

ANALISIS DEL MERCADO DE CAPITAL DE RIESGO EN CHILE

PATRICIO ARRAU

GERENS LTDA.

Presentación

- Evolución del Mercado de Capitales chileno: el próximo paso, capital de riesgo
- Que es el capital de riesgo
- Desarrollo institucional del mercado de capital de riesgo en Chile
- Evolución del mercado de capital de riesgo en Chile
- El rol del gobierno en la promoción de la industria de capital de riesgo: evidencia internacional
- Propuestas para Chile

Evolución del Mercado de Capitales chileno: el próximo paso, capital de riesgo

- Evolución institucional del mercado de capitales chileno
- Lecciones desarrollo doméstico

Evolución institucional del mercado de capitales chileno

- 1980 Ley de Fondos de Pensiones
- Ley Orgánica de la S.V.S.
- 1981 Modificación a la Ley Orgánica de la S.B.I.F.
- Ley del Mercado de Valores
- Nueva Ley de Sociedades Anónimas
- 1985 Ley que crea la C.C.R.

Evolución institucional del mercado de capitales chileno

5

- 1986 Nueva Ley General de Bancos
- 1987 Ley que establece la obligatoriedad de la clasificación continua de riesgo de los valores de oferta pública
- Ley de FICE
- 1989 Ley de Fondos de Inversión
- 1994 Ley del Mercado de Capitales
- 1995 Ley de Deuda Subordinada
- Ley para el financiamiento de obras de infraestructura de uso público

Lecciones Desarrollo Doméstico

- Decidida opción modelo Anglosajón (inversionistas institucionales, banca con ámbito limitado, regulación bancaria con fuertes poderes discrecionales)
- Activo rol estatal en desarrollo del marco institucional. Ley de Fondos de Pensiones modificada 24 veces entre 1981-1995
- Poco desarrollo de fuentes de financiamiento para pequeñas y medianas empresas. Mercado de capitales fuertemente condicionado por seguridad y liquidez para fondos de pensiones

Que es el capital de riesgo

- Modus operandi de la industria de capital de riesgo
- Etapas de la inversión en capital de riesgo
- Evidencia internacional de la industria de capital de riesgo

Modus operandi de la industria de capital de riesgo

8

- Ambito del capital de riesgo
 - » Creación de nuevos productos
 - » Iniciar empresas en lugares en que no existen
- Administradores de fondos de capital de riesgo
 - » Colocación de cuotas para levantar capital

Modus operandi de la industria de capital de riesgo

9

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

Modus operandi de la industria de capital de riesgo

10

- Problemas que debe resolver el diseño de los contratos producto de las asimetrías de información
 - » De elección: se debe seleccionar los mejores proyectos y empresarios
 - » De agencia: fuertes asimetrías en favor del agente y en contra del principal. Diseños de contratos deben reducir costos de agencia
 - » De costos operativos: minimizar los costos operativos del proyecto
- Principal aspecto del capital de riesgo: riesgo de gestión

Modus operandi de la industria de capital de riesgo

11

- Características de los contratos para evitar los problemas de asimetrías de información
 - » El fondo tiene una vida fija, pero renovable si se estipula
 - » Los recursos comprometidos se entregan en etapas
 - » Se reserva el derecho de abandonar a aportantes y administradores del fondo
 - » Mecanismos de compensación ligados a la creación de riqueza, tanto para el administrador como para el gestor
 - » Se estipulan modos de forzar a los gestores a distribuir utilidades
 - » Fuerte control y castigos al gestor si no cumple etapas prometidas (Carta Gantt)

Etapas de la inversión en capital de riesgo

12

Etapa	Descripción
Inversión inicial	Pequeño monto para estudiar si una idea merece inversión más alta
Empezar a funcionar	Empresas de menos de 1 año: dinero para el desarrollo de productos y testeo de marketing
1 ^a Etapa-desarrollo temprano	Prototipos indican riesgo técnico mínimo. Empresa es capaz de establecer un proceso manufacturero
2 ^a Etapa-Expansión	Despacha productos a consumidores y obtiene feedback del mercado

Etapas de la inversión en capital de riesgo

13

Etapa	Descripción
3ª Etapa -rentable pero con escasa liquidez	Rapida expansión genera problemas de liquidez
4ª Etapa-crecimiento rapido hacia el punto de liquidez	Empresa esta en posición productiva y estable, tal que el riesgo de los inversionistas externos es reducido
Etapa puente	Alguna idea de la forma de salida, pero aún puede necesitar capital
Etapa de liquidez o salida	Comercialización o venta de acciones de capital de riesgo

Evidencia internacional de la industria de capital de riesgo (el caso de EE.UU.)

- Orígenes de la industria
 - » Mecanismos informales de financiamiento a empresas pequeñas
 - » 1946 nace el primer fondo de capital de riesgo “American Research and Development Corporation” (ADR)
 - Presentó los típicos problemas con que se encuentran los fondos de capital de riesgo
 - Bajas o nulas ganancias en los primeros años
 - Problemas de liquidez
 - Dificultades para levantar recursos en los mercados de valores
 - » Apoyo del gobierno a través de diferentes programas e instituciones
 - 1953 creación de la Administración de pequeños negocios (SBA)
 - 1958 provisión de licencias a compañías de inversión en pequeñas empresas (SBIC)

Evidencia internacional de la industria de capital de riesgo (el caso de EE.UU.)

- Volumen de financiamiento pequeño, sin embargo ha creado gran riqueza
 - » 1988 gasto en I&D US\$380 mil millones, sólo US\$74 mil millones realizados por privados
 - » Sólo US\$ 3,3 mil millones fueron desembolsados por capitalistas de capital de riesgo, 1/3 del gasto en I&D de IBM

Evidencia internacional de la industria de capital de riesgo (el caso de EE.UU.)

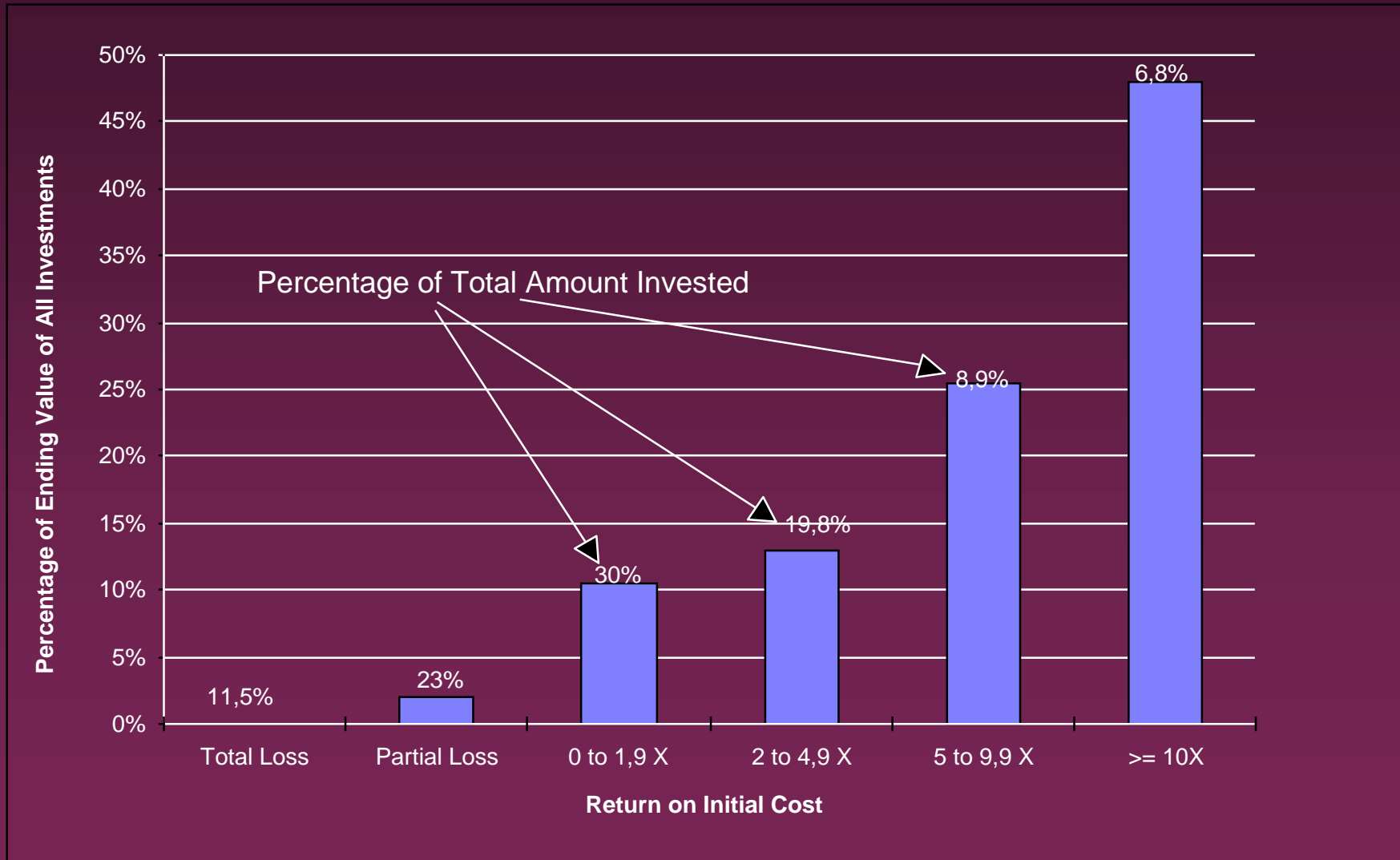
- Empresas que han nacido al alero del capital de riesgo en EE.UU.
 - » Apple, Compaq, Microsoft, Federal Express, Businessland, etc.
 - » Las 23 principales empresas creadas al alero del capital de riesgo en EE.UU. vendieron en 1990 US\$53 mil millones, emplean 350 millones de personas y su valor de mercado en 1990 era de US\$ 40 mil millones
 - » En 1980 cuando Apple se abrió a la oferta pública el valor de mercado de la empresa era de US\$1,4 mil millones, en tanto el valor de la inversión de capitalistas de riesgo era de US\$271 millones

Evidencia internacional de la industria de capital de riesgo (el caso de EE.UU.)

- 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 tiene TIR esperadas entre 40-50%
 - » Cerca de 30% de la inversión en proyectos se traduce en perdida

Payoffs From Venture Capital Investing

18



Desarrollo institucional del mercado de riesgo en Chile

19

- Orígenes
- Principales problemas
- Causas
- Reformas y problemas pendientes

Orígenes

- 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

Causas

- sesgo implícito por la presencia de inversionistas institucionales (fondos de pensiones)
- Restricciones legales (valorización cuotas, clasificación cuotas entre otros)

Reformas

- Ley N° 19.301, de 1994, ley del mercado de capitales
 - » Modifica procedimiento de aprobación de cuotas por parte de la C.C.R.
 - » Se levante obligación de clasificación
 - » Se amplia posibilidad de inversión en una misma entidad
 - » Se permite mayor concentración en las propiedades de las cuotas

Reformas

- Ley N° 19.301, de 1994, ley del mercado de capitales
 - » Se baja el número mínimo de participes requeridos a 50
 - » Se crean los fondos de inversión de créditos securitizados, y los fondos de inversión de capital de riesgo se denominan fondos de inversión de desarrollo de empresas

Problemas pendientes

- Desincentivo a la participación en proyectos de infraestructura de uso público
 - » Exigencias de diversificación, plazos, propiedad y procedimientos, hacen incompatible este tipo de inversiones
 - 20% en un mismo emisor
 - 25% en un mismo grupo económico
 - 180 días plazo colocación de cuotas
 - Imposibilidad de constituir sociedades

Nuevas reformas

- Ley N° 19.389 de mayo de 1995, introduce importantes cambios en la institucionalidad vigente referente al mercado de valores en general y al de fondos de inversión en particular
- Ley N° 19.415 de septiembre d 1995, canalización de recursos hacia infraestructura de uso público. Constituye un fuerte impulso para el desarrollo y expansión de los FIDE y los FII
 - » 40% en un mismo emisor
 - » 50% en un mismo grupo económico (sólo FIDE y FII)
 - » 3 años plazo máximo colocación de cuotas (sólo FIDE y FII)
 - » Constitución de sociedades (sólo FIDE y FII)

Proyecto de ley en trámite legislativo

26

- Proyecto de ley que crea los fondos de inversión internacionales
 - » Homólogos a los 4 tipos de fondos ya existentes, con la salvedad que sus recursos se invertirán en el exterior

- Persiste problema de valoración de cuotas (VPP)
- Inflexibilidades legales para el diseño de contratos (e.g. límites de 40% propiedad de proyectos)

Posibilidades de inversión de los fondos de inversión domésticos

28

FIM	1. Títulos emitidos por la tesorería, por el B.C. o que cuenten con garantía estatal por el 100% de su valor hasta su total extinción
	2. Depósitos a plazo y otros títulos representativos de captaciones de instrumentos financieros o garantizados por estas
	3. Letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras
	4. Bonos y efectos de comercio de empresas públicas y privadas cuya emisión haya sido registrada en la S.V.S.
	5. Acciones de sociedades anónimas abiertas
	6. Cuotas de fondos mutuos y otros valores de oferta pública que autorice la SVS

Posibilidades de inversión de los fondos de inversión domésticos

29

FIDE y FICER	8. Acciones, bonos y efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada en la SVS 9. Otros valores e instrumentos que autorice la SVS
FII	10. Bienes raíces ubicados en Chile 11. Mutuos hipotecarios endosables 12. Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias, y acciones de sociedades anónimas cuyo objetivo único sea el negocio inmobiliario
FICS	13. Carteras de crédito o de cobranza, e aquellos a que se refiere el artículo 135 del la Ley 18.045 del mercado de valores

Posibilidades de inversión de los futuros fondos de inversión internacionales

FIM	1. Títulos de crédito, valores o efectos de comercio, emitidos por estados extranjeros o bancos centrales o que cuenten con garantía de estas entidades por el 100% de su valor hasta su total extinción
	2. Títulos de crédito, depósitos a plazo, títulos representativos de captaciones de dinero, letras de crédito o títulos hipotecarios, valores o efectos de comercio, emitidos por entidades bancarias extranjeras o internacionales o que cuenten con garantía de esas entidades por el 100% de su valor hasta su total extinción
	3 Bonos y efectos de comercio emitidos por empresas pblicas o privadas extranjeras, cuya emisión haya sido registrada como valores de oferta pública en su país de origen
	4. Acciones de transacción bursátil emitidas por sociedades o corporaciones extranjeras, cuya emisión haya sido registrada como valores de oferta pública en su país de origen
	5. Cuotas de fondos mutuos o fondos de inversión constituidos en el extranjero
	6. Otros valores de oferta pública de emisores extranjeros que autorice la Superintendencia

Posibilidades de inversión de los futuros fondos de inversión internacionales

FIDE	<p>8. Acciones, bonos y efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada como valor de oferta pública en su país de origen, siempre que la sociedad emisora cuente con estados financieros dictaminados por auditores externos de reconocido prestigio</p> <p>9. Otros valores e instrumentos en el extranjero que autorice la SVS</p>
FII	<p>10. Acciones de transacción bursátil emitidas por sociedades o corporaciones extranjeras, cuya emisión haya sido registrada como valores de oferta pública en su país de origen</p> <p>11. Acciones, bonos y efectos de comercio u otros títulos de deuda cuya emisión no haya sido registrada como valor de oferta pública en su país de origen, siempre que la sociedad emisora cuente con estados financieros dictaminados por auditores externos de reconocido prestigio</p> <p>12. Bines raíces ubicados en extranjero, cuya renta provenga de su explotación como negocio inmobiliario</p>
FICS	<p>13. Carteras de crédito o de cobranza extranjeras, autorizadas por la Superintendencia, en la forma que disponga el reglamento de esta ley</p>

Evolución del mercado de capital de riesgo en Chile

Incorporación de nuevos fondos

33

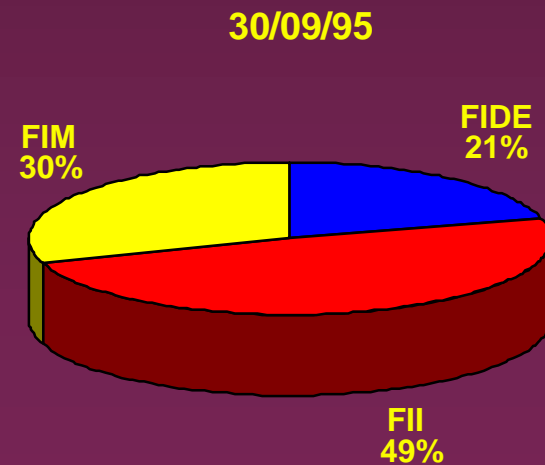
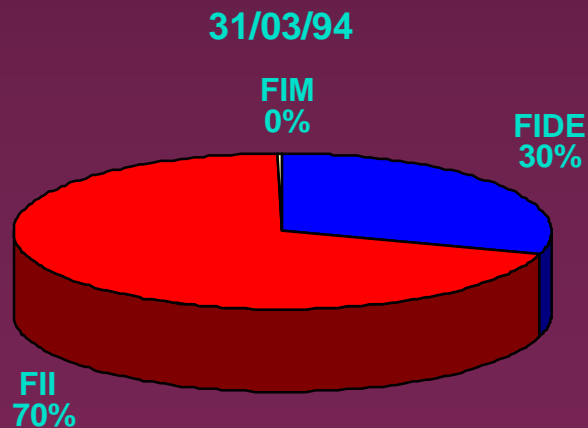
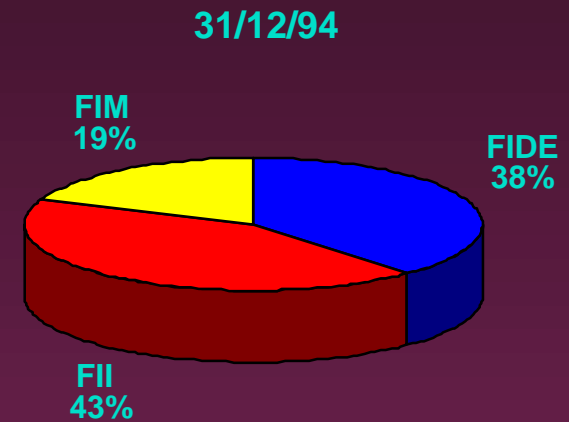
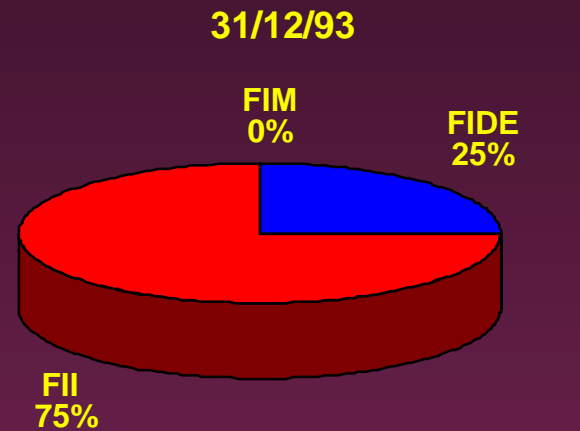
Año	Tipo de fondo	Número de administradoras	Número de fondos
1991	FII Aetfin-Mixto FII Cimenta-Expansión	2	2
1992	FIDE Estrella Americ. FIDE Monitor FII Citicorp Chile FIDE Citicorp Chile FIDE Américas Emerg. FII Américas Raíces FII Santander Plusv. FII Santiago	5	8
1993	FIDE Midway FIDE Toronto Cap. Group	2	2
1994	FIM Pionero FIDE CMB-PRIME FIDE SAbco	3	3

Incorporación de nuevos fondos

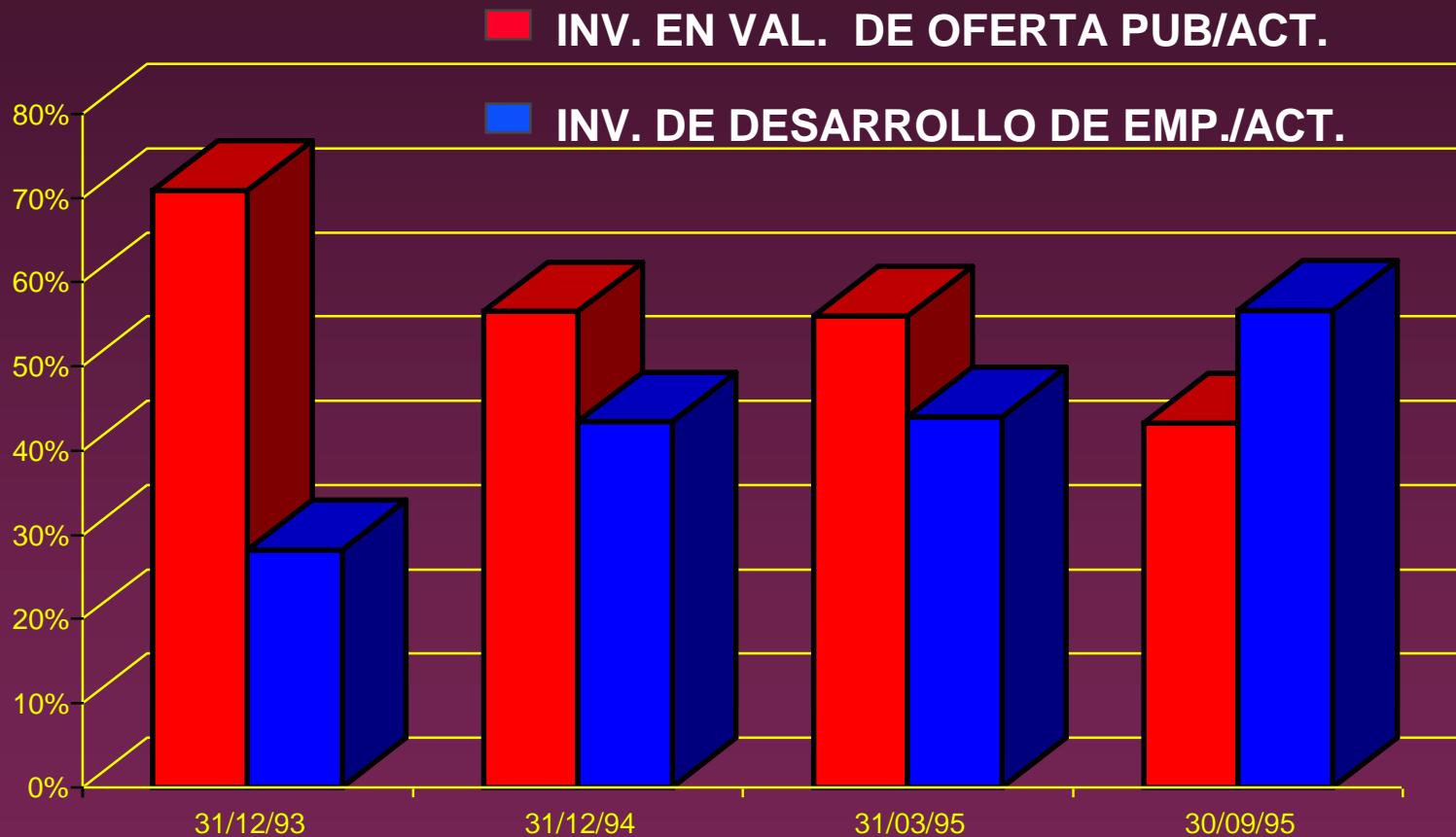
34

Año	Tipo de fondo	Número de administradoras	Número de fondos
1995	FIDE Explorer FIDE Proa FII Fundación FIM Beta FIM Siglo XXI FII Developer FIM Citicorp FIM Midway	5	8
Total		17	23

Importancia del capital de riesgo en la industria de fondos de inversión



En que invierten los FIDE



CONSIDERA LOS FIDE AMERICAS EMERGENTE; ESTRELLA AMERICANA; CMB-PRIME; MIDWAY Y TORONTO CAPITAL GROUP

Políticas de comisiones variables

37

Rentabilidad real anual del fondo	Comisión variable más IVA sobre la rentabilidad que exceda el valor indicado				
	CMB-PRIME	Las Américas Emergente	Las Américas Raíces	Santiago	Pionero
Menos de 6%	0%	0%	0%	5%	No tiene
Entre 6% y 7%	---	---	6%	---	
Entre 6% y 10%	---	---	---	10%	
Entre 7% y 8%	---	---	10%	---	
Entre 7% y 10%	---	7%	---	---	
Más de 8%	---	---	12%	---	
Más de 10%	---	---	---	15%	
Entre 10 y 15%	15%	15%	---	---	
Entre 15 y 20%	18%	17%	---	---	
Más de 20%	20%	20%	---	---	

Que tan serio es el problema de valoración a VPP

38

Estado de Resultados al 31 de dic. 94	Fondo1	Fondo2
Patrimonio antes de result. neto del ejerc	10.976.462	5.902.423
Utilidad neta realizada de inv.	464.468	441.148
Perdida no realizada de inversiones Amort. menor valor de Inv. en acc.	-631.309 -413.679	-338.966 -250.338
Resultado neto del ejer. Patrimonio al cierre del ejerc.	-245.668 10.730.794	134.226 6.036.649

El rol del gobierno en la promoción del capital de riesgo

- Argumentos en favor
 - » Existencia de restricciones financieras o vacío de capital (capital gap) para pequeñas empresas
 - » Externalidades de productividad originadas por los sectores innovativos
 - » Aglomeración de externalidades en desarrollo

Comparación de la industria de capital de riesgo de EE.UU. y Japón

Item	EE.UU.	Japón
Instrumentos de inversión	Capital	Capital y prestamos a empresas
Empresas en que se invierte	Están en etapas tempranas de desarrollo	Están en etapas avanzadas de desarrollo
Propiedad de los fondos	Empresas privadas independientes	70% empresas afiliadas a bancos Cias. de seguros
Relación entre gestores e inversionistas de riesgo	Inversionistas mantienen activa participación en la administración y juntas de directorio	Inversionistas no se involucran en la administración de los negocios

Comparación de la industria de capital de riesgo de EE.UU. y Japón

Item	EE.UU.	Japón
Set de oportunidades	Innovaciones en el área de microprocesadores y tecnología	Grandes empresas desarrollan sus propios procesos
Tamaño relativo del mercado	Pequeño	Pequeño
Estructura de incentivos	Promoción del sector privado, incentivos tributarios	Fomento directo

El rol del gobierno en la promoción del capital de riesgo: evidencia internacional

- El caso de Corea
- El caso de Australia

El caso de Corea

- Híbrido con elementos De modelo japonés y modelo EE.UU.
- Combinación de apoyo directo e incentivos al sector privado
 - » Creación de la corporación de investigación tecnológica de Corea (KTIC) organizada como firma privada
 - Creada por el gobierno, es organizada como empresa privada
 - En el tiempo ha recibido aportes de capital del sector privado y de inversionistas extranjeros
 - » Incentivos tributarios y financieros a la Cías. de capital de riesgo

El caso de Australia

- Similitud con el modelo de EE.UU.
- Promoción directa de industria privada de capital de riesgo
 - » 100% de deducción de impuestos para inversiones financieras para inversionistas (Hasta 1991)
 - » Impuesto de 15% para los inversionista sobre ingresos recibidos de inversiones de capital versus la tasa de impuesto corporativo de 36% (vigente)
 - » Concesión tributaria de 150% para las actividades de I&D (vigente)

Propuestas para fomentar la industria de capital de riesgo en Chile

- Características y conclusiones respecto a la industria de capital de riesgo
 - » Evolución del mercado financiero y de capitales chileno es claramente del tipo americano
 - » Gran número de proyectos susceptibles de levantar financiamiento, pero con los tradicionales problemas de los proyectos nuevos:
 - Socios gestores sin respaldo propio para financiar sus proyectos
 - Escasa o nula experiencia empresarial

Características y conclusiones respecto a la industria de capital de riesgo

- » Experiencia internacional sugiere necesidad de contar con un activo rol del Estado en la promoción del financiamiento del capital de riesgo
- » Fuertes regulaciones y entorno institucional restrictivo de los fondos de inversión (límites a portafolio, valoración de cuotas, etc)
- » Carácter monopolista de los fondos de pensiones para proveer recursos a los fondos de inversión ha llevado a bajas comisiones
- » Improbable efecto de últimos cambios legales sino se contempla cambios institucionales importantes.

Características y conclusiones respecto a la industria de capital de riesgo

- los puntos anteriormente descritos sugieren que cualquier iniciativa para impulsar el financiamiento privado debe contemplar cambio en las leyes de fondos de inversión e incentivos tributarios

Propuestas

- » Creación de un cuarto tipo de fondo de inversión (fondos de inversión de capital de riesgo), no afepeables y sin las limitaciones que actualmente se les impone a los FIDE
- » Valoración de cuotas resultado de la negociación entre las partes

Propuestas

- Cambios leyes fondos de inversión
 - » Colocación de cuotas en forma privada
 - » Reducción del encaje por fondo a UF 4.000
 - » Flexibilización de requerimientos de auditoria y de información a los aportantes
 - » Levantamiento de las restricciones que afectan a los FICER

Propuestas

- Préstamos CORFO e incentivos tributarios
 - » Esquema de créditos CORFO funcionaría mejor asociado a estos fondos más especializados
 - » Incentivos tributarios que promuevan la participación de personas y empresas como aportantes de estos fondos. Se sugieren dos medidas

● Medidas

- Reducir a 15% el impuesto a las ganancias de capital a las personas que hayan mantenido las cuotas de un fondo de capital de riesgo por al menos tres años
- Distribución de acciones de un proyecto o empresa de parte de un fondo de capital de riesgo no debiera desencadenar una realización de utilidades en las empresas o las personas
- En el caso de personas, debiera evaluarse la posibilidad de aceptar como crédito tributario las pérdidas de estas cuotas (mantenidas por más de tres años)