



La Industria del Capital de Riesgo en Chile: ¿La tercera es la vencida?

Patricio Arrau

GERENS

7 de Junio 2001

Qué es el Capital de Riesgo

- Definiciones

- Fondo capital de riesgo: Inversión en etapas tempranas, creación de empresas, con alto potencial de crecimiento
- Fondo desarrollo de empresas: Inversión en etapas más avanzadas, empresas familiares con historia, cerradas, se invierte para modernizarlas y abrirlas en bolsa

- Capital de riesgo históricamente asociado a empresas de alta tecnología, transporte y logística

Organización



- Partes involucradas en los contratos
 - Suscriptores de las cuotas del fondo
 - Gestores de los proyectos
 - Administradores del fondo



- Institucionalidad de fondos de inversión en Chile, replica sistema de los EE.UU. (“general-limited partners”) permite separar responsabilidades y roles

Modus Operandi Industria

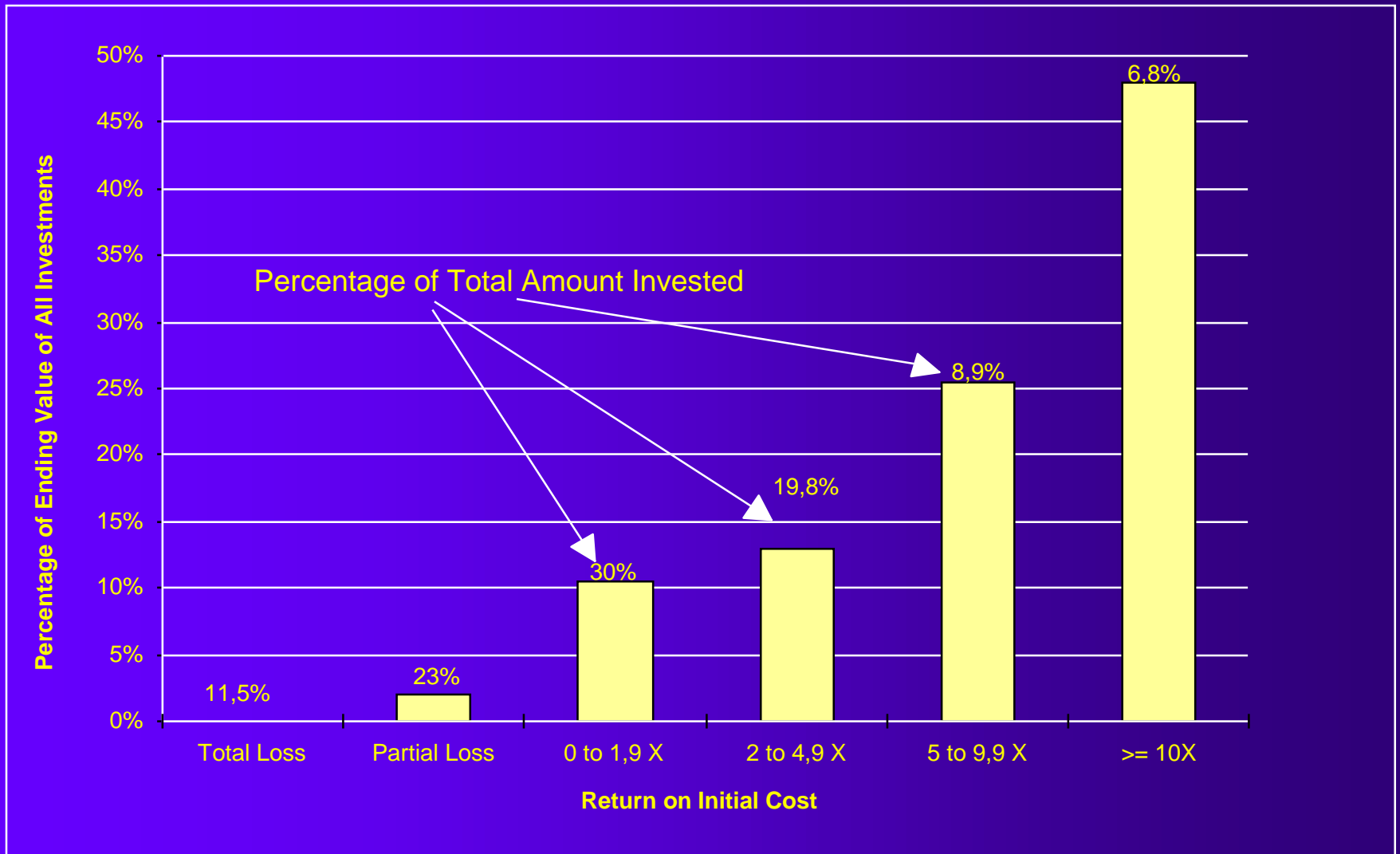


- Diseños de los contratos muy complejos, draconianos, para evitar los problemas de asimetrías de información
 - El fondo tiene una vida fija, pero renovable si se estipula
 - Mecanismos de compensación ligados a la creación de riqueza, tanto para el administrador como para el gestor
 - Fuerte control y castigo al gestor si no cumple etapas prometidas, dilución acelerada por nuevas rondas de dinero no contempladas

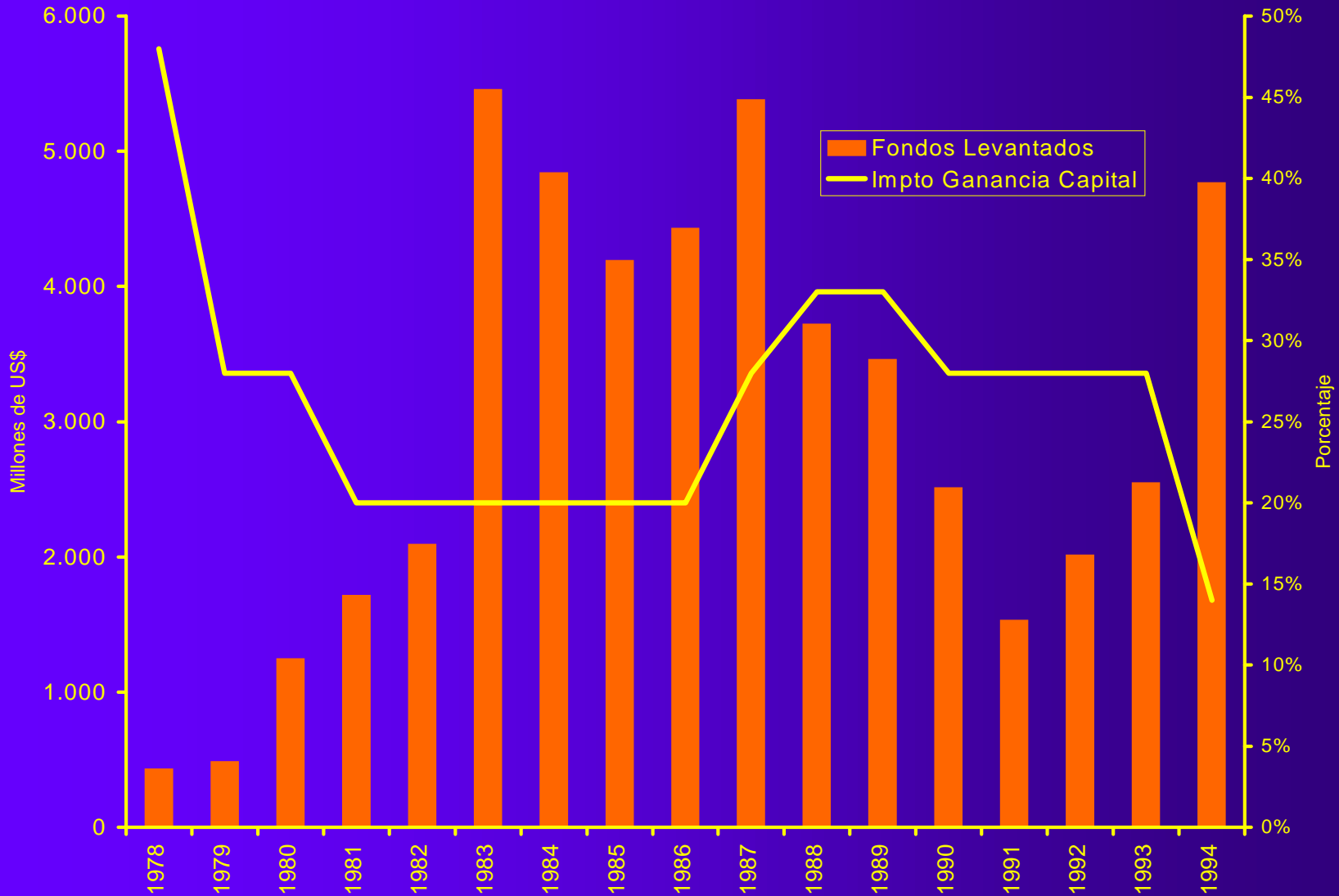
Tasa de Retorno

- Tasa de retorno y porcentaje de fracaso
 - Tasa de retorno promedio esperada de 25% en dólares. Como el porcentaje de los proyectos que falla es alto, el retorno promedio se obtiene con proyectos exitosos con tasa de retorno muy altas. Los proyectos que se aprueban tienen TIR esperadas entre 40%-50%.
 - Cerca de 30% de la inversión en proyectos se traduce en pérdida, otro 30% apenas recupera el capital, resto multiplica entre 2 y 10 veces el capital.

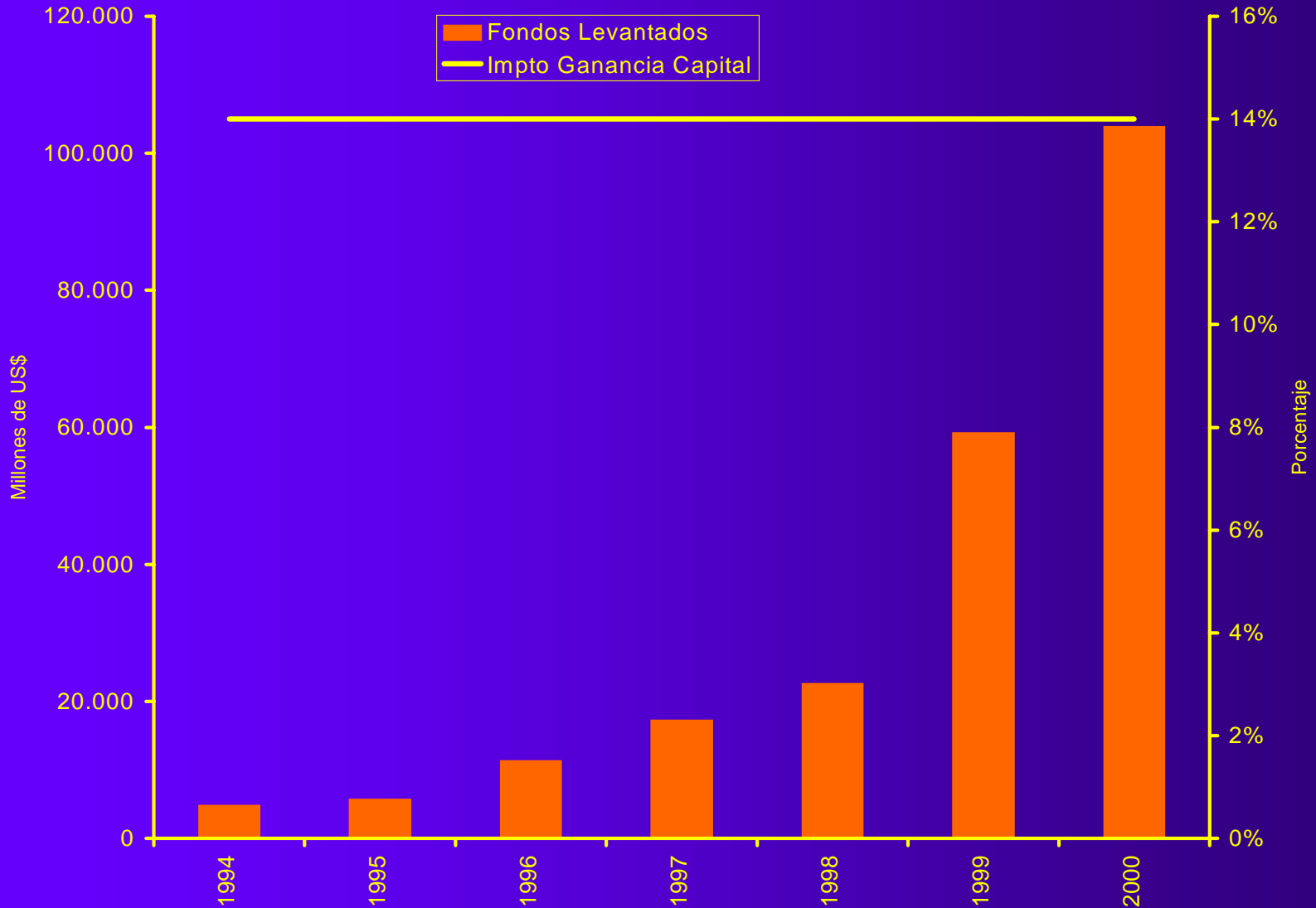
Payoffs From Venture Capital Investing



Evolución Industria EE.UU.



Evolución Industria EE.UU.



Dilución: Participación Ejecutivos desde Creación a Apertura en Bolsa



Compañía y Fundador	Fecha Creación	Fecha Apertura	Participación Post Apertura Ejecutivos y Empleados	Valor Compañía Millones US\$	
				Pre Apertura	Post Apertura
Apple Steve Jobs	Enero 1977	Diciembre 1980	43,4%	62,7	1.379,9
			12,0%	7,5	165,9
Microsoft Bill Gates	1975	Marzo 1986	71,2%	27,9	586,7
			40,2%	11,2	235,7
Oracle Larry Ellison	Junio 1977	Marzo 1986	47,9%	16,8	251,4
			27,5%	4,6	69,1
Amazon.com Jeffrey Bezos	Julio 1994	Mayo 1997	28,2%	35,1	632,0
			28,2%	9,9	117,9
Netscape Jim Clarke	Abril 1994	Agosto 1995	45,4%	38,2	1.069,5
			25,5%	9,7	272,2
Yahoo Jerry Yang	Marzo 1995	Abril 1996	24,4%	37,0	481,5
			10,8%	4,0	52,0

Orígenes Industria de Capital de Riesgo en Chile: Primer Intento



- Ley N° 18.815 de 1989, sobre fondos de inversión (de carácter no rescatables)
 - Fondos de inversión mobiliarios (FIM)
 - Fondos de inversión inmobiliarios (FII)
 - Fondos de inversión de capital de riesgo

Principales Problemas



- Los fondos de capital de riesgo no cumplen con el objetivo para el cual fueron creados, no invierten en proyectos nuevos, en “starts-ups”
- Sesgo implícito por la presencia de inversionistas institucionales (fondos de pensiones)
- Restricciones legales (valorización cuotas, clasificación cuotas entre otros, límites, etc.)

Reformas 1994-95: Segundo Intento (Leyes 19.301 y 19.389)

- Persiste problema de valorización de cuotas (VPP)
- Inflexibilidades legales para el diseño de contratos (e.g. límite de 40% propiedad de proyectos)
- Administradoras se mantienen pasivas, bajas comisiones, problemas específicos algunos
- Pero principalmente por

“Pension funds and classic venture capital is a flawed marriage”

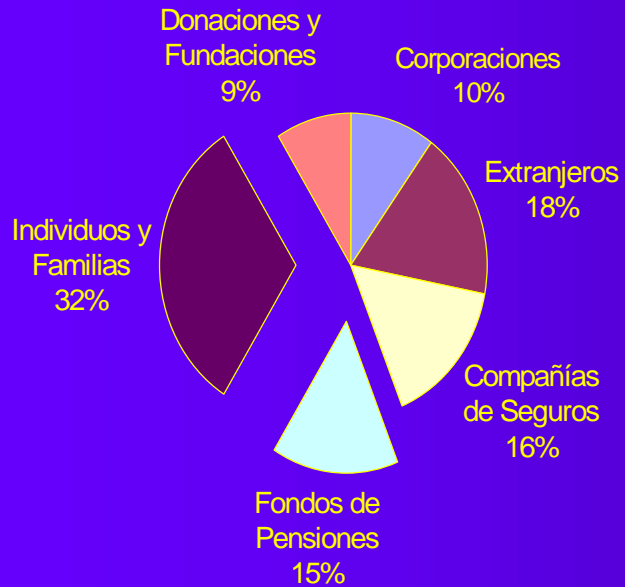
Bygrave and Timmons

“Venture Capital at the Crossroads”,
1992

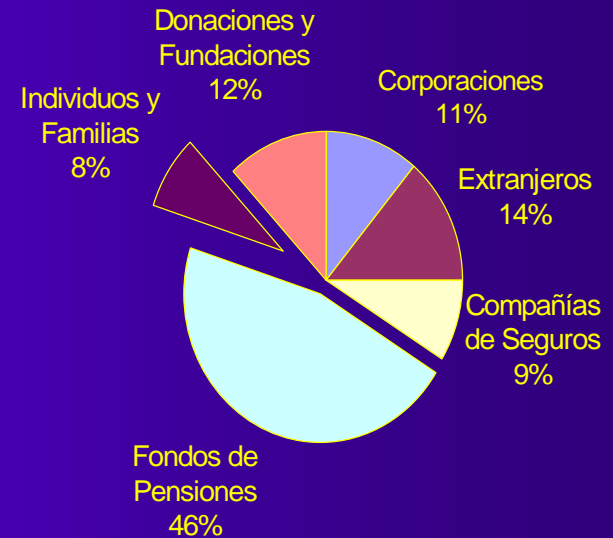
Fuentes Financiamiento EE.UU.



1978



1988



Tercer Intento: ¿la vencida?

- Ley de Opas noviembre de 2000, nueva reforma a la Ley 18.815
- Creación de fondos privados de capital de riesgo
- Todas las condiciones de los contratos sujetas a la libre negociación de las partes

Dos puntos pendientes

- Que CORFO extienda a los fondos de capital de riesgo privados el quasi-capital que hoy se aporta a los FIDES.
- Que el SII permita extender a los tenedores de las cuotas de los fondos privados, la misma exención al impuesto a las ganancias de capital para las acciones en la bolsa emergente, o alternatively, al igual que en EE.UU., que se permita distribuir el activo subyacente del fondo (las acciones de las empresas) manteniendo el beneficios tributarios para el contribuyente.