricción genera resistencia entre inversionistas que consideran que, en ciertos casos, una simple transferencia de cuotas puede hacer caer al fondo en incumplimiento del requisito, con las consecuentes sanciones tributarias aplicables. Nos parece que una manera de corregir esto sería hacer aplicable a los fondos de inversión privados las restricciones existentes en materia de fondos de inversión públicos (máximos de 35% del patrimonio total del

⁷ Un interesante antecedente a considerar en esta materia es el mexicano. Actualmente, los Certificados de Capital de Desarrollo, abreviados CKDs, son el instrumento que permite a las Afores—los fondos de pensiones mexicanos—invertir en fondos de capital privado en México. Las Afores están reguladas por la CONSAR—la 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. Internacionalmente, los fondos típicamente se estructuran como vehículos privados donde los inversionistas comprometen su inversión pero 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. Las Afores son los principales inversionistas institucionales de México con más de \$3 billones de pesos bajo su control, de los cuales hasta el 20%, en ciertos casos, pueden invertirse en instrumentos estructurados donde se incluyen los CKDs. Son los únicos inversionistas con recursos significativos y con un horizonte de inversión de largo plazo que pueden mantener una industria de capital privado dinámica y creciente. Sin los recursos de las Afores, a través de los CKDs, no habría forma de financiar al ecosistema de las empresas más dinámicas de México que impulsan de una forma significativa el crecimiento de la economía y de los empleos del país. Creemos que, de manera análoga al modelo mexicano, sería interesante plantear que los fondos de pensiones chilenos pudieran invertir en fondos de inversión privados locales, a través de la emisión de instrumentos financieros por parte de estos últimos.

fondo, considerando también a las personas relacionadas, y con la salvedad de los casos en que exista un inversionista institucional involucrado, según indica el artículo 6 de la ley 20.712). Hacemos presente que una modificación en este sentido supondría tanto un cambio legal como una modificación a los programas de financiamiento a fondos de inversión de capital de riesgo de CORFO.

(c) Estructurar un fondo de inversión que, a su vez, invierta en fondos de inversión de capital de riesgo (lo que comúnmente se denomina "Fondo de Fondos" o "Master Fund").

Actualmente, *family offices*, inversionistas institucionales y fondos de pensión chilenos se encuentran invirtiendo en estructuras semejantes, pero en las que el Fondo de Fondos o el(los) fondo(s) subyacente(s) es(son) vehículo(s) extranjero(s). La alternativa de invertir en fondos de inversión chilenos pareciera no ser lo suficientemente atractiva, en gran medida, porque dichos fondos no son del tamaño suficiente.⁸

La alternativa de estructurar Fondos de Fondos chilenos que, a su vez, inviertan en fondos de inversión privados de capital de riesgo, viene a hacerse cargo del problema que se plantea en este punto. Con relación a los Fondos de Fondos, consideramos que al menos un 80% del valor de los mismos debiera poder ser invertido en fondos de inversión privados de capital de riesgo y hasta un 20% del valor de los mismos debiera poder invertirse directamente en algún EBT (como co-inversor pasivo, en conjunto con alguno de los fondos de inversión privados subyacentes al Fondo de Fondos).

Hacemos presente que esta iniciativa se encuentra en línea con una de las modificaciones legales propuestas en el proyecto de ley, boletín 11.598-03, presentado con fecha 25 de enero de 2018.⁹

(d) Mayor facilidad para ofrecer fondos de inversión de capital de riesgo chilenos a inversionistas extranjeros.

Existe un gran interés por parte de inversionistas extranjeros en tener una mayor presencia en la industria del Venture Capital chileno. Por otro lado, la presencia de inversionistas extranjeros en el ámbito del Venture Capital local permitiría ampliar considerablemente las fuentes de financiamiento para nuestra industria. Con todo, lamentablemente, inversionistas de otras jurisdicciones miran con buenos ojos (o derechamente requieren) una labor previa de coordinación entre la Comisión para el Mercado Financiero y las autoridades respectivas, en materia de mercado de valores, de la jurisdicción correspondiente. Esta labor de coordinación puede traducirse en una certificación ante el ente regulador extranjero, o la celebración de acuerdos de entendimiento en que se asuman compromisos de cooperación e intercambio de

⁸ Como una experiencia semejante a considerar, en México, 4 bancos se asociaron para crear un Fondo de Fondos ("Corporación Mexicana de Inversiones de Capital (CMIC)" o "Fondo de Fondos"), organización que actualmente administra cerca de US\$700 millones en fondos de inversión de capital de riesgo o similares, de distinta configuración. Ver: <http://www.fdf.ioioio.mx/quienes-somos>.

⁹ Actualmente, dicho proyecto de ley (boletín 11.598-03) propone una modificación a la ley 20.190, mediante la aprobación de un artículo 19 cuyo encabezado es el siguiente: "Artículo 19.- Autorízase a la Corporación de Fomento de la Producción, en adelante también indistintamente "CORFO", para suscribir y pagar cuotas emitidas por fondos de inversión creados al amparo de la ley N° 20.712 y administrados por sociedades anónimas sometidas a la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero, que tengan como objeto la inversión en cuotas de fondos de inversión de capital de riesgo...".

información entre los órganos correspondientes (como lo exige Alemania).¹⁰

En definitiva, para este cambio, más que una modificación legal, se requeriría una iniciativa de coordinación entre la Comisión para el Mercado Financiero y las autoridades en materia de mercado de valores de otras jurisdicciones.

(e) Modificar prohibición existente respecto a la promoción de fondos de inversión privados.

Actualmente, la ley única de fondos no sólo prohíbe la oferta pública de cuotas de fondos de inversión privados, sino también la promoción pública de “información respecto de la rentabilidad o inversiones que se obtengan o realicen este tipo de fondos” (artículo 93 de la ley 20.712). Lo anterior limita bastante la posibilidad de las administradoras de fondos de inversión privados para poder mostrar sus casos de éxito, algo clave para la atracción de nuevos inversionistas.

En línea con lo anterior, quisiéramos proponer una modificación legal que, sin negar la naturaleza privada de estos fondos de inversión, permita difundir sus casos de éxito.

2.2 Liquidación de fondos de inversión de capital de riesgo CORFO no exitosos.

Como hemos indicado, CORFO, a través de sus programas de financiamiento a fondos de inversión de capital de riesgo, otorga recursos, bajo una modalidad de líneas de crédito de largo plazo, a fondos de inversión de capital de riesgo que inviertan en empresas que cumplan con los perfiles establecidos en cada uno de sus programas.

Al momento de la liquidación de estos créditos, CORFO tiene derecho a pagarse. Con todo, tratándose de fondos de inversión de capital de riesgo, en muchos casos ocurre que el rendimiento del fondo no ha generado ingresos o no ha generado ingresos suficientes como para cubrir la totalidad del importe de las acreencias que CORFO tiene en contra del mismo. Para estos efectos, en lugar de que CORFO tenga que agotar gestiones de cobranza, incluso judiciales, se propone que CORFO tenga la facultad de autorizar, durante la liquidación de los fondos, y a solicitud de la respectiva administradora, que el pago del crédito otorgado por CORFO sea hasta los recursos disponibles del fondo, pudiendo extinguir total o parcialmente, según corresponda, la obligación del fondo con CORFO.

Para estos efectos, la administradora del fondo respectivo debería acreditar a CORFO previamente, entre otras cosas, el cumplimiento del reglamento interno del fondo, de su plan de negocios, y del respectivo programa CORFO; que la administradora, los aportantes y los relacionados a éstos, no fueron destinatarios directos o indirectos de recursos del fondo o de las empresas de su portafolio; y que no existen compromisos financieros de la administradora, los aportantes o las empresas del portafolio, a favor del fondo.

Hacemos presente que esta iniciativa se encuentra en línea con una de las modificaciones legales propuestas en el proyecto de ley, boletín 11.598-03, presentado

¹⁰ Para mayor información, se puede revisar el siguiente link: https://www.bafin.de/EN/Internationale/BilateraleZusammenarbeit/MoU/gemeinsameStandpunkte_mou_artikel_en.html.

con fecha 25 de enero de 2018.¹¹

Asimismo, en línea con las alternativas para brindar una mayor facilidad a la liquidación de inversiones por parte de los fondos de inversión de capital de riesgo, se hace cada vez más necesario el fortalecimiento de algún mercado secundario o plataforma para la liquidación de inversiones (acciones, derechos sociales, instrumentos convertibles, etc.). Con relación a lo anterior, se han planteado diversas alternativas, incluida la del establecimiento de un *escrow account* en que puedan permanecer las inversiones de los fondos de inversión de capital de riesgo, después de liquidados, para una óptima liquidación y maximización del valor de dichas inversiones (lo que no sólo iría en beneficio de los inversionistas sino también de CORFO).

2.3 Perfeccionamiento Instrumentos de CORFO.

(a) En el Programa FET, modificar el límite de ventas inferiores a UF 5.000 para las empresas a invertir.

Aumentar el límite de ventas exigido por el Programa FET para las empresas elegibles (como tope de ventas en el periodo de 12 meses inmediatamente anterior a la inversión) a un monto de 15.000 UF anuales.¹² Adicionalmente, y como una manera de potenciar el apoyo a EBTs exitosos, ampliar el monto de ventas a 25.000 UF anuales (como tope también de ventas en el período de 12 meses inmediatamente anterior a la inversión) para inversiones por parte de fondos FET en EBTs que ya hubieren recibido inversión por parte del mismo u otro fondo FET.

Considerando el objetivo de los fondos FET (esto es, el financiamiento de emprendimientos tecnológicos en etapas tempranas con alto potencial de crecimiento e innovación) y teniendo en cuenta asimismo que los fondos FET deberían, idealmente, apuntar a insertarse dentro del ciclo de crecimiento y financiamiento de EBTs post-incubación, el límite de 5.000 UF en ventas actualmente establecido por el Programa FET, genera un inconveniente tanto para el cumplimiento de los objetivos de los fondos FET, como para el funcionamiento armónico del Programa FET y otras herramientas de financiamiento establecidas como aportes al ecosistema.

Este inconveniente se basa, fundamentalmente, en la inconsistencia existente entre el Programa FET, administrado por la Gerencia de Capital de Riesgo de CORFO y el Subsidio SSAF Escalamiento entregado por la Gerencia de Emprendimiento de CORFO. En definitiva, mientras el Programa FET establece límites de facturación acumulada en los 12 meses inmediatamente anteriores a la inversión de 5.000 UF, el Subsidio SSAF Escalamiento (que debería concebirse como un instrumento de aceleración o *matching fund* previo al Programa FET), establece límites de ventas netas de CLP\$700 millones (aproximadamente UF 25.000) en el periodo de 12 meses anteriores a la postulación.¹³

¹¹ Actualmente, dicho proyecto de ley (boletín 11.598-03) propone una modificación a la ley 20.190, mediante la aprobación de un artículo 19 bis cuyo encabezado es el siguiente: "Artículo 19 bis.- La Corporación de Fomento de la Producción podrá autorizar, dentro del proceso de liquidación de fondos de capital de riesgo que participen de los programas de fomento a la industria de capital de riesgo de esta institución, y previa solicitud de la administradora del fondo, que el pago de los créditos otorgados por la Corporación al cual estén obligados los fondos sea hasta los recursos disponibles del fondo, pudiendo extinguir, total o parcialmente, mediante este acto su obligación con la Corporación..."

¹² Sólo como referencia, el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo define a las pequeñas empresas como "empresas cuyos ingresos anuales por ventas y servicios y otras actividades del giro, sean superiores a 2.400 UF, pero inferiores a 25.000 UF en el último año calendario".

¹³ En definitiva, en caso que un EBT apoyado por el Subsidio SSAF Escalamiento genere una buena validación de mercado o encuentre el anhelado "product/market fit", dicho EBT podría superar rápidamente el límite de

Considerando que el Subsidio SSAF Escalamiento se diseñó a modo de *matching fund*, las restricciones de ambos instrumentos (Subsidio SSAF Escalamiento y Programa FET) no conversan entre sí, generando una verdadera competencia entre ambos, perjudicial para el ecosistema (más todavía si consideramos que el objetivo del Programa FET es dar continuidad al desarrollo, crecimiento y consecuente necesidad de inversión de emprendimientos previamente incubados en el ecosistema). Lo anterior, sumado a los exigentes requisitos de forma, fondo y tamaño de capital levantado por los respectivos fondos FET a través de sus administradoras, coloca a estos fondos en una posición de desventaja que va en perjuicio de los emprendedores y del ecosistema en general. Finalmente, desde una perspectiva de políticas públicas, la imposibilidad de estos EBTs de recibir apoyo posterior al alero del Programa FET puede implicar el fracaso del EBT (y la pérdida de los recursos públicos destinados previamente al apoyo de dicho EBT (a través del Subsidio SSAF Escalamiento), a consecuencia de un límite autoimpuesto).

(b) Eliminar el requisito, del Programa FET, relativo a que no hubieran transcurrido más de 36 meses desde la emisión de la primera factura o boleta de ventas o servicios por parte de la empresa, al momento de la solicitud del desembolso, para materializar la inversión del Fondo FET.

Asumiendo que el objetivo de los fondos FET es el financiamiento de emprendimientos tecnológicos en etapas tempranas con alto potencial de crecimiento e innovación, y que CORFO evalúa detalladamente el objeto de inversión plasmado en el respectivo reglamento interno del fondo FET, no pareciera ser necesario exigir este requisito de antigüedad desde la emisión de la primera factura o boleta de ventas o servicios por parte de la empresa para acreditar que corresponde a una empresa en etapa temprana. En otras palabras, el que la empresa corresponda realmente a una empresa en etapas temprana debería poder acreditarse por otras vías y no limitarse a esta última. Lo anterior, debido a que hemos visto, en muchos casos, empresas que, aunque se encuentran en etapas tempranas, cuentan con un RUT bajo el cual se facturó o emitió una boleta por ventas o servicios que, aunque no tenga relación alguna con el emprendimiento que desarrollan al tiempo de buscar financiamiento, les cierra las puertas del Programa FET.

Adicionalmente, en línea con lo indicado en la letra (a) anterior, proponemos también, como una manera de potenciar el apoyo a EBTs exitosos, eliminar el requisito de antigüedad o establecer un requisito más laxo (por ejemplo, de 48 meses), para inversiones por parte de fondos FET en EBTs que ya hubieren recibido inversión por parte del mismo u otro fondo FET.

(c) En general, para la totalidad de los programas de financiamiento a fondos de inversión de capital de riesgo CORFO, replantear la regulación relativa a inversión en empresas extranjeras.

Por regla general, los programas CORFO para financiamiento de fondos de inversión de capital de riesgo, buscan fomentar la creación de fondos de inversión que permitan el financiamiento de empresas legalmente constituidas en Chile. Excepcionalmente, y desde el año 2014, dichos programas permiten que estos fondos puedan invertir en empresas extranjeras a través de los siguientes mecanismos:

ventas indicado y quedar fuera del *scope* o elegibilidad de inversión de los fondos FET (cuyo objetivo es, precisamente, apoyar a emprendimientos tecnológicos en etapas tempranas).

- *Inversión indirecta*: el fondo de inversión de capital de riesgo invierte sus recursos a través de aportes de capital a una sociedad en el extranjero, la cual a su vez invierte inmediatamente tales recursos en una empresa legalmente constituida en Chile.
- *Hipótesis de empresas en proceso de internacionalización*: tratándose de empresas nacionales en que el fondo hubiera invertido y que se encuentren en etapas de internacionalización (es decir, que su propiedad se encuentre en manos de una matriz extranjera), el fondo de inversión de capital de riesgo puede participar en la adquisición de parte de la propiedad de la matriz (exigiéndose, en algunos casos, que esto siempre tenga lugar en la primera ronda de financiamiento en el extranjero).^{14 15}

La regulación en esta materia es bastante deficitaria, genera constantes problemas de interpretación, se ha prestado para abusos y no es muy operativa. Las empresas en proceso de internacionalización deberían poder tener un crecimiento orgánico y no necesariamente vinculado a sus operaciones en Chile. Además, el mercado chileno no es lo suficientemente grande como para que una empresa escale globalmente, enfocada principalmente en Chile. Creemos que la clave para permitir la inversión en empresas extranjeras por parte de fondos de inversión de capital de riesgo CORFO es que estas empresas extranjeras tengan algún vínculo con Chile o generen alguna clase de impacto en Chile (por ejemplo, que sus fundadores sean chilenos, que tengan trabajadores u operaciones en Chile, o que algún contrato crítico para las operaciones de la misma cuente con algún elemento que lo vincule de manera determinante a Chile).

Hacemos presente que limitaciones como las establecidas en los Programas CORFO para inversiones en empresas en el extranjero son las que impidieron que fondos de inversión de capital de riesgo chileno, apoyados por CORFO, fueran parte de uno de los grandes aciertos del Venture Capital chileno, como fue el *exit* de Cornershop.

(d) Flexibilizar la exigencia de intervención en la administración de las sociedades.

Los distintos programas CORFO exigen que el fondo que invierte en el *target* tenga una influencia decisiva en la administración del mismo. De hecho, estos programas requieren que los reglamentos internos de los fondos exijan la existencia de pactos de accionistas en las empresas donde se invierten los recursos de los fondos, y que dichos pactos consideren “*formas de participación activa de la Administradora en la gestión financiera, administrativa y/o comercial de las empresas receptoras finales de los recursos*”, así como contemplen “*mecanismos de toma de control por parte de la Administradora, frente a eventuales situaciones críticas.*”.

¹⁴ El Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo - Fondos Desarrollo y Crecimiento (FC) excepcionalmente permite también la participación de fondos de inversión en rondas subsiguientes de financiamiento a las matrices extranjeras indicadas. Esta regla podría hacerse extensiva a los otros Programas CORFO.

Asimismo, en caso de empresas en proceso de internacionalización (es decir, empresas cuya matriz se encuentra en el extranjero), estimamos que debería facilitarse el *swap* o intercambio de acciones entre la sociedad chilena y la matriz extranjera. Los programas CORFO sólo se refieren tímidamente a esta materia (en el contexto de las estrategias de salida de los fondos de inversión de capital de riesgo). Proponemos flexibilizar estas reglas, otorgando una mayor libertad para realizar estos intercambios. Creemos que nuestra propuesta incrementa valor para aportantes y CORFO, considerando que, ante un eventual *exit*, lo más probable es que los inversionistas deseen adquirir participación a nivel de la matriz (y no de la sociedad chilena).

¹⁵ Hacemos presente que ambos mecanismos (“*Inversión Indirecta*” e “*Hipótesis de Empresas en Procesos de Internacionalización*”) se encuentran sujetos a otros requisitos que no es del caso explicar en esta minuta.

Estimamos que los requisitos establecidos en el párrafo anterior atentan contra la inversión en compañías sofisticadas o con buena proyección y que no están dispuestas a entregar la administración a cambio de montos de inversión que van entre USD200.000 y USD2 millones (y que, frecuentemente, suponen participaciones inferiores a un 10%). Lo anterior se hace más patente todavía con la cláusula que exige mecanismos de toma de control frente a eventuales situaciones críticas. Ambas exigencias deberían flexibilizarse.

2.4 Ampliación de Ley de Incentivo Tributario al I+D.

La Ley 20.241 (modificada por la Ley 20.570) entró en vigencia el 2012 estableciendo 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, pudiendo el 65% restante ser considerado como gasto necesario para producir la renta, independiente del giro de la empresa.

Las actividades de I+D pueden ser realizadas por la propia empresa, por terceros o por actividades contratadas a Centros de I+D especializados (inscritos en un registro que lleva CORFO). Para que CORFO certifique las actividades de I+D, el monto mínimo a invertir debe ser de 100 UTM y el tope máximo anual del crédito tributario (35%) al que las empresas podrán acceder corresponde a 15.000 UTM.

Los principales inconvenientes de la Ley I+D son: (i) falta de incentivos a pequeñas y medianas empresas por falta de liquidez (sobre todo considerando que los retornos pueden ser a largo plazo); y (ii) falta de incentivos para la adquisición de innovación de terceros a través de la asociación o compra de emprendimientos. Por ello, se propone lo siguiente:

(a) Ampliar gastos elegibles como I+D.

Incorporar los gastos en fortalecimiento de capacidades empresariales de Gestión I+D+i a través de la contratación de capital humano avanzado en áreas productivas, de gestión y administrativas y de Centros de Investigación.

Incorporar gastos recurrentes en I+D+i en empresas con capacidades certificadas, es decir, gasto en I+D+i en empresas que cuenten con capacidades instaladas en capital humano, infraestructura y equipamiento científico y/o tecnológico (sin necesidad de presentar Proyectos).

(b) Compra o inversión en startups e incentivo al Corporate Venture Capital.

Establecer el 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.

Las inversiones deben ser en aportes de capital y certificadas por CORFO. Los beneficiarios del crédito tributario serían, siguiendo la lógica de la Ley I+D, contribuyentes de impuesto de primera categoría de la Ley de Impuesto a la Renta, que declaren su renta efectiva determinada según contabilidad completa.

Se propone que las EBTs elegibles para efectos de la aplicación de este beneficio sean personas jurídicas inscritas en un "Registro de Emprendimientos Elegibles" especialmente creado para estos efectos y llevado por CORFO, o personas jurídicas que hubieren recibido inversión por parte de fondos de inversión de capital de riesgo CORFO, o financiamiento directo por parte de CORFO.

Nos parece que esta propuesta genera importantes efectos positivos: aumento de emprendimientos y más empleos, mayor capacidad financiera y administrativa para el desarrollo de emprendimientos, impacto positivo en factores esenciales para el crecimiento de largo plazo (como la productividad), etc. En definitiva, la idea es que las grandes empresas tengan el mismo incentivo tanto cuando adquieran una EBT como cuando desarrollen internamente una tecnología o la contraten con un tercero. Para la implementación de la propuesta se requeriría de una modificación a la Ley I+D.

(c) Beneficio tributario para titulares de EBTs 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). La implementación de esta propuesta requeriría de una modificación legal.

(d) 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. La implementación de esta propuesta requeriría de una modificación legal.

2.5 Apoyo institucional ProChile + InvestChile + CORFO para el Venture Capital

Como se indicó al inicio, a pesar de que Chile cuenta con excelentes ventajas para convertirse en el principal Hub de Venture Capital en Latinoamérica, ha sido bastante difícil poder coordinar un mensaje común de difusión y promoción de Chile como plataforma, entre las diversas instituciones públicas relacionadas a la industria.

Actualmente, CORFO es el órgano estatal por excelencia para el fomento del Venture Capital. Lo anterior, a través de sus programas de financiamiento a fondos de inversión de capital de riesgo (con foco tecnológico (FET), en etapas tempranas (FT) y en etapas de crecimiento (FC)).

InvestChile, por su parte, tiene por misión el fomento de la inversión extranjera dentro del territorio nacional. Es clave entonces que InvestChile promueva a nuestro país como Hub de Venture Capital en todos los eventos que efectúa durante el año.¹⁶ Como referencias mundiales está el "Department for International Trade" de Reino Unido y "Enterprise Singapore" de Singapur.

¹⁶ Como referencias respecto a este punto se puede considerar lo que el "Department for International Trade" hace para el Reino Unido (<https://www.gov.uk/government/organisations/departments-for-international-trade/about>) o lo que "Enterprise Singapore" hace para Singapur.

ProChile, por otro lado, puede ser un agente estratégico para posicionar en el extranjero las compañías nacionales con alto potencial de crecimiento. Durante el año 2013, ProChile lanzó su Programa CONTACT Chile, el cual ofrecía asesoría comercial y espacios disponibles en las oficinas de ProChile, como *cowork*, a las *startups* chilenas que buscaban expandirse a los distintos mercados en los cuales ProChile tenía oficina. Lamentablemente, el Programa CONTACT Chile fue terminado a inicios del año 2014. Consideramos que sería una gran medida que ProChile retomara el Programa CONTACT Chile.¹⁷

* * *

¹⁷ Australia lanzó una exitosa iniciativa, similar al Programa CONTACT Chile, llamada Landig Pads (<https://www.australiaunlimited.com/Landing-Pads>).