

SERIE  
POLÍTICAS  
PÚBLICAS  
Y TRANSFORMACIÓN  
PRODUCTIVA

Nº **33**  
/ 2019

# ROL DE LOS BANCOS DE DESARROLLO EN LA INDUSTRIA DE CAPITAL PRIVADO

EL CASO DE LOS FONDOS DE CAPITAL  
DE RIESGO Y DE EMPRENDIMIENTO EN  
BRASIL, CHILE, COLOMBIA Y MÉXICO

**CAF** BANCO DE DESARROLLO  
DE AMÉRICA LATINA

# CRÉDITOS

## **Rol de los Bancos de Desarrollo en la Industria de Capital Privado**

El caso de los Fondos de Capital de Riesgo y de Emprendimiento en Brasil, Chile, Colombia y México.

Serie de Políticas Públicas y Transformación Productiva

### **RAFAEL VESGA**

#### **Editor CAF**

Esta serie es coordinada por la Dirección de Análisis y Evaluación Técnica del Sector Privado de CAF

#### **Jorge Arbache**

Vicepresidente de Sector Privado

Se agradecen los aportes realizados por Miguel Arango, Karina Azar, Gabriela Castillo, Rodolfo Clavier, Daniel Spechar, Román Vélez y Rebeca Vidal, ejecutivos de CAF de la Vicepresidencia del Sector Privado.

Políticas Públicas y Transformación Productiva consiste en una serie de documentos orientados a difundir las experiencias y los casos exitosos en América Latina como un instrumento de generación de conocimiento para la implementación de mejores prácticas en materia de desarrollo empresarial y transformación productiva.

**Concepto gráfico:** Gatos Gemelos

**Diseño gráfico:** Claudia Parra Gabaldón

Las ideas y planteamientos contenidos en la presente edición son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de CAF.

La versión en digital de esta publicación se encuentra en:  
<http://www.scioteca.caf.com/>

© 2019 Corporación Andina de Fomento

Todos los derechos reservados

# CONTENIDO

## ① INTRODUCCIÓN

PÁG 09

## ② EL SURGIMIENTO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL PRIVADO EN AMÉRICA LATINA

PÁG 12

### 2.1 Los orígenes de la industria

### 2.2 El despegue en la presente década

### 2.3 Retos hacia adelante

## ③ EL CASO DE BRASIL

PÁG 21

### 3.1 El tamaño de la industria de capital de riesgo en Brasil

### 3.2 Los orígenes

### 3.3 Los mecanismos de desarrollo de fondos de capital de riesgo en Brasil

### 3.4 Retos hacia adelante

**4 EL CASO DE MÉXICO**

PÁG 30

- 4.1 El tamaño de la industria de capital de riesgo en México**
- 4.2 Los orígenes**
- 4.3 Los mecanismos de desarrollo de fondos de capital de riesgo en México**
- 4.4 Retos hacia adelante**

**5 EL CASO DE CHILE**

PÁG 41

- 5.1 El tamaño de la industria de capital de riesgo en Chile**
- 5.2 Los orígenes**
- 5.3 Los mecanismos de desarrollo de fondos de capital de riesgo en Chile**
- 5.4 Retos hacia adelante**

**6 EL CASO DE COLOMBIA**

PÁG 49

- 6.1 El tamaño de la industria de capital de riesgo en Colombia**
- 6.2 Los orígenes**
- 6.3 Los mecanismos de desarrollo de fondos de capital de riesgo en Colombia**
- 6.4 Retos hacia adelante**

**7** CONCLUSIONES

PÁG 54

**8** BIBLIOGRAFÍA

PÁG 62

**9** ANEXOS

PÁG 65

**Anexo 1**  
**Línea de tiempo del desarrollo de la**  
**industria de capital de riesgo en los**  
**países analizados**

**Anexo 2**  
**Síntesis de la experiencia de los**  
**países**

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

<b>GRÁFICO 1</b> América Latina: Inversiones de fondos de capital de riesgo (US\$Millones)	PÁG 14	<b>GRÁFICO 8</b> Brasil: Industria de Capital de Riesgo Valor de las inversiones y cantidad de empresas invertidas - ABVCAP	PÁG 19	<b>GRÁFICO 15</b> Chile: Fondos de capital de riesgo, número de fondos y valor de las inversiones acumuladas para 2016	PÁG 42
<b>GRÁFICO 2</b> América Latina: Inversiones de fondos de capital de riesgo(Valor promedio USD\$ Miles por inversión)	PÁG 14	<b>GRÁFICO 9</b> Brasil: Industria de Capital de Riesgo Capital comprometido y capital disponible para inversión	PÁG 19	<b>GRÁFICO 16</b> Chile: número de fondos de capital de riesgo creados por año	PÁG 42
<b>GRÁFICO 3</b> América Latina: Participación (%) en el número de inversiones de capital de riesgo (2017)	PÁG 15	<b>GRÁFICO 10</b> México: Fondos de capital de riesgo, número de inversiones y valor (USD\$ Millones)	PÁG 31	<b>GRÁFICO 17</b> Inversión anual de los fondos de capital de riesgo financiados por CORFO (USD\$ Millones)	PÁG 43
<b>GRÁFICO 4</b> Financiación global a través de Capital de Riesgo	PÁG 16	<b>GRÁFICO 11</b> México: Capital de riesgo, valor de las inversiones (USD MM)	PÁG 31	<b>GRÁFICO 18</b> Chile: Inversión acumulada de los fondos de capital de riesgo apoyados por CORFO, 2016	PÁG 43
<b>GRÁFICO 5</b> América Latina: Levantamiento de recursos ( <i>fundraising</i> ) para fondos de capital de riesgo	PÁG 17	<b>GRÁFICO 12</b> México: Número de fondos de capital de riesgo levantados por año	PÁG 31	<b>TABLA 1</b> Instrumentos de cofinanciamiento CORFO para fondos de capital de riesgo	PÁG 46
<b>GRÁFICO 6</b> Actividad de los fondos corporativos de capital de riesgo que incluyen recursos corporativos	PÁG 18	<b>GRÁFICO 13</b> México: Capital de riesgo 2009-2017, inversión por sectores (%)	PÁG 32	<b>GRÁFICO 19</b> Colombia: Fondos de capital de riesgo, número de inversiones y valor	PÁG 50
<b>GRÁFICO 7</b> Brasil: Fondos de capital de riesgo, número de inversiones y valor	PÁG 19	<b>GRÁFICO 14</b> Chile: Capital de riesgo, número de inversiones y valor	PÁG 42		

# PRESENTACIÓN

En los últimos años, los países de América Latina y el Caribe han registrado notables logros en materia de estabilidad macroeconómica y muchos han logrado capitalizar los ciclos de expansión exportadora en pro de su desarrollo social. No obstante, la región mantiene importantes retos para alcanzar el crecimiento económico sostenible y equiparar a las naciones más desarrolladas. Un desafío que destaca particularmente es la persistencia de una baja productividad.

En las últimas décadas los latinoamericanos hemos presenciado movimientos más o menos explícitos de los diferentes países que convergen en objetivos comunes y que podríamos denominar “pactos”, entendidos como amplios consensos políticos. En la década de 1980, se dio un valioso viraje en el continente que denominaremos el “pacto” por la democracia; en los años 1990 atestiguamos los benéficos resultados del “pacto” por la estabilidad macroeconómica y la integración comercial; y en los primeros años del nuevo siglo, aprovechando los excedentes del ciclo expansivo mundial de las materias primas, observamos un “pacto” por la inclusión.

Sin embargo, el regreso a los precios bajos en las materias primas en el mercado internacional, puso en evidencia la necesidad de redoblar esfuerzos para

promover un aumento sostenido en los índices de productividad de los factores, mediante la adopción de políticas públicas y buenas prácticas que privilegien una mejor asignación de los recursos y den un impulso certero a la innovación productiva. De esta manera y con el objetivo común de sentar las bases de un crecimiento más endógeno, de mayor calidad y sostenido, CAF - banco de desarrollo de América Latina, está promoviendo la consolidación de un “pacto” por la productividad.

Es por ello que CAF ha identificado este tema como un eje de acción prioritario dentro de su estrategia de apoyo a los países accionistas, que se refleja en operaciones de crédito a favor de los gobiernos, empresas privadas e instituciones financieras, así como en asistencia técnica y generación de conocimiento. En particular, con la serie “Políticas Públicas y Transformación Productiva” buscamos difundir las buenas prácticas y políticas exitosas en América Latina, con el propósito de poner a disposición de los países las mejores y más eficientes estrategias de desarrollo y crecimiento de la productividad.

**Luis Carranza Ugarte**  
Presidente Ejecutivo

# RESUMEN EJECUTIVO

En lo corrido del presente siglo, varios países de América Latina han impulsado el desarrollo de industrias de fondos de capital de riesgo, como una instancia particular de sus industrias de capital privado. Los fondos de capital de riesgo son actores necesarios en los ecosistemas de emprendimiento, pues hacen posible el desarrollo de empresas de alto potencial de crecimiento, cuyas ventajas competitivas se basan en capacidades tecnológicas. El surgimiento de estos fondos de capital de riesgo ha sido estimulado por las políticas nacionales de desarrollo productivo, contando con el soporte de bancos de desarrollo internacionales y locales.

Este estudio presenta un recuento de la evolución de las industrias de capital de riesgo en cuatro países latinoamericanos, Brasil, México, Chile y Colombia, buscando identificar patrones comunes y aprendizajes cruzados. La investigación encuentra que el auge de los fondos de capital de riesgo en la presente década en estos países se explica porque, en la mayoría de los

casos, ellos lograron desarrollar los cimientos de sus industrias de capital de riesgo en la década anterior y esa preparación les permitió aprovechar las tendencias favorables de los mercados globales de capital en la segunda década del Siglo XXI. Sin embargo, falta aún un camino importante por recorrer. En América Latina, las industrias de fondos de capital de riesgo aún no son autónomas, pues en general siguen dependiendo de los recursos aportados por los gobiernos nacionales.

Hacia adelante, es necesario aprovechar las lecciones de esta experiencia para enfrentar los desafíos que se abren en la tercera década del siglo, donde los temas más importantes serán asegurar la participación de América Latina en las tendencias de la cuarta revolución industrial, al mismo tiempo que las economías navegarán en un ambiente macroeconómico y de mercados de capitales globales que seguramente será menos favorable que el que se registró en la década que está terminando.

## CAPÍTULO 1

# INTRODUCCIÓN

1. Este estudio utilizará la siguiente terminología para identificar los distintos tipos de fondos: a) Fondos de capital semilla o fondos de capital de empresas en etapa temprana son aquellos que se especializan en la fase de nacimiento y despegue inicial de las empresas; b) Fondos de capital de riesgo o capital emprendedor para la etapa de crecimiento (*growth o scaleup*); c) Fondos de capital privado (*o private equity funds*) son los que se dedican a financiar la expansión de empresas de mediano tamaño, las cuales tienen una trayectoria demostrada.

El desarrollo de una industria de fondos especializados en la financiación de empresas en sus etapas tempranas y fondos de capital emprendedor capaces de financiar empresas de alto potencial de crecimiento desde sus etapas iniciales, ha sido una aspiración de vieja data en América Latina. Las limitaciones en la capacidad para financiar el surgimiento de empresas de base tecnológica y vocación de alto crecimiento en la región son conocidas y aparecen mencionadas con alta frecuencia cuando se indaga por qué estos países tienen dificultades para entrar en procesos más acelerados de desarrollo y expansión de su competitividad. El surgimiento del emprendimiento de alto impacto como un componente necesario en una fórmula que permitiría acrecentar la competitividad de los países latinoamericanos se ha visto truncado por la carencia de mecanismos para la financiación de empresas en etapa temprana.

En la actualidad, sin embargo, parecería que esta aspiración está más cerca que nunca de convertirse en realidad. Los fondos de capital de riesgo y capital emprendedor hacen parte del universo de los fondos de capital privado, que son entidades dedicadas a administrar recursos de terceros con el propósito de obtener rentabilidad a través de la inversión especializada en activos específicos. Durante las dos últimas décadas, dentro de un contexto general de desarrollo de fondos de capital privado en varios países latinoamericanos, han surgido fondos de capital de riesgo y ecosistemas de emprendimiento que han logrado generar nuevas empresas orientadas hacia el crecimiento rápido, dentro de estándares internacionales de competitividad<sup>1</sup>. El fenómeno aún es pequeño en comparación con las necesidades de estas economías, pero ya es visible.

Detrás de la aparición de estos fondos de capital de riesgo en los ecosistemas de emprendimiento de los países latinoamericanos hay una historia de política pública. Los fondos operan en ecosistemas de emprendimiento cuyo florecimiento ha sido impulsado por los gobiernos. En muchos casos, los fondos han recibido financiación de fuentes estatales, han reducido sus costos y les han facilitado la operación. Los gestores de los fondos han participado en programas de formación diseñados y financiados por entes gubernamentales. Distintos actores en los ecosistemas de emprendimiento, incluyendo a inversionistas, incubadoras de empresas, funcionarios de instituciones y los propios emprendedores, han recibido entrenamiento y apoyo dentro de programas de política pública orientados a generar masa crítica en la actividad emprendedora en los países.

En particular, los bancos de desarrollo multilaterales y locales han tenido un papel importante en esta historia. Desde la década de los años 90, los bancos de desarrollo en América Latina han trabajado de la mano de los hacedores de políticas públicas en los países en programas orientados a favorecer el surgimiento de los ecosistemas de emprendimiento y de una industria de capital de riesgo para empresas en etapa temprana y en expansión y han trabajado, en forma coordinada con otras entidades gubernamentales orientadas a favorecer el desarrollo del emprendimiento de alto impacto. Este trabajo se ha realizado dentro de un contexto más amplio de construcción de políticas para la profundización de la competitividad y el apoyo a la transformación productiva, donde los bancos de desarrollo han sido activos como dinamizadores del sector financiero a través del suministro de instrumentos de financiación como bancos de segundo piso, ofreciendo soporte a los bancos comerciales para la entrega de créditos orientados a facilitar el crecimiento empresarial y

la modernización de las empresas. También han sido activos en el suministro de *"matching funds"*, donde acompañan a las empresas en las fases iniciales de procesos de crecimiento, para luego retirarse. Por lo demás, esta actividad de los bancos de desarrollo no se ha limitado a la entrega de recursos financieros, sino que ha incluido también elementos de capacitación y transferencia de conocimiento.

Por definición, los bancos de desarrollo buscan que sus intervenciones en la actividad económica sean limitadas y temporales. Su misión es actuar allí donde es necesaria la presencia de un actor que demuestre que es posible resolver una falla de mercado. Estas fallas de mercado pueden referirse, por ejemplo, a la presencia de asimetrías de información que impiden el acceso de ciertos actores a la financiación, o a la existencia de externalidades que llevan a que los actores privados inviertan en ciertas actividades en niveles que están por debajo de los que podrían ser óptimos desde el punto de vista del bienestar de la sociedad. Estas dos situaciones se presentan en relación con el suministro de recursos de inversión para empresas innovadoras en etapas tempranas de desarrollo.

En cualquier caso, la aspiración de los bancos de desarrollo en estas intervenciones es retirarse y dejar el espacio abierto al sector privado, una vez que se ha demostrado que la relación entre beneficios, costos, y riesgos en las actividades en cuestión puede ser ventajosa para un actor privado eficiente. Esa es la aspiración en el caso de los programas de soporte al desarrollo de una industria de capital de riesgo.

Existe otra motivación para la intervención de los bancos de desarrollo en los mercados de crédito y capital, aparte de la solución de fallas de mercado, la cual está relacionada con el

cumplimiento de una función contracíclica en la economía. En tiempos de crisis, los bancos de desarrollo pueden ser más activos en el suministro de financiación a empresas que los bancos privados, cuya dinámica tiende a ser procíclica (exuberantes en sus préstamos en las etapas de auge y adversos al riesgo en etapas de contracción macroeconómica). Los bancos de desarrollo pueden actuar como instrumentos de política pública expansionista en etapas de crisis. Por ejemplo, en la crisis económica internacional de 2008-2009 los bancos de desarrollo latinoamericanos tuvieron un papel importante en compensar la reducción de la demanda que enfrentaban las empresas ante la contracción de la economía internacional.

Este trabajo examina la evolución de los fondos de capital de riesgo en cuatro países latinoamericanos, así como su interrelación con los bancos de desarrollo: Brasil, México, Chile y Colombia. En años recientes, los primeros tres países presentan señales de una vigorosa industria de capital de riesgo, mientras que en Colombia su crecimiento aún es incipiente, a pesar de que este país ha logrado dar un impulso notorio a su ecosistema de emprendimiento. El documento examina el papel que los bancos de desarrollo han desempeñado en la evolución de estas industrias de capital de riesgo, los factores que les han permitido ser exitosas y los retos que deben resolver hacia el futuro.

## CAPÍTULO 2

# EL SURGIMIENTO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL PRIVADO EN AMÉRICA LATINA

### 2.1 LOS ORÍGENES DE LA INDUSTRIA

El proceso de desarrollo de fondos de capital privado tomó impulso en América Latina durante la primera década de este siglo con el desarrollo de programas concretos por parte de los gobiernos de la región, orientados a brindar apoyo a la creación de firmas administradoras y fondos de capital privado. En particular, en Brasil, México y Chile se logró una dinámica notable en cuanto a la creación de fondos de capital privado en la década del 2000. Bancos de desarrollo nacionales de esos países iniciaron programas de soporte a la creación de estos fondos, contando con el apoyo de instituciones multilaterales.

El involucramiento de estas entidades multilaterales en el desarrollo de una industria de fondos de capital privado se dio dentro del contexto de los grandes cambios en las políticas económicas que aplicaron los países de América Latina a partir de los años 90, donde se buscó una orientación menos intervencionista del Estado en la actividad económica. Los gobiernos procedieron a aplicar reformas regulatorias que buscaron construir entornos más favorables para los negocios y para la actividad del sector privado. Los bancos centrales fueron dotados de mayor independencia; se redujeron las barreras arancelarias, buscando una mayor integración de las economías con los mercados globales; se amplió la posibilidad de acción del sector privado en la provisión de servicios públicos; y se dio un proceso de venta de las participaciones de los gobiernos en grandes empresas y bancos. En este nuevo contexto, la necesidad de contar con instituciones y entidades capaces de canalizar recursos de inversión hacia el desarrollo de actividades de alta productividad se hizo apremiante.

Para las entidades multilaterales orientadas a dar soporte al desarrollo económico en la región, y específicamente para CAF - banco de desarrollo de América Latina, la tarea de brindar soporte al desarrollo de una industria de fondos de capital privado adquirió prioridad. CAF y otros multilaterales se convirtieron en inversionistas institucionales en fondos que se crearon en los distintos países, permitiendo a los privados apalancar sus recursos para incursionar en esta actividad. Adicionalmente, las multilaterales apoyaron otros aspectos necesarios para el surgimiento de la industria, incluyendo aspectos referidos al desarrollo de marcos regulatorios, la formación de administradores y gestores profesionales, la generación de espacios de encuentro donde los administradores de fondos podían compartir conocimiento y la publicación de estudios sobre las experiencias locales. Finalmente, las multilaterales brindaron soporte a la operación de asociaciones nacionales de fondos de capital privado, que se encargaron de fortalecer la industria, gestionar información y promover la discusión con las autoridades de múltiples temas necesarios para su desarrollo (en aspectos regulatorios, por ejemplo).

Instituciones multilaterales realizaron inversiones en fondos de capital orientados al financiamiento de emprendimientos dinámicos en 1996 (Lerner et al, 2016). En ese momento ya existían algunas operaciones de *private equity* en la región, sin embargo, los fondos especializados en la financiación de emprendimientos eran prácticamente inexistentes en América Latina para mediados de la década de los 90. Las multilaterales mantuvieron su actividad a pesar de la crisis financiera internacional del año 2000 y el colapso de las empresas de internet en el mercado de valores de Estados Unidos (Lerner et al, 2016).

Los actores privados desarrollaron iniciativas de largo alcance con el fin de elevar el perfil de la industria de fondos de capital privado en América Latina y acelerar la construcción y transferencia de conocimiento. En el año 2002 fue creada la *Latin American Private Equity and Venture Capital Association* (LAVCA), entidad dedicada a promover el desarrollo de la industria de capital privado en América Latina y el Caribe. LAVCA publica desde 2006 un informe anual sobre el estado de las condiciones para el desarrollo de fondos de capital privado en los países de la región, convirtiéndose en la fuente de información de referencia sobre la industria en América Latina.

Adicionalmente, surgieron asociaciones de fondos de capital privado en los distintos países. ABVCAP fue creada en 2000 en Brasil, AMEXCAP en 2003 en México, ACAFI en 2003 en Chile y COLCAPITAL en 2012 en Colombia, entre otras organizaciones en la región. Estas asociaciones han contribuido a dar visibilidad pública a la actividad de los fondos, divulgar mejores prácticas, mantener un cruce de información entre países e impulsar el diálogo con los gobiernos nacionales con el fin de alinear los marcos regulatorios en los países con las necesidades de la industria.

## 2.2 EL DESPEGUE EN LA PRESENTE DÉCADA

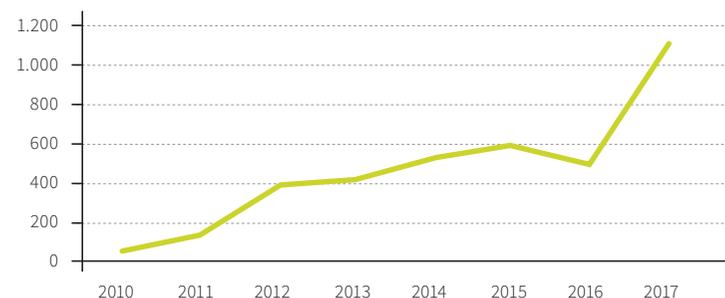
El surgimiento de los fondos de capital de riesgo hace parte de la tendencia general de desarrollo de una industria de fondos de capital privado en América Latina, los cuales iniciaron actividades en la primera década de este siglo (aunque hay algunos antecedentes que se remontan a la última década del Siglo XX). Los esfuerzos que se venían realizando, particularmente en Brasil, México y Chile, entraron en una nueva fase, con una aceleración del crecimiento en

los años recientes. Las manifestaciones de este crecimiento en el panorama general latinoamericano se pueden apreciar en las cifras publicadas por LAVCA, provenientes de un estudio anual de esta entidad, que realiza una encuesta entre fondos activos en América Latina y además hace un seguimiento permanente de la información publicada sobre la actividad de estos fondos.

El monto de las inversiones realizadas por los fondos de capital de riesgo ha registrado una clara tendencia al alza a lo largo de la década en América Latina, con una aceleración sustancial en el año 2017. El Gráfico 1 muestra cómo el valor anual de las inversiones se multiplicó por seis veces entre el año 2010 y el 2015. Si bien en 2016 este valor descendió frente al año anterior, para 2017 la dinámica positiva se recuperó y el año cerró con inversiones superiores a USD\$1.100 millones. Al parecer, la tendencia continúa en 2018, pues de acuerdo con las cifras de LAVCA, el primer trimestre del año cerró con inversiones por más de USD\$600 millones, logrando más de la mitad de la cifra de 2017 en solo tres meses. De continuar este ritmo, las inversiones en capital de riesgo en el año completo superarían ampliamente los USD\$2.000 millones en 2018 (Costa, 2018).

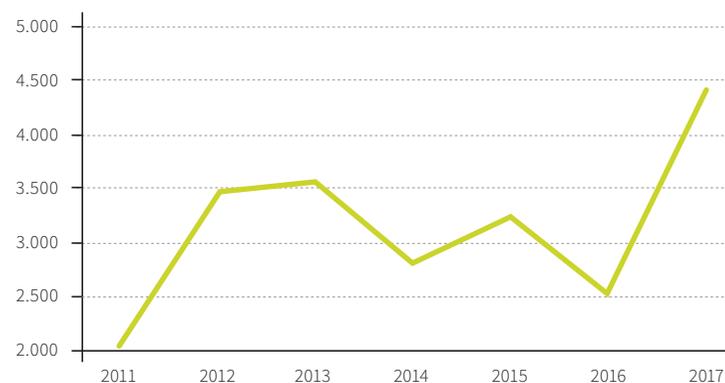
Por su parte, el Gráfico 2 muestra que el valor de la inversión promedio, que venía reduciéndose desde 2013, registró también un incremento sustancial en 2017. La caída en el valor de la inversión promedio se debió a una tendencia hacia una mayor actividad de fondos especializados en etapas más tempranas de desarrollo de las empresas. El cambio registrado en el último año indica que esa tendencia podría estar cambiando de dirección y que están llegando fondos a la región con interés y capacidad para financiar emprendimientos que se encuentran en etapas más avanzadas.

**Gráfico 1.** América Latina: Inversiones de fondos de capital de riesgo (US\$Millones)



Fuente: LAVCA

**Gráfico 2.** América Latina: Inversiones de fondos de capital de riesgo. (Valor promedio USD\$ Miles por inversión)



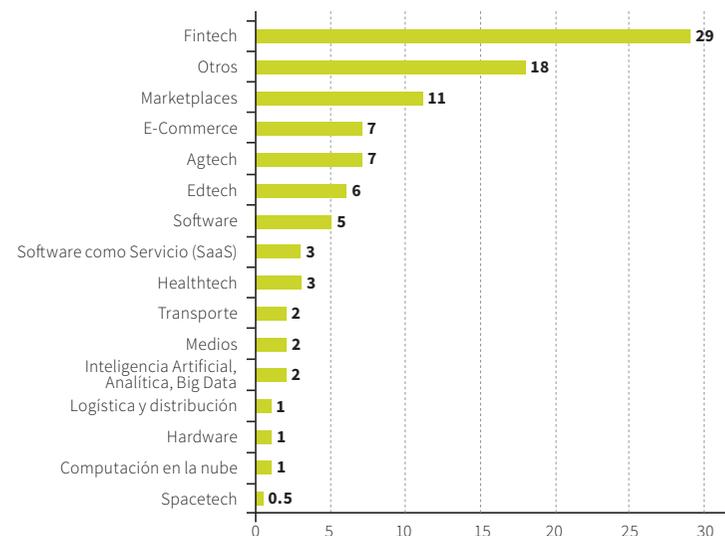
Fuente: LAVCA

De hecho, el año 2017 se destacó porque algunas empresas de la región lograron cerrar rondas de financiación de gran tamaño, incluyendo una por USD\$200 millones, la mayor ronda de inversión conocida en América Latina, realizada por la empresa 99, una plataforma brasileña que conecta conductores de vehículos con pasajeros. La mayor afluencia de recursos ha empujado hacia arriba las valoraciones, al punto que América Latina cuenta ya con nueve “unicornios” (término con el cual se conocen los emprendimientos que logran una valoración superior a USD\$1.000 millones) dentro de los cuales se destacan: Despegar (un portal argentino especializado en facilitar la venta de tiquetes aéreos y habitaciones de hotel), Totvs (empresa brasilera de software, servicios y tecnología con foco en ERP) y Rappi (aplicación para realizar compra de productos y servicios disponibles para la entrega).

Como se aprecia en el gráfico 3, unos cuantos sectores atraen el grueso de la inversión en empresas en etapas tempranas. En 2017, las actividades relacionadas con soluciones financieras (*fintech*), plataformas de mercado (*marketplaces*), comercio electrónico (*e-commerce*), educación (*edtech*) y salud (*healthtech*), software y software como servicio (SAS) concentraron el 68% del valor total de las inversiones.

El crecimiento de la financiación a través de capital de riesgo en América Latina en la presente década fue posible porque ocurrieron al mismo tiempo un conjunto de hechos afortunados. Por una parte, varios países latinoamericanos venían liderando un desarrollo de sus ecosistemas de emprendimiento y sus industrias de fondos capital de riesgo desde la primera mitad de la década anterior y habían logrado un cierto nivel de madurez en estos procesos

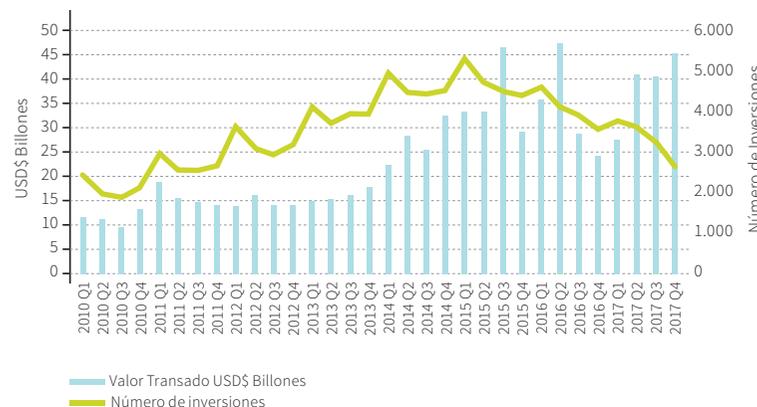
**Gráfico 3.** América Latina: Participación (%) en el número de transacciones de capital de riesgo (2017)



Fuente: LAVCA

(Dalberg Development Advisors, 2012). Esto creó un ambiente favorable para aprovechar la fase de expansión extraordinaria de la financiación a través de capital de riesgo que ocurrió en la economía global en la presente década. Como se aprecia en el Gráfico 4, el valor de las inversiones financiadas con capital de riesgo aumentó de cerca de USD\$10 billones en el primer trimestre de 2010 a más de USD\$45 billones en el tercer trimestre de 2015, según cifras de KPMG. En los años subsiguientes el comportamiento ha sido oscilante, con un descenso en el volumen transado en 2016 y una recuperación en 2017.

**Gráfico 4.** Financiación global a través de Capital de Riesgo



Fuente: KPMG Enterprise, 2018

El Gráfico 4 pone en evidencia la importancia del contexto global en el análisis de lo ocurrido en América Latina. El trabajo que venían haciendo los actores privados y públicos en los países latinoamericanos se vio premiado al encontrar una tendencia global muy favorable en la presente década. La expansión en la financiación de capital de riesgo en América Latina a partir de 2012 que registra LAVCA coincide con una expansión de esta industria en el entorno global en los mismos años. Así mismo, las oscilaciones posteriores parecen obedecer también a una tendencia global.

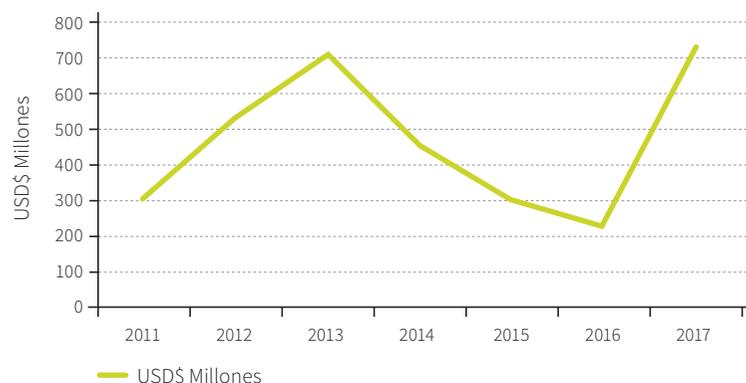
La abundancia de capital en el mercado global, sumada a la evidencia creciente que muestra a América Latina como una región donde un porcentaje apreciable de la población

demuestra una preferencia por la adopción de nuevas tecnologías, ha creado un entorno favorable para que fondos internacionales importantes decidan entrar con fuerza en la región. En 2017 hubo 25 fondos de inversión internacionales de gran tamaño que invirtieron en la región por primera vez (LAVCA, 2018).

De hecho, la creciente presencia de inversionistas internacionales en la región ha impulsado un aumento en la actividad de los fondos locales que había entrado en una etapa de letargo. El Gráfico 5 muestra cómo el volumen de los recursos recaudados (*fundraising*) por fondos de capital de riesgo en América Latina, que venía en caída a partir de 2013, se incrementó sustancialmente en 2017.

Este indicador tiene gran importancia, pues revela que los inversionistas locales están buscando participar en la tendencia de crecimiento de las inversiones en este tipo de empresas. El levantamiento de fondos en el interior de la región había tenido un aumento importante entre 2011 y 2013, pero luego entró en una etapa de retroceso que extendió hasta 2016. La participación de inversionistas locales es indispensable para consolidar una industria de fondos de financiación de empresas en etapa temprana en América Latina, de manera que este resultado de 2017 debe ser considerado con optimismo. Uno de los desarrollos más positivos del año 2017 es la creciente actividad de coinversión, entre fondos latinoamericanos y también entre fondos de la región y otros países. De acuerdo con las cifras de LAVCA, un 67% del volumen de recursos invertidos en América Latina por fondos de capital de riesgo se dio bajo formatos de coinversión entre fondos latinoamericanos e internacionales (LAVCA, 2018).

**Gráfico 5.** América Latina: Levantamiento de recursos (*fundraising*) para fondos de capital de riesgo



Fuente: LAVCA

Hacia adelante, los líderes de esta industria en América Latina, tanto en el sector privado como en el sector público, deberán tener muy en cuenta las oscilaciones en el entorno global, pues estas resultan determinantes para los resultados en la región. Las estrategias ganadoras seguramente serán las que logren aprovechar las ventajas y sortear las amenazas que se presentan desde el contexto externo.

Hay una clara tendencia reciente a nivel global a un aumento en el valor de las inversiones realizadas por fondos de capital de riesgo, al tiempo que el número de inversiones realizado por estos fondos se reduce. Esto ocurre porque predomina una concentración de operaciones de financiación en empresas que están en las etapas más avanzadas de su desarrollo. Las valoraciones que alcanzan estas empresas son altas y crecientes, además, pues el amplio volumen de

los capitales administrados por los fondos internacionales se encuentra con una escasez de empresas capaces de crecer a los ritmos que desean los inversionistas.

Otro elemento importante en el entorno global es la capacidad de los países asiáticos para atraer y sostener abundantes inversiones de los fondos internacionales de capital de riesgo. Asia sigue dando lecciones a América Latina respecto a cómo conquistar inversión internacional. Aparte de la estabilidad política que los inversionistas ven allí, los asiáticos, liderados por China e India, han logrado desarrollar empresas de alta tecnología que apuestan al crecimiento de los mercados en esos países (impulsados por los procesos de urbanización y expansión de las clases medias), o a ser actores protagónicos en fases de transformación de industrias globalizadas en las cuales ellos son particularmente fuertes. Para los países latinoamericanos, la lección más importante es la necesidad de desarrollar tecnologías que apunten a lograr relevancia internacional en la siguiente etapa de transformación de unos mercados en los cuales Latinoamérica pueda reclamar roles de importancia. Los temas relacionados con agricultura, salud, educación y *fintech* se destacan en este contexto.

Una transformación que se asoma con fuerza en el contexto global apunta a la creciente presencia de fondos corporativos (*corporate venturing funds*) en la industria de capital de riesgo. Empresas multinacionales de gran tamaño, de una variedad de sectores (desde alta tecnología hasta consumo masivo), están apostando a la creación de estos fondos corporativos de capital de riesgo, no solamente como una manera de diversificar sus portafolios de inversión, sino como mecanismo que les permitirá adquirir posiciones de privilegio en el desarrollo de nuevas tecnologías.

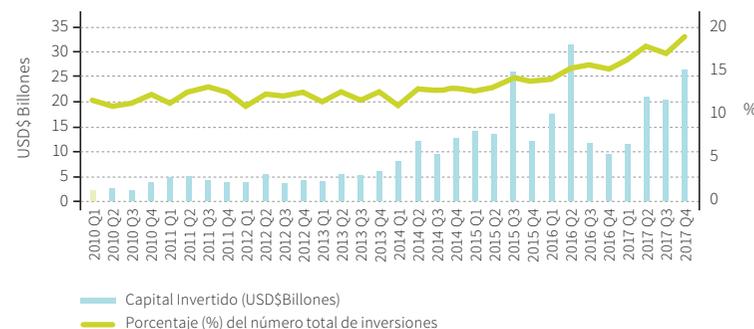
La participación de la actividad global de los fondos corporativos en actividades de capital de riesgo se aprecia al considerar la participación de fondos que incluyen recursos corporativos dentro del total de las inversiones de capital de riesgo<sup>2</sup>. Estos aportaban cerca del 11% del total de las inversiones de capital de riesgo en el mundo al comenzar la década, pero llegaron a representar casi 19% de toda la actividad global al finalizar 2017, según KPMG (Gráfico 6). La presencia de estos fondos corporativos es un fenómeno de creciente importancia en los mercados globales de capital privado y es reconocida hoy como un fenómeno que tiene vocación de permanencia. Es una tendencia positiva, en cuanto trae nuevos capitales al mercado, pero implica también altos niveles de exigencia, tanto para los emprendimientos, que se ven obligados a demostrar altos niveles de sofisticación tecnológica y capacidad para los negocios desde las fases tempranas en su desarrollo, como para los fondos tradicionales, que ven aparecer un nuevo tipo de competidor en su territorio. Esta tendencia de las empresas grandes a incursionar en el mundo de la financiación de emprendimientos está generando algunas manifestaciones de parte de los administradores de fondos en países latinoamericanos como México, Brasil y Chile.

### 2.3 RETOS HACIA ADELANTE

Este breve recuento de la evolución del panorama general de los fondos de capital de riesgo en América Latina pone de presente la necesidad de enfrentar varios retos de gran calibre hacia el futuro en el mediano plazo.

El trabajo que se ha venido realizando en términos del fortalecimiento de los ecosistemas de emprendimiento y de capital emprendedor en América Latina ha arrojado unos

**Gráfico 6.** Actividad de los fondos corporativos de capital de riesgo que incluyen recursos corporativos



Fuente: KPMG (2018)

resultados destacados, por cuanto la región logró aprovechar la tendencia global de auge de este tipo de inversiones que se ha registrado en la presente década. El crecimiento del levantamiento de recursos y las inversiones de los fondos de capital de riesgo latinoamericanos a partir de 2012 no habría sido posible si no hubiera mediado una tarea larga y persistente, que se inició más de una década atrás. De no haber sido por ese antecedente, la tendencia global actual seguramente habría tenido un impacto muy inferior en estos países.

Si la agenda de los fondos de capital de riesgo en América Latina se concentró durante la primera década del Siglo XXI en buscar la gestación de la industria, y la de la segunda década se ha enfocado en el desarrollo de iniciativas orientadas a acelerar el aprendizaje y aprovechar el auge internacional para ganar una mayor impulso en la región, la agenda de la tercera década parecería estar marcada, de una

2. Los fondos corporativos de capital de riesgo suelen actuar en esquemas de coinversión, por lo cual es difícil medir su actividad en forma independiente.

parte, por el manejo de una eventual desaceleración económica global, y de otra, por la búsqueda de un posicionamiento internacional para nuevas tecnologías y empresas de alto crecimiento latinoamericanas, que logren reconocimiento y ventaja internacional por su capacidad para aprovechar el contexto específico de la región, en un contexto de nuevas posibilidades de financiación que se abrirán con la incorporación de tecnologías *blockchain* y los *initial coin offerings*, que permitirán a las empresas acudir directamente al público para captar recursos, en condiciones de alta agilidad y confiabilidad.

Así, se presentan simultáneamente dos grandes tendencias (posible desaceleración económica global y aceleración de las transformaciones en el panorama de los negocios generadas por el cambio tecnológico y la transformación de los modelos de negocio) las cuales exigen respuestas que podrían ser contradictorias, en alta medida. Se requerirá un hábil manejo de parte de los bancos de desarrollo para conducir sus políticas entre estas dos fuerzas opuestas.

El auge global de la actividad de los fondos de capital de riesgo está relacionado con la expansión de la economía de Estados Unidos y con el crecimiento de las valoraciones en el mercado de acciones en ese país. América Latina se ha beneficiado de esa tendencia global y también sufrirá consecuencias cuando ella termine. La etapa actual de expansión de la economía de Estados Unidos es la tercera más larga en la historia. Es de esperar que, en algún momento, en un futuro no muy lejano, esa expansión terminará, lo cual, con toda probabilidad, tendrá un impacto negativo sobre los precios de las acciones. La industria de capital de riesgo en América Latina debe prepararse para soportar escenarios donde esos eventos ocurran.

Por su parte, el otro gran factor en la perspectiva para la próxima década es la velocidad extraordinaria que ha tomado el cambio tecnológico, la necesidad de encontrar una posición para América Latina en esta aceleración, y el papel que están llamados a cumplir los fondos de capital de riesgo en este contexto. La llamada Cuarta Revolución Industrial implicará cambios profundos en la forma como las personas viven y trabajan en todos los países del mundo<sup>3</sup>. En Brasil y México, principalmente, aunque también en Chile y Colombia, ya hay evidencias respecto a la forma como los ecosistemas de emprendimiento latinoamericanos pueden lograr tecnologías avanzadas, que podrían aspirar a abrirse camino en los mercados internacionales al convertirse en fuentes de ventaja competitiva para nuevas empresas.

Es previsible, entonces, que los bancos de desarrollo en la región enfrentarán un dilema. Deben atender a su responsabilidad básica de resolver fallas de mercado y abrir caminos para el sector privado para luego retirarse, dejando el terreno libre a los privados una vez queda claro que las oportunidades existen. Sin embargo, si en medio de este proceso sobreviene una coyuntura de turbulencia económica, el objetivo de dejar el espacio al sector privado puede entrar en conflicto con el mandato de operar como fuerza contracíclica. Una decisión de reducir el apoyo a los privados para abrirles espacio se opondría a demandas adicionales de apoyo para atender las restricciones propias de una desaceleración. Si la incertidumbre económica se extiende en el tiempo, la contradicción puede llevar a estas entidades a escoger uno entre los dos objetivos.

En este contexto, los países que logren desarrollar industrias de fondos de capital de riesgo sólidas y profesionales, que

3. El Foro Económico Mundial ha identificado que la humanidad está a las puertas de una Cuarta Revolución Industrial que traerá consecuencias de extraordinaria importancia. La Primera Revolución Industrial utilizó agua y vapor para mecanizar la producción. La Segunda Revolución Industrial utilizó la electricidad para generar una economía de producción masiva. La Tercera Revolución Industrial aplicó los transistores para automatizar la producción. La Cuarta Revolución Industrial se caracteriza por una fusión de tecnologías que borran las fronteras entre el mundo físico, el digital y el biológico.

superen la dependencia de recursos respecto a los bancos de desarrollo, contarán con mayor margen de acción para enfrentar la volatilidad de los ciclos económicos. Cuando estos fondos operan correctamente, son capaces de aprovechar las etapas de desaceleración para tomar apuestas

contracíclicas. Es necesario persistir para lograr el avance hacia la madurez en el proceso de desarrollo de los fondos de capital de riesgo, pues ellos podrían tener un impacto sustancial como parte de la mezcla de instrumentos necesarios para la transformación productiva en la región.

## CAPÍTULO 3

# EL CASO DE BRASIL

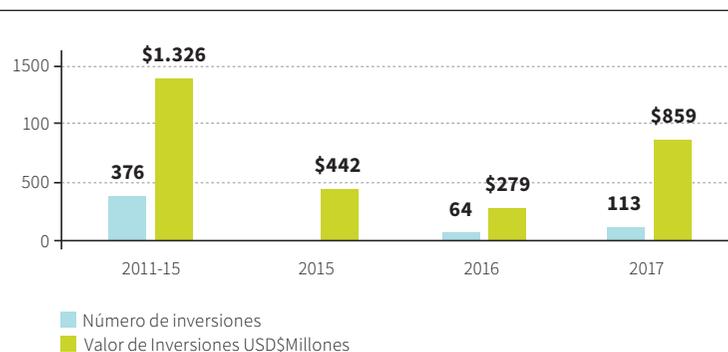
4. LAVCA realiza una encuesta entre 250 administradores de fondos activos en América Latina y el Caribe. Las asociaciones nacionales de fondos de capital realizan sus propios estudios con foco en administradores de fondos que están activos en sus países. Son dos fuentes independientes, cuyos resultados son diferentes: la encuesta de LAVCA puede dejar de registrar fondos que tienen actividad exclusivamente al interior de los países y las encuestas nacionales pueden dejar de registrar fondos que invierten desde el extranjero en forma ocasional. No hay razón para esperar un patrón estable en estas diferencias. Cada una de estas fuentes tiene méritos. Por estos motivos, en este estudio se decidió reportar las dos fuentes.

### 3.1 EL TAMAÑO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO EN BRASIL

La industria de los fondos de inversión en empresas en etapa temprana en Brasil es la más desarrollada de América Latina, pues es la que tiene el mayor tiempo de existencia y la que ha alcanzado el mayor tamaño. Por lo demás, Brasil se ha convertido en el mayor foco de atención para los fondos internacionales de capital de riesgo en América Latina en años recientes. De acuerdo con las cifras de LAVCA, entre 2011 y 2015 los fondos de capital de riesgo en Brasil realizaron 376 inversiones, con un valor acumulado de US\$1.326 millones en el período. La dinámica que traía la industria se redujo entre 2016 y 2015, pero repuntó con gran fuerza en 2017 (Gráfico 7).

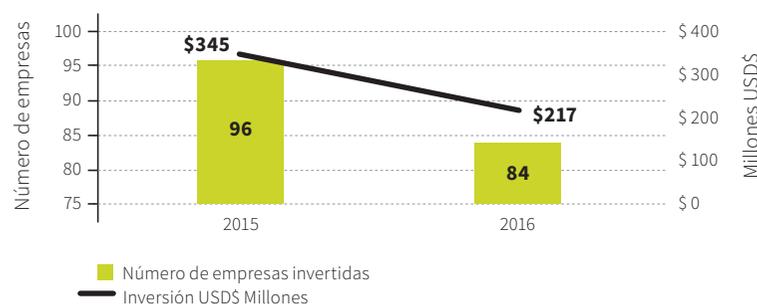
Aparte de las cifras registradas por LAVCA, las asociaciones de fondos de capital privado de los países desarrollan sus propios estudios sobre la marcha de los diferentes tipos de fondos. Para el año 2016, de acuerdo con cifras de ABVCAP (*Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital*), la inversión realizada por los fondos de capital de riesgo brasileños fue de USD\$217 millones, una reducción de 37% frente al año precedente (Gráfico 8). Los valores son diferentes a los presentados por LAVCA porque esta organización realiza una encuesta propia, independiente de las que llevan a cabo las asociaciones de fondos en los distintos países<sup>4</sup>. Las tendencias coinciden entre las dos fuentes para el Brasil y también apuntan en la misma dirección de las tendencias globales (KPMG ABVCAP, 2017).

**Gráfico 7.** Brasil: Fondos de capital de riesgo, número de inversiones y valor



Fuente: LAVCA

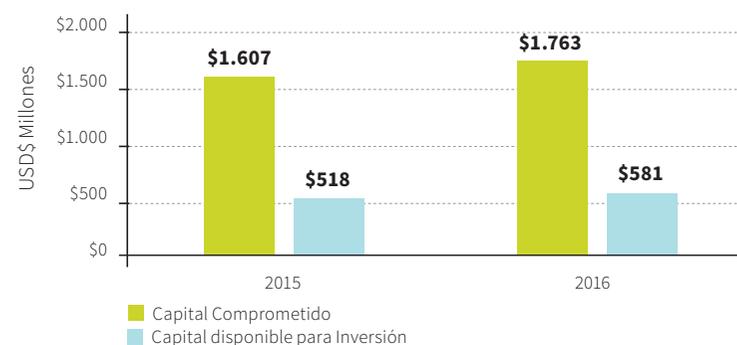
**Gráfico 8.** Brasil: Industria de Capital de Riesgo. Valor de las inversiones y cantidad de empresas invertidas - ABVCAP



Fuente: KPMG ABVCAP (2017)

Por otra parte, de acuerdo con ABVCAP los fondos de capital de riesgo en Brasil acumulaban USD\$1,7 billones en capital comprometido y USD\$581 en capital disponible para inversión en 2016, cifras ligeramente superiores a las registradas en el año inmediatamente anterior (Gráfico 9).

**Gráfico 9.** Brasil: Industria de Capital de Riesgo. Capital comprometido y capital disponible para inversión



Fuente: KPMG ABVCAP (2017)

Estas cifras son altas en comparación con otros países latinoamericanos, sin embargo, son solo una pequeña fracción del capital disponible para inversiones en *private equity*. Para 2016, el capital comprometido en los fondos de capital de riesgo era solamente el 4,3% del valor comprometido en el negocio de *private equity*. La participación de fondos de pensiones en inversiones de riesgo ha sido incipiente y los

activos de riesgo aún no hacen parte de los portafolios del grueso de los inversionistas en el país.

Brasil inició el desarrollo de su industria de capital de riesgo desde la década de los años 90, antes que otros países latinoamericanos. Por este motivo, y por el tamaño de su economía, tiene también la industria más grande de la región. Quizás la característica más distintiva de la experiencia brasileña ha sido el esfuerzo realizado por desarrollar un modelo donde el soporte brindado desde el banco de desarrollo nacional BNDES se extiende progresivamente hacia las regiones y logra convocar actores públicos y privados en el nivel local. Hace falta aún lograr un mayor involucramiento de actores privados y la dinámica es dependiente de las condiciones macroeconómicas del país, pero la industria de capital de riesgo brasileña tiene hoy un reconocimiento por su capacidad para dar soporte a *startups* que logran crecer en un contexto internacional.

### 3.2 LOS ORÍGENES

El desarrollo de una industria de fondos de capital de riesgo tiene antecedentes lejanos en Brasil. En la década de los años 80 se creó la *Companhia Riograndense de Participações* (CRP), una iniciativa que surgió de la gobernación del Estado de Rio Grande do Sul, y fue una entidad pionera en la actividad de *private equity* en el país.

Desde el sector público en el nivel nacional, los actores más importantes en el desarrollo de la industria de capital privado han sido el *Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico* (BNDE), que había sido creado en 1952, y en 1981 pasó a llamarse *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* (BNDES), y *Financiadora de Inovação e Pesquisas*

(FINEP). Una subsidiaria de BNDES, *BNDES Participações* (BNDESPar), actúa como puente entre la inversión pública y los actores privados (Viveros, 2018).

En 1994 se creó el primer marco legal para la constitución, funcionamiento y administración de los *Fundos Múltiplos de Investimentos em Empresas Emergentes* (FMIEE), bajo la vigilancia de la *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM). Esta figura habilitó la posibilidad que inversionistas institucionales entraran como accionistas en empresas de capital cerrado. Gracias a las posibilidades que abrió esta reglamentación, los fondos de *private equity* se convirtieron en los años 90 en un mecanismo privilegiado para la atracción de inversión privada hacia el programa de privatizaciones del gobierno. Por su parte, BNDESPar sirvió para atraer capital privado hacia algunas empresas modernas en sectores como telecomunicaciones. Hacia finales de la década se desarrolló la *Sociedade Operadora do Mercado de Acesso* (Soma), que operó como un mercado bursátil de mostrador (*over the counter*), a la manera del Nasdaq en Estados Unidos, y permitió a empresas pequeñas emitir títulos valores para ser adquiridos por inversionistas. Como parte del programa de privatizaciones, Soma llegó a tener 46 empresas de telefonía listadas en dos años (Viveros, 2018). En el año 2002, el mercado de valores Bovespa compró a Soma, que tenía 123 empresas listadas en ese momento.

### 3.3 LOS MECANISMOS DE DESARROLLO DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN BRASIL

En el año 2000 se creó la *Associação Brasileira de Capital de Risco* (ABCR), cuyos objetivos iniciales fueron buscar el mejoramiento del marco regulatorio, lograr un marco para la participación de los fondos de pensiones en inversiones en

fondos de inversión, promover el mejoramiento de la gobernanza y fortalecer las bases de la industria. A partir de 2005 la asociación adoptó el nombre *Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP).

Hasta ese momento, la actividad de los fondos de inversión no involucraba inversiones en etapa temprana. Este tipo de inversiones solamente comenzaron a ocurrir en la década del 2000 a partir de dos iniciativas concretas: la creación del programa *Inovar* por parte de FINEP y la creación de los Criatec por parte del BNDES.

La *Financiadora de Inovação e Pesquisas* (FINEP) es una agencia del gobierno nacional de Brasil, vinculada al Ministerio de Ciencia, Tecnología e Innovación y encargada de promover el desarrollo económico a través del fomento de la ciencia la tecnología y la innovación. FINEP ha tenido un papel de gran importancia en el establecimiento de vínculos productivos entre las empresas y las universidades y ha creado una diversidad de mecanismos para la financiación de empresas de alto potencial de crecimiento, cuya ventaja competitiva se fundamenta en tecnologías nacidas en las universidades del país.

El programa *Inovar* fue creado con el objetivo de desarrollar empresas de base tecnológica en Brasil, a partir de un soporte de capital de riesgo y un trabajo cercano con universidades y centros de desarrollo tecnológico. La idea era contribuir a crear en Brasil una industria de capital de riesgo en etapa temprana en el sentido moderno, donde los fondos de inversión no solamente aportaran financiación, sino que añadieran valor a las empresas al entregarles mentoría, visión del negocio y contactos, entre otros. FINEP cuenta hoy con una variedad

de instrumentos, incluyendo aportes de capital de riesgo y financiación a fondos de capital de riesgo (Alide, 2013).

El programa *Inovar Fondos*, lanzado en el año 2000, fue complementado con el programa *Inovar Semente* en 2006. Para 2017 estos programas, en su conjunto, habían brindado apoyo a 26 fondos, de los cuales 19 estaban en funcionamiento, 5 en la fase de levantamiento de capital y un fondo que se desprendió del programa en 2008. En total, 79 proyectos recibieron inyecciones de capital. (Pastore & Sartorio, 2017).

El programa *Inovar* de FINEP fue pionero en Brasil y en América Latina en dar importancia a la capacitación de los administradores de fondos en cuanto a las mejores prácticas del mercado internacional y en el apoyo a los administradores para establecer conexiones con sus colegas en Brasil y en otros países, con el fin de acelerar la absorción de conocimiento. Entre las acciones realizadas estuvieron la estructuración de la incubadora de fondos *Inovar*; el lanzamiento del portal *Venture Capital Brasil*; la realización del foro *Venture Forum Brasil*; la capacitación de administradores de fondos y otros actores; y la creación de la red *Inovar* para la prospección y desarrollo de negocios, orientada a la identificación de nuevas oportunidades de inversión de empresas de base tecnológica.

Por su parte, en 2007 el BNDES inició una nueva etapa en la gestión del capital semilla en Brasil, con la creación del fondo de capital semilla Criatec, orientado a lograr capital de riesgo para inversión en *startups* de base tecnológica, en particular en empresas creadas a partir de tecnologías desarrolladas en las universidades y centros de investigación de Brasil. El

tamaño de los fondos Criatec es superior al de los fondos *Inovar* de FINEP, pues mientras estos últimos se acercan a los USD\$6,2 millones, los fondos Criatec superan los USD\$30,8 millones. Con el paso del tiempo Criatec ha generado tres fondos diferentes, en un modelo donde el capital es aportado por el BNDES y bancos de desarrollo regionales, mientras que la administración es encargada a un gestor profesional.

La participación creciente de los bancos de desarrollo regionales en los fondos ha sido el mecanismo aplicado por el BNDES para fortalecer el desarrollo de los ecosistemas de emprendimiento de base tecnológica en las regiones y para fortalecer el flujo de empresas capaces de atraer inversionistas. Los bancos regionales se encargan de asignar gestores locales que participan en eventos relacionados con emprendimiento e innovación, trabajan para incentivar una cultura de emprendimiento tecnológico, identifican oportunidades y someten a las mejores a evaluación por parte del fondo nacional. Los gestores también acompañan a las empresas seleccionadas en sus procesos de crecimiento. Esta estrategia permite al gestor nacional lograr un portafolio de inversiones diversificadas geográfica y sectorialmente (Borsato & Biagini, 2015). Al mismo tiempo, permite diluir los costos fijos administrativos de cada fondo en un mayor número de proyectos. BNDES generó fondos regionales para la región sur, surdeste y nordeste. Como resultado, hoy existen ecosistemas de innovación fuertes en varios estados como Sao Paulo, Santa Catarina y Recife.

Los fondos Criatec han incrementado el tamaño de las empresas a financiar, si bien la devaluación del real ha diluido ese efecto al considerar las cifras en dólares. Pasaron de financiar empresas con ventas anuales por USD\$770.000 en Criatec I, hasta ventas por USD\$3,5 millones en Criatec III.

También se han incrementado el tamaño del capital comprometido en los fondos, de USD\$51,3 millones en Criatec I, a US\$58,2 millones. El número de bancos regionales que aportan al capital en la iniciativa pasó de uno en Criatec I, a siete en Criatec III<sup>5</sup>.

El fondo Criatec I fue creado en 2007 con aportes de USD\$41 millones por parte de BNDES (a través de BNDESPAR), y USD\$20 millones del Banco del Nordeste. Criatec I cuenta con gestores regionales insertados en los ecosistemas de innovación de las provincias de Santa Catarina, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Pernambuco, Ceará y Pará. El fondo fue creado con la meta de invertir en 36 empresas nacientes. El criterio de inversión permitía colocar hasta USD\$2,6 millones por empresa, en empresas que tuvieran ventas anuales, en ese momento, entre USD\$770 mil y USD\$3 millones. Los gestores de Criatec I estudiaron 1.847 oportunidades para definir la inversión en 36 empresas.

Criatec I invirtió USD\$770 mil por empresa en promedio en una primera ronda y volvió a entrar en segunda ronda en algunas de las empresas, en sectores de biotecnología, robótica, equipos médicos, nuevos materiales, nanotecnología, química, software, hardware y sistemas. Las empresas en el portafolio recibieron asesoría en múltiples temas, incluyendo planificación financiera, contratación de ejecutivos y estructuración de estrategias de propiedad intelectual. El crecimiento promedio anual en los ingresos brutos de las empresas del portafolio fue superior a 30% anual. Las empresas del portafolio, además, habían logrado captar recursos adicionales a los suministrados por Criatec I por más de USD\$24 millones. Para finales de 2014, estas empresas generaban 788 empleos directos, el 43% de los cuales correspondía a personas con maestría o doctorado (Borsato & Biagini, 2015).

5. Los valores en dólares fueron calculados utilizando las tasas de cambio promedio de cada año

El fondo Criatec I estaba inicialmente programado para tener una duración de 10 años, los cuatro primeros para inversión y los 6 restantes para maduración y desinversión y cierre en 2017, con la posibilidad de extenderse por 5 años más. Finalmente se tomó la decisión de prolongar su existencia activa por dos años después de la fecha programada de cierre, hasta el año 2019.

En 2012 BNDES realizó convocatoria para el fondo Criatec II, orientado a invertir en 36 empresas con ventas hasta por USD\$5,2 millones, en los sectores de tecnología de información, agronegocios, nanotecnología, biotecnología y nuevos materiales. Cada empresa podría recibir USD\$1,3 millones como máximo en una primera inversión, con posibilidad de recibir más capital posteriormente, sin superar el límite de USD\$3 millones por empresa. El número de bancos regionales aumentó, pues los recursos para el fondo fueron aportados por BNDES y los regionales Banco de Nordeste, Badesul (Banco de Rio Grande do Sul), Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais y Banco de Brasilia. El compromiso de capital fue de USD\$95 millones de parte de BNDES y USD\$31,7 millones por parte de los bancos regionales.

En 2014 se realizó la convocatoria para el fondo Criatec III, destinado a invertir en empresas con ingresos operacionales de hasta USD\$5 millones, con un capital comprometido de USD\$86 millones. El fondo estará activo por diez años, si bien existe la posibilidad de aumentar su duración por cinco años más. Este tercer fondo logró incrementar sustancialmente la participación de actores locales. Aparte de BNDES, participan Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (Bandes); Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais S.A. (BDMG); Banco Regional de Desenvolvimento do

Extremo Sul S.A. (BRDE); Fundação de Amparo à Pesquisa de Minas Gerais (Fapemig); Agência de Fomento do Estado do Amazonas (Afeam); Agência de Fomento do Estado do Paraná – Fomento Paraná; Banco de Desenvolvimento do Rio Grande do Sul (Badesul); Valid S.A., una empresa privada de tecnología listada en la Bolsa de Valores de São Paulo; la gestora nacional del fondo, Inseed, y tres personas naturales. La participación de BNDES, que fue 80% en Criatec I, descendió a cerca de 58% en Criatec III.

Además, en Criatec III se dio por primera vez una participación de inversionistas empresariales en el fondo de capital semilla, con el aporte de la firma Valid. Lo anterior gatilló que administradores de tesorías privadas considerarán invertir en fondos de capital de riesgo como un activo valioso en sus portafolios de inversión (Borsato & Biagini, 2015). De otra parte, las empresas que participan en el fondo adquieren una posición que les permite conocer el portafolio todo el tiempo, de manera que entran a participar en un modelo de innovación abierta, donde tienen acceso a los mejores proyectos de tecnología que salen de las universidades y los centros de estudio de Brasil. Esto puede ser particularmente valioso para algunas empresas. Por ejemplo, BNDES tiene un fondo aeroespacial, donde Embraer participa como inversionista con cerca de 30%. También existe un fondo de tecnología de información, que cuenta con inversión de Telefónica. El hecho de ser inversionistas en los fondos no les da a estas empresas derechos especiales de acceso a las empresas, más allá de poder identificarlas en forma temprana. Si las grandes empresas inversionistas tienen interés en invertir en las startups, deben hacer una oferta en condiciones similares a las de cualquier otro inversionista externo.

Aparte de los fondos de capital semilla, BNDES invierte también en otros fondos de capital de riesgo orientados a empresas que se encuentran en etapas más avanzadas de desarrollo, como son los fondos de capital, no incluidos dentro del ámbito del presente estudio.

### 3.4 RETOS HACIA ADELANTE

La experiencia de Brasil en el desarrollo de una industria de capital de riesgo en etapa temprana tiene múltiples elementos positivos. En particular, ha demostrado que es posible crear fondos de capital de riesgo orientados a financiar las etapas tempranas en el desarrollo de empresas de base tecnológica, y que estos fondos sí pueden identificar casos de éxito de empresas que efectivamente logran crecer, como demuestra el hecho de tener seis empresas del portafolio de Criatec I en la lista de las empresas de mayor crecimiento en Brasil en el año 2015.

Adicionalmente, el modelo brasileño ha mostrado que es posible combinar una gestión desde el nivel nacional y convocar a actores en las regiones, para articular los sistemas de emprendimiento locales y atraer proyectos de alto potencial de procedencias diversas. También ha demostrado ser robusto ante cambios en la orientación política de los gobiernos. De la misma manera, se revelan también dilemas y necesidades que requieren ser resueltos hacia el futuro. En primer término, existe un consenso tanto en la industria como en el gobierno, respecto a que la industria aún no se podría sostener sola, sin la participación de BNDES y FINEP. A pesar de que las políticas de desarrollo de una industria de capital de riesgo en Brasil en su fase moderna se iniciaron hace casi 20 años, la industria está lejos de poder funcionar sin apoyo del gobierno, pues incluso en el fondo Criatec III la participación de los privados es minoritaria.

La persistencia de una baja participación del capital privado en la financiación de estos fondos tiene varias explicaciones. Por una parte, la volatilidad de la economía brasileña magnifica los niveles de riesgo, que ya son elevados por tratarse de empresas jóvenes. En el período en consideración, Brasil ha experimentado momentos de auge económico extraordinario y otros de recesión y pérdida de valor de la moneda. Por otra parte, las posibilidades de ganancia en emprendimientos de base tecnológica en Brasil no se comparan con las que presentan en mercados como Estados Unidos. Los inversionistas se abstienen de entrar en este mercado con entusiasmo pues los riesgos son más altos que los de la economía en general y en cambio las perspectivas de ganancia son relativamente moderadas.

Otra parte del resultado, el propio sistema aún presenta trabas que dificultan la participación de los inversionistas privados. Por ejemplo, la obligación de tener un representante del BNDES o FINEP en el consejo de inversión de los fondos es un aspecto que dificulta la administración de los mismos. Esta obligación se convierte en un obstáculo que resta agilidad y añade complejidad a las operaciones cotidianas. En particular, hace más difícil la búsqueda de inversionistas internacionales. El BNDES afirma que es consciente del problema y que se está estudiando la posibilidad de dejar de tener un representante en el consejo de inversión cuando el porcentaje de BNDES en el patrimonio del fondo sea inferior al 25%.

Brasil ha realizado un esfuerzo de gran escala y ha hecho muchas cosas bien en el proceso. En particular, en el desarrollo del programa Criatec es posible apreciar cómo BNDES ha mantenido una línea consistente en el tiempo por lograr un conjunto de objetivos que son necesarios para el desarrollo de la industria, desde el fortalecimiento de los

ecosistemas de emprendimiento locales hasta la reducción progresiva de su participación en el patrimonio de los fondos.

En el largo plazo, el objetivo de los bancos de desarrollo al apoyar el surgimiento de la industria de capital de riesgo para empresas en etapa temprana es atraer la acción de los agentes privados, mostrar que es posible resolver fallas de mercado y luego retirarse. BNDES y FINEP han mostrado que la actividad es posible, pero están lejos de poder retirarse del escenario.

Es imposible predecir cuánto tiempo podría tomar el logro del objetivo final de tener una industria de capital de riesgo financiada fundamentalmente por privados, donde BNDES y FINEP no sean la fuente fundamental de capital. El resultado va a depender de que se logre atraer a inversionistas internacionales de gran tamaño y también a los inversionistas institucionales locales. Los inversionistas internacionales están muy alertas ante eventos relacionados con la marcha general de la economía. En los recientes, Brasil ha estado en la mira de los mercados internacionales debido a la desaceleración económica y a varios escándalos de corrupción, causando preocupación a los inversionistas internacionales.

Sin embargo, en el mundo de las *startups*, el país ha logrado algunos hitos considerables. Se han dado varias adquisiciones de empresas brasileñas por parte de empresas internacionales, a precios extraordinarios. La empresa 99 Taxi fue adquirida por la china Didi Chuxing por cerca de USD\$1.000 millones. La empresa PagSeguro logró captar USD\$2,6 billones en su salida a bolsa en Wall Street. Nubank, una empresa Fintech emisora de tarjetas de crédito, obtuvo USD\$150 millones en su sexta ronda de inversión desde su creación en 2013 y la valoración implícita de la empresa supera también el billón de dólares.

Al mismo tiempo, algunos fondos de capital de riesgo internacionales han ido en contravía de la tendencia de la inversión extranjera y han incrementado su presencia en el país. Este tipo de firmas ven oportunidades en la transformación del escenario brasileño de *startups*, porque ha aumentado la calidad de los emprendedores y porque hay cada vez más nuevas empresas cuya estrategia apunta a consolidar ventajas frente a las rigideces y las limitaciones en la productividad de los jugadores tradicionales en distintos sectores. Las *startups* que logren éxito en este tipo de apuesta podrían tener buenas posibilidades de ser compradas por las propias empresas dominantes, o por firmas de gran tamaño que aspiren a entrar a competir en Brasil.

El BNDES estimaba en 2015, con base en comparaciones internacionales, que Brasil tendría la capacidad para generar cerca de 150 inversiones anuales en capital semilla (Borsato & Biagini, 2015), un número muy superior al de las empresas que estaban recibiendo financiación en ese momento. Esta apreciación coincide con los resultados de un estudio de la Fundação Getulio Vargas, según el cual el número de aceleradoras en Brasil llegaba a 41 para enero de 2016, con 1.100 *startups* que habían pasado por procesos de aceleración. Según esto, Brasil sería el país de localización del 18% de las aceleradoras del mundo (Abreu & Campos, 2016).

En suma, si bien no existe todavía una industria que pueda operar sin apoyo del Estado, Brasil cuenta hoy con un ecosistema de soporte para el emprendimiento de base tecnológico que no existía al comenzar el presente siglo, tiene un nivel sofisticado y cubre buena parte del país. Las limitaciones en los logros tienen que ver, por un lado, con la presencia de eventos desfavorables desde el punto de vista macroeconómico y político en momentos claves del proceso, y por otro, con la persistencia de algunos procedimientos y

rigideces en el manejo de las entidades del Estado, que han llevado a muchos inversionistas privados a temer por la presencia de los actores públicos en los fondos, porque añade ineficiencia y lentitud a las operaciones. El logro de un incremento sostenido de la presencia de actores internacionales en la industria de fondos de capital de riesgo en Brasil hacia los próximos años es un objetivo muy

importante para que sea posible una continuación de la tendencia de crecimiento de esta industria. Desde esta perspectiva, tiene una gran importancia lograr avanzar hacia una reducción de las condiciones que llevan a esos inversionistas a ver el papel de los actores estatales en los fondos como un factor que hace más difícil lograr la consolidación de las oportunidades.

## CAPÍTULO 4

# EL CASO DE MÉXICO

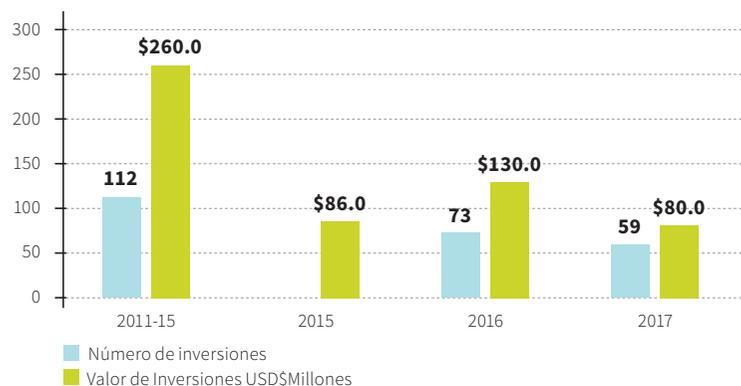
### 4.1 EL TAMAÑO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO EN MÉXICO

El volumen de actividad de la industria mexicana de fondos de capital de riesgo ha venido creciendo rápidamente en el curso de la presente década. Según LAVCA, el valor acumulado de las inversiones realizadas por fondos de capital de riesgo en México fue de USD\$260 millones entre 2011 y 2015. La dinámica se mantuvo hacia 2016, pues solamente en ese año se realizaron inversiones por USD\$130 millones, un poco más de la mitad de las acumuladas en los cinco años anteriores; sin embargo la actividad tuvo un freno apreciable en 2017 (Gráfico 10).

Según AMEXCAP (Asociación Mexicana de Capital Privado), las inversiones realizadas por los fondos de capital de riesgo en México aumentaron de USD\$45 millones en 2010 a USD\$231 millones en 2016. La trayectoria en la década ha sido oscilante, con grandes variaciones en los últimos años (Gráfico 11). Las cifras de LAVCA y las de las asociaciones nacionales de capital privado provienen de estudios con metodologías diferentes, como se explicó en el Capítulo 3, y no se debe esperar que coincidan exactamente. Sin embargo, las tendencias van en la misma dirección.

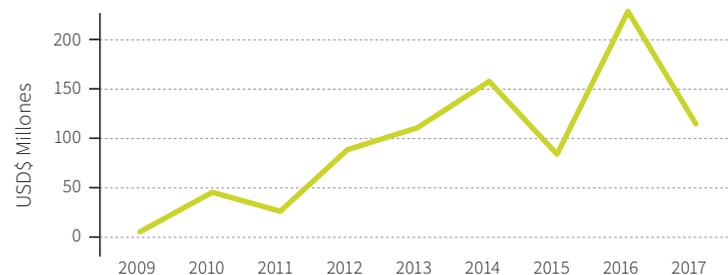
Mientras que entre 2000 y 2010 se crearon 17 fondos de capital de riesgo en México, entre 2011 y mediados de 2017 surgieron 68 fondos de capital de riesgo en el país, según AMEXCAP. Entre 2014 y 2015, México pasó de representar el 15% al 33% del total de capital de riesgo invertido en América

**Gráfico 10.** México: Fondos de capital de riesgo, número de inversiones y valor (USD\$ Millones)



Fuente: LAVCA

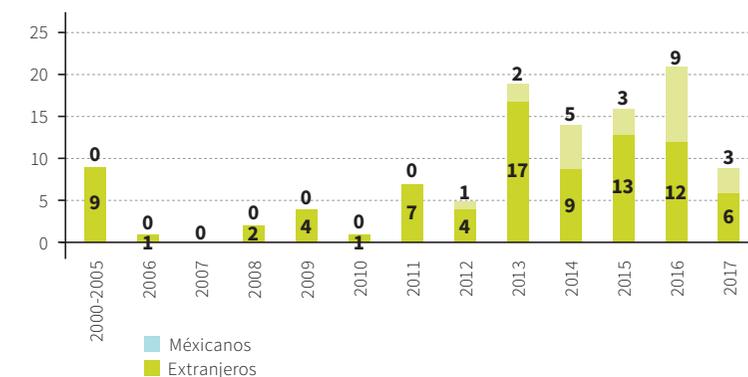
**Gráfico 11.** México: Capital de riesgo, valor de las inversiones (USD\$ Millones)



Fuente: AMEXCAP (2017)

Latina, de acuerdo LAVCA. El proceso favoreció especialmente el crecimiento de los fondos para capital semilla, donde los compromisos de capital pasaron de USD\$55 millones en 2012 a USD\$152 millones en 2016, mientras que el capital comprometido en inversiones en etapa temprana pasó de USD\$56 millones en 2011 a USD\$14 millones en 2016. El país ha logrado atraer inversionistas extranjeros a esta industria, de manera que para 2016 se acumulaban USD\$164 millones en compromisos de capital suministrado por extranjeros en fondos de capital de riesgo (Gráfico 12).

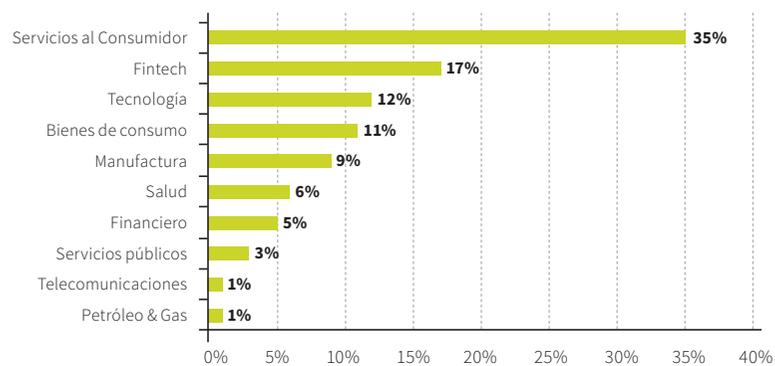
**Gráfico 12.** México: Número de fondos de capital de riesgo levantados por año



Fuente: AMEXCAP 2017

Por sectores, las inversiones en comercio, FinTech, tecnología y bienes de consumo representan el 75% del total (Gráfico 13).

**Gráfico 13.** México: Capital de riesgo 2009-2017, inversión por sectores (%)



Fuente: AMEXCAP 2017

Estas cifras muestran algunas de las características de la actividad de los fondos de capital de riesgo en México en años recientes. El crecimiento se aceleró en la presente década, en particular después de 2013. El mayor éxito se ha dado en la actividad de capital semilla y los fondos de capital de riesgo que financian las siguientes etapas de crecimiento de las empresas no han crecido al mismo ritmo y esto abre la puerta a inquietudes respecto a la forma en la cual se va a dar una segunda ronda de financiación para las empresas que fueron exitosas en obtener capital semilla. La presencia de inversionistas extranjeros en los últimos años hace pensar que la importancia de estos jugadores podría incrementarse en la siguiente etapa de desarrollo de la industria.

México logró en el curso de pocos años una confluencia de condiciones que permitieron resultados positivos en el surgimiento de una industria de fondos de capital de riesgo.

Esas condiciones se desarrollaron en forma lenta y solo comenzaron a producir resultados sustanciales cuando se logró construir una masa crítica de componentes en el ecosistema emprendedor del país en la primera década del año 2000 (ver Sección 4.2). El proceso muestra la importancia de una acción decidida, liderada desde el ámbito de la política pública y del logro de una agregación de esfuerzos de actores empresariales, de gobierno y academia. De otra parte, la aceleración del proceso en pocos años sugiere que el desarrollo de una industria de capital de riesgo no sigue una trayectoria lineal, sino que quizás se asemeja más a una curva exponencial, donde se requiere un número de años de esfuerzo sostenido para pasar un umbral, a partir del cual se puede lograr un crecimiento rápido, que concentra en pocos años una dinámica sustancial de despegue. Si esta caracterización del proceso es la correcta, entonces se incrementa la importancia de lograr la integración de mecanismos adecuados de aprendizaje a partir de la experiencia, que brinden información acertada en tiempo real para informar los siguientes pasos. Una vez iniciada la fase de crecimiento, es vital tomar decisiones adecuadas y adelantarse a resolver barreras al desarrollo con agilidad. La velocidad del crecimiento multiplica el potencial de los beneficios, pero también magnifica los costos de los errores y las omisiones.

## 4.2 LOS ORÍGENES

La aspiración de contar con una industria de fondos de capital en México tiene décadas de historia. El desarrollo de una industria de fondos de capital moderna en México se inició en la década de los años 80. En 1986 se creó la figura de las Sociedades de Inversión de Capitales (Sincas), con el propósito de contar con un instrumento financiero que permitiera resolver las necesidades del capital de la industria y reducir así la dependencia frente a la deuda.

Las Sincas eran en efecto fondos de *private equity* que vendían sus acciones en el mercado abierto. Su inspiración fue el modelo anglosajón del *investment trust*, pero los creadores de la figura no tuvieron en cuenta que el entorno de la economía en ese momento no favorecía el fortalecimiento de una figura de este tipo. No había inversionistas institucionales mexicanos en ese momento y la estructura de economía cerrada hacía muy difícil para un inversionista internacional acudir a este vehículo de inversión en México. Se pretendía que inversionistas pequeños financiaran empresas pequeñas a través de este mecanismo, pero no estaban dadas las condiciones para que eso pudiera ocurrir. El sistema regulatorio, a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, era pesado e inefectivo (Charvel, 2007). A pesar de todo, la figura de las Sincas persistió hasta mediados de los años 90, gracias a la actividad de inversionistas como Nacional Financiera (Nafin), banco de desarrollo que asumió la tarea de estimular su mercado.

Las Sincas no fueron el único intento de creación de un vehículo de inversión que permitiera canalizar recursos de capital hacia las empresas. En 1993 el gobierno federal, a través de Nafin, creó un fondo de capital emprendedor con un capital de USD\$34 millones, que fue gestionado por Ventana, un fondo de Estados Unidos. En el año 2003 se creó el Fondo de Emprendedores Conacyt-Nafin, como una asociación entre Nafin y el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología de México (Conacyt). Sin embargo, estos intentos no lograron generar una dinámica de crecimiento sostenible en el tiempo (Ernst & Young, 2015).

El modelo que permitió el crecimiento de la industria fue puesto en marcha a mediados de la década del 2000, pero su origen está en las transformaciones que sufrió la economía

mexicana en la década de los años 90, con la puesta en marcha del Tratado de Comercio de América del Norte (NAFTA, por su sigla en inglés).

El tratado implicó un cambio profundo en la concepción del sistema económico hacia un modelo de economía más abierta y menos intervencionista. Como parte de ese proceso se dio una reflexión respecto al papel que habían tenido los bancos de desarrollo en la etapa de economía cerrada. En particular, surgió una nueva conciencia respecto a la concentración de poder económico a través de la intervención directa en las grandes empresas del país por parte de Nafin y otros bancos estatales. Estos bancos habían tenido un rol crucial en el desarrollo de la industria manufacturera en la era de la economía cerrada, tenían expertos sectoriales en abundancia y su influencia se extendía a lo largo de un gran número de actividades productivas en el país. Muchas de las grandes empresas de México tenían asientos en sus juntas directivas para los representantes de bancos de desarrollo estatales, como consecuencia de las inversiones realizadas por ellos. La nueva visión de una economía más abierta y regida por dinámicas de mercado permitía apreciar que esta influencia directa de los bancos estatales restaba competitividad a las empresas.

En la década del 2000, a partir de un análisis realizado con el Banco Mundial, Nafin se propuso sacar de su balance esas inversiones y utilizar estos recursos para impulsar un ecosistema orientado a favorecer el crecimiento empresarial en México. En 2006 se creó la Corporación Mexicana de Inversiones de Capital (CMIC), cuya base fue suministrada por los activos productivos legados por cuatro bancos: Nacional Financiera (Nafin); el Fondo de Capitalización e Inversión del Sector Rural, Focir, fondo que operaba en el sector

agroindustrial; el Banco de Comercio Exterior, Bancomext; y el Banco Nacional de Obras (Banobras); más un compromiso de recursos frescos de USD\$250 millones, aportado principalmente por Nafin.

El objetivo de la Corporación Mexicana de Inversiones de Capital sería convertirse en una plataforma para que el gobierno hiciera inversiones en fondos de capital privado y de capital emprendedor, y así impulsar el desarrollo de esta industria en México. El mecanismo escogido fue la creación de un Fondo de Fondos, una estructura especializada en inversiones de capital privado, dependiente de CMIC, que se encargaría de invertir en fondos privados siguiendo las directrices de la política en este tema.

La aparición de la entidad fue apreciada como un facilitador para la actividad de los fondos de inversión que operaban en México, que hasta ese momento eran fundamentalmente filiales de fondos internacionales basados en otros países. Estos fondos aprovecharon las posibilidades que brindaba el NAFTA, que permitía unificar información de empresas bajo el sistema contable US GAAP, incorporar vehículos en Canadá, crear compañías de administración en Delaware y conectarlos con un prestador de servicios en México. Así se desarrollaron en el tiempo unos actores locales, siguiendo las líneas definidas por el Fondo de Fondos, que hacían énfasis en el fortalecimiento del gobierno corporativo y la creación de confianza para los inversionistas privados.

Por su parte, el Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM) ha apoyado desde su creación en 2013 el desarrollo de fondos de capital de riesgo con sus recursos. Para junio del año 2017, los fondos de capital de riesgo apoyados por el INADEM habían invertido en 18 empresas de alto impacto (INADEM, sin fecha).

#### 4.3 LOS MECANISMOS DE DESARROLLO DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN MÉXICO

En México existe el Fondo de Fondos, creado por Nafin y que administra 15 vehículos, algunos internacionales y otros locales, con una unidad de *Private Equity*, una unidad de Energía y un área de *Venture Capital* y *Mezzanine*. Maneja cerca de USD\$1,5 billones en activos, los cuales distribuidos aproximadamente en un 50% de dineros públicos, provenientes de compromisos que se han renovado, y un 50% recursos privados. Este nivel de activos se ha logrado a partir de la contribución inicial de USD\$250 millones, pues no ha habido inyección de recursos públicos posterior.

Ofrecer estímulo al crecimiento de la industria de capital emprendedor en México hace parte de los mandatos originales de la CMIC y el Fondo de Fondos. Para la creación de la unidad de *Venture Capital* fue contratada la asesoría de la firma Sun Mountain Capital. Esta firma fue seleccionada porque, si bien trabajaba en Estados Unidos, tenía experiencia en el desarrollo de una industria de capital de riesgo en un entorno emergente. Sun Mountain Capital había creado un fondo de fondos con recursos públicos, orientado a estimular el desarrollo de una industria de capital privado en los estados de Nuevo México y Arizona, en la zona de las Montañas Rocosas, y habían asesorado a otros estados, de manera que tenía unas capacidades especiales para diseñar la unidad de capital de riesgo del Fondo de Fondos en México.

La asesoría recomendó la creación de un vehículo especializado en capital privado que se encargaría de fomentar el desarrollo integral de una industria de capital emprendedor en México. Sus objetivos centrales serían institucionalizar las políticas públicas de la industria de capital privado, lograr mayor oportunidad y eficiencia en la

canalización de recursos públicos a un operador independiente y dotar al gobierno de las capacidades necesarias para promover en forma integral el desarrollo de la industria del capital privado (E&Y, 2015). Así se creó Mexico Ventures, filial de Fondo de Fondos, encargado de liderar las estrategias de capital de riesgo en el país, co-administrado por Fondo de Fondos y Sun Mountain Capital.

Esta entidad ha creado varios fondos orientados a captar dinero de inversionistas para dirigirlo hacia las empresas. El fondo de fondos México I levantó recursos entre 2007 y 2011, tiene USD\$275 millones de dólares asignados en 64% a capital de crecimiento y compras apalancadas; 19% a capital emprendedor y Mezzanine; 11% a infraestructura y 6% a bienes raíces. Posteriormente lanzó el fondo de fondos México II, en periodo de inversión al 2018, con un tamaño objetivo de USD\$500 millones, con recursos asignados a cerca de 20 fondos. En este fondo se hizo uso del mecanismo de los Certificados de Capital de Desarrollo (CKDs), instrumentos financieros colocados por la Bolsa Mexicana de Valores de México que sirven como vehículo para el financiamiento de proyectos con rendimientos a largo plazo. Los CKDs son producto de un normativo que permitió canalizar recursos de los fondos de pensión mexicanos (AFORES) hacia empresas privadas, algo que no era posible anteriormente. El objetivo era crear vehículos enfocados en capital privado, infraestructura, capital inmobiliario, capital emprendedor y mezzanine.

Para el año 2010 se llegó a la conclusión de que era necesario crear una estructura especializada para el desarrollo de un segmento de la industria de fondos de capital privado que se encargaría del capital emprendedor. Se decidió la creación de

un fondo de fondos llamado México Ventures I. La Secretaría de Economía comprometió USD\$30 millones y CAF participó con US\$10 millones. Invirtiendo hasta un 20% en empresas directamente, bajo un esquema de coinversiones con otros fondos, y un 80% en fondos de capital emprendedor nacional y regional. La inversión promedio estimada por fondo oscilaría entre los US\$6 y 12 millones y las inversiones directas recibirían entre USD\$1.25 millones y USD\$2.50 millones (Ernst & Young, 2015). El foco de las inversiones se definió en fondos dedicados a capital emprendedor, capital de expansión, capital de crecimiento y capital semilla para invertir en México y América Latina, esto es, fondos de capital emprendedor en etapas tempranas, capital emprendedor tradicional y capital de crecimiento. Para el año 2016, el fondo de fondos México Ventures I se había comprometido con inversiones por USD\$80 millones y había invertido USD\$28,6 millones en 11 fondos, seis en México y cinco en Estados Unidos (Sahab, 2016; Vilá, 2016). Está coadministrado por el Fondo de Fondos y Sun Mountain Capital.

Finalmente, en 2013 se constituyó el fondo México Ventures I Annex Fund, un vehículo coadministrado por Fondo de Fondos y Sun Mountain Capital, dedicado 100% a inversiones directas bajo un esquema de coinversión.

El trabajo de Fondo de Fondos no se ha limitado a estructurar los mecanismos de captación de recursos, sino que desde sus comienzos ha trabajado en el desarrollo del ecosistema, desde la oferta y también desde la demanda. Por el lado de la oferta, aparte de los recursos suministrados por Nafin, también se ha trabajado en el fortalecimiento de las capacidades profesionales de los administradores de fondos. Por el lado de la demanda, la estrategia fue apoyar el

surgimiento de una red de actores en el ecosistema, a través de una plataforma tecnológica que les permitiera conectarse; buscar formas para preparar proyectos para inversión; y trabajar con el gobierno y con AMEXCAP para mejorar condiciones regulatorias y las prácticas de la industria en múltiples temas.

En el año 2013 se inició una nueva etapa, con la creación del Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM), que sustituyó a la Subsecretaría PYME. El gobierno asignó a INADEM el reto de detonar el desarrollo de la industria de capital de riesgo y apoyar el emprendimiento de alto impacto. Rápidamente se llegó a la conclusión de que era indispensable desarrollar una capacidad para atraer dinero hacia los fondos de capital y hacia los emprendimientos. El trabajo que se estaba haciendo en el fortalecimiento del ecosistema, en cuanto a capacitación de emprendedores e inversionistas potenciales, sería insuficiente si no aparecían nuevos recursos monetarios necesarios para escalar las empresas a partir de la etapa de semilla.

#### 4.4 RETOS HACIA ADELANTE

La velocidad del crecimiento en el número de fondos y el capital captado en los mercados ha puesto en relieve varios retos que el Fondo de Fondos debe manejar hacia el futuro. Los logros alcanzados hasta ahora son resultado de una política sostenida durante 10 años. Sin embargo, aunque el Fondo de Fondos ha tenido éxito en atraer otros inversionistas, tanto mexicanos como extranjeros, es claro que resulta indispensable una aceleración.

La entidad enfrenta un gran reto que tiene dos caras. Por una parte, necesita atraer nuevos capitales, en volúmenes

superiores al pasado, para respaldar los procesos de crecimiento de los emprendimientos de alto impacto que ha contribuido a financiar. Por otra, necesita atraer capitales privados, porque el crecimiento del sistema no podrá correr a cargo de capital de los bancos de desarrollo.

Para el Fondo de Fondos es prioritario encontrar formas de ayudar a los fondos de capital de riesgo a crecer. En los últimos años el mayor auge en la constitución de fondos estuvo enfocado en la etapa de capital semilla. Esto ocurre por muchas razones, entre otras porque es más fácil conseguir recursos en los montos relativamente pequeños que se requieren para iniciar las empresas, y porque los propios fondos tienen que cumplir una trayectoria de maduración en sus prácticas para llegar a manejar compromisos de capital de mayor tamaño. Sin embargo, a medida que las empresas crecen y los gestores maduran, se hace indispensable construir fondos mayores. El problema adquiere complejidad porque los tamaños requeridos aumentan con rapidez. Por ejemplo, si un fondo se construye con la intención de financiar 10 empresas nacientes con una inversión de USD\$1,5 millones en cada una de ellas, entonces debe levantar USD\$15 millones de los inversionistas. Para pasar a una siguiente etapa, sin embargo, los requerimientos por empresa aumentan exponencialmente. Si la meta allí es financiar 7 empresas con USD\$6 millones cada una, entonces debe conseguir USD\$42 millones. Luego, cuando las empresas llegan a una etapa de crecimiento, cada una de ellas puede requerir sumas en el orden de USD\$10 - 15 millones o más. En suma, un gestor que comienza con un capital comprometido de US\$ 15 millones y es exitoso probablemente va a buscar una meta de USD\$50 millones a USD\$100 millones después de cinco años. Si un gestor

exitoso no tiene esa aspiración, es porque las restricciones del medio no le permiten considerar objetivos de esa magnitud.

Así, si bien el crecimiento reciente en capital disponible en los fondos destinados a financiar empresas ha sido grande en las comparaciones históricas, resulta pequeño frente a las necesidades. El proceso que se ha desatado lleva a que los emprendedores sean cada vez más sofisticados y haya números crecientes de empresas nacientes que ameritarían ser financiadas. Adicionalmente, las empresas que logran encontrar su mercado demandan volúmenes de capital que aumentan en proporciones exponenciales.

Esos nuevos aportes de capital deberán ser financiados en su mayor proporción por capitales privados. El propósito del apoyo de los bancos de desarrollo a estos procesos nunca ha sido permanecer en el tiempo, sino todo lo contrario, ceder el espacio a los privados a medida que se va haciendo claro que las oportunidades existen y se demuestra que las fallas de mercado pueden ser resueltas y los actores privados tienen oportunidades de ser rentables. El trabajo realizado hasta ahora en cuanto a fortalecimiento del ecosistema, desarrollo de capacidades de los gestores y construcción de los fondos en etapa temprana ha cumplido la tarea de demostrar que si es posible tener unos fondos que consigan capital y entreguen financiación en forma eficiente a las empresas en sus etapas iniciales de desarrollo. Así, las empresas que entran en la primera fase de crecimiento ya han sido objeto de una primera validación de parte del mercado y por lo tanto representan un riesgo menor hacia las fases siguientes de su desarrollo, desde la perspectiva de los inversionistas privados. Puesto que el objetivo de un banco de desarrollo es facilitar el

despegue del modelo y abrir la puerta para que los privados entren, su tarea en estas etapas tendría menos que ver con el suministro de capital a partir de recursos propios que con un rol facilitador y articulador, que permita a los distintos actores privados encontrarse de manera eficiente para lograr el objetivo. Hoy se está buscando que la experiencia ganada en el diseño de instrumentos de captación se ponga al servicio de metas más ambiciosas. El Fondo de Fondos ha logrado convocar capital privado a través de los CKDs, instrumentos financieros colocados por la Bolsa Mexicana de Valores de México que sirven como vehículo para el financiamiento de proyectos con rendimientos a largo plazo. El Fondo de Fondos está trabajando para atraer dinero de los fondos de pensiones hacia la inversión en capital de riesgo. De hecho, esto ya está ocurriendo, pues en 2015 el fondo Ignia, especializado en capital emprendedor, logró recoger capital de fondos de pensiones, y en 2016 el fondo Dalus Capital logró lo mismo (Sánchez, 2018). Se espera que este tipo de inversiones siga creciendo. Se reconoce que es necesario progresar en el manejo de algunas regulaciones que pueden estar contribuyendo a tener costos elevados en los procesos y en la preparación de los administradores de fondos de pensiones, gestores de fondos y emprendedores para manejar un diálogo más productivo y cerrar distancias que impiden llegar a más inversionistas.

Otra fuente de recursos que deberá ser importante en el futuro está dada por las tesorerías de las grandes empresas de México, como Femsa y Bimbo. En este frente se registran avances, dado el interés que tienen estos actores por participar en la financiación de fondos de impacto, un tipo de inversión que suele estar entre las prioridades estratégicas de

empresas de esta magnitud. Para estas empresas es difícil articular una solución para su necesidad de invertir en proyectos de impacto, pues les resulta muy costoso organizar una búsqueda partiendo de cero. El Fondo de Fondos está desarrollando un nuevo frente de actividad en el tema de impacto, desplegando su conocimiento y sus redes. Esto contribuye a completar su portafolio de productos y, además, genera una propuesta de valor atractiva hacia las grandes corporaciones mexicanas.

La necesidad de Bimbo respecto al desarrollo de una actividad en fondos de impacto sirvió como motivador de una alianza entre Fondo de Fondos México y Sonen Capital, un fondo de San Francisco especializado en inversión de impacto, para desarrollar un fondo de impacto en México orientado a realizar inversiones en la región, buscando recoger recursos de una amplia diversidad de fuentes para soportar el desarrollo de sectores de alto potencial. Fondo de Fondos aporta su conocimiento, reputación y experiencia en la región, Sonen Capital aporta conocimiento y mejores prácticas de impacto, Bimbo aporta su marca y su cubrimiento regional. La expectativa es lograr inversionistas y empresas de la mejor calidad.

Este desarrollo pone de presente la importancia de encontrar nuevos caminos para explorar los mercados internacionales en busca de capital. La experiencia adquirida hasta ahora consiguiendo recursos en los mercados internacionales, identificando mejores prácticas y construyendo relaciones le ha permitido a Fondo de Fondos obtener reconocimiento más allá de las fronteras de México y desarrollar unas capacidades para la interacción con actores globales. La aspiración es utilizar esas capacidades para atraer recursos de

fuentes internacionales diversas, que hasta ahora no han experimentado con inversiones en instrumentos de riesgo en América Latina. Hoy, Fondo de Fondos es punto de referencia para todos los inversionistas internacionales de capital interesados en México. En estas interacciones ha logrado desarrollar una percepción sobre las razones por las cuales llegan los distintos inversionistas a México y qué es lo que buscan. Por ejemplo, ha identificado como el *Korean Venture Investment Corporation* ha desarrollado un interés por América Latina, no solamente por el deseo de diversificar su portafolio, sino porque ha visto cómo en las empresas coreanas en Estados Unidos hay talento mexicano que ha desempeñado roles importantes en procesos de innovación. El Fondo de Fondos se ha ubicado en una posición privilegiada para llegar a este tipo de información y convertirla en factor de ventaja en la búsqueda de nuevos inversionistas.

Este tejido de relaciones abre nuevas oportunidades. Por ejemplo, Fondo de Fondos sirvió como puente entre el Estado de Jalisco e inversionistas en Silicon Valley. Jalisco decidió apalancarse en la exposición y la reputación internacional de Fondo de Fondos, conocido por tener una década de experiencia en el manejo de socios y por tener unidades de negocios desarrolladas, con procesos regulados y auditados, cumpliendo estándares de la industria, para organizar su programa de capital emprendedor y atraer inversionistas internacionales.

Todo esto lleva a que, hacia el futuro, sea prioritario consolidar la narrativa sobre el emprendimiento de alto impacto en México y sobre la industria de los fondos de capital de riesgo. Hacia adelante, Fondo de Fondos reconoce la importancia de atraer a México inversionistas

internacionales que en el pasado no han considerado invertir en el país, ni en la región, ni en este tipo de activos. Para tener éxito en esta tarea es indispensable desarrollar una historia coherente y precisa, basada en datos aceptados por todos los actores y anclada en historias de éxito, que explique a los inversionistas porque es ventajoso para ellos tomar la decisión de invertir en estos fondos ubicados en México.

Hay muchas barreras que se oponen a la construcción de esta historia y muchas de ellas están por fuera del control de los fondos y los emprendedores. Por ejemplo, a los inversionistas internacionales les preocupa mucho la inestabilidad política de los países de América Latina. Cada elección presidencial es vista como un momento de profundo riesgo, que lleva a que se frenen las operaciones o a que los procesos de inversión no lleguen a iniciarse. Los fondos como industria tienen la tarea de construir una historia contundente alrededor de las variables que pueden manejar, que sea suficientemente atractiva y coherente como para compensar la percepción de riesgo que crean las condiciones políticas y sociales de la región.

Hay una importante agenda de trabajo en este sentido, en la cual Fondo de Fondos podría asumir un papel de liderazgo regional en América Latina, dado que sus inversionistas le estarán pidiendo proyectos con potencial de escalabilidad regional. México es el país latinoamericano que tiene mejor información de su industria del capital de riesgo. Gracias al esfuerzo de AMEXCAP y Fondo de Fondos, hoy la industria cuenta con series estadísticas desde la década anterior en un conjunto de variables fundamentales, algo que no ocurre en otros países. Hay una agenda de

trabajo muy importante con los fondos en este frente, que debe ser abordada en forma decidida por los distintos países latinoamericanos, pues los inversionistas buscan cada vez más proyectos que tengan escalabilidad. Sin duda, Fondo de Fondos tendrá un papel muy importante en el desarrollo de esa agenda entre los países.

Finalmente, hay un gran reto hacia adelante, que consiste en mantenerse al día en las tendencias globales que influyen sobre las decisiones de inversión de capital de riesgo y mantener la agilidad necesaria para introducir los cambios que haga falta en anticipación de estas tendencias. Como se vio anteriormente, en un escenario positivo esta industria probablemente no debería esperar un crecimiento lineal, sino exponencial. Esto implica que los impactos de las tendencias cambiantes serán mayores a medida que el proceso avanza y los tiempos disponibles para reaccionar serán cada vez más estrechos.

Hasta ahora, Fondo de Fondos ha tenido agilidad para adaptarse y aprovechar los cambios en las circunstancias y ha logrado mantener el rumbo en busca de sus objetivos estratégicos en medio de cambios en gobiernos y políticas. Es necesario que la entidad continúe fortaleciendo los atributos que le han permitido tener esa agilidad. Un elemento fundamental que explica esta capacidad es el mantenimiento de un sistema de gobernanza que privilegia el rol de los empresarios privados en el descubrimiento de tendencias relevantes y la definición de estrategias. El consejo de administración de Fondo de Fondos está compuesto por empresarios influyentes, de muy alta reputación, quienes conocen de cerca las tendencias globales y también lo que

está pasando en el ámbito de los negocios en México. La experiencia ha demostrado que es crucial tener miembros independientes, sin conflictos de interés, comprometidos con el logro de resultados en el uso de recursos públicos y conscientes de que el fracaso de la entidad implicaría para ellos un impacto fuerte sobre su reputación personal. Todos los actores enfatizan la necesidad de lograr que las decisiones

expresen un espíritu empresarial al servicio del interés público, de manera que la calidad del análisis del entorno y las decisiones están permanentemente informados por este propósito. Es importante interiorizar los elementos que soportan esta capacidad y pensar en los desafíos que vendrán a medida que los procesos se aceleren y las magnitudes en discusión se multipliquen.

## CAPÍTULO 5

# EL CASO DE CHILE

### 5.1 EL TAMAÑO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO EN CHILE

De acuerdo con las cifras de LAVCA, las inversiones de fondos de capital de riesgo en Chile acumularon USD\$85 millones entre 2011 y 2015. En 2016 la actividad se redujo, pues solo llegó a los USD\$11 millones, inferior al promedio anual de USD\$17 millones logrado en 2011-2015. Finalmente, en 2017 se registró un repunte, con inversiones por USD\$27 millones (Gráfico 14).

Por su parte, la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI) reporta que el valor histórico de las inversiones realizadas por los fondos de capital de riesgo en Chile llegaba a USD\$484 millones en 2016 y había 38 fondos de capital de riesgo activos (Gráfico 15). Es difícil poner la cifra de ACAFI en contexto a lo largo del tiempo, pues la entidad realizó una recalificación de la información de los fondos en el último año, que impide una comparación directa entre la última cifra y las publicadas en años anteriores. Adicionalmente, ACAFI aclara que la clasificación como fondos de capital de riesgo (*venture capital*) se basa en las propuestas originales de inversión de los fondos, pero en la práctica muchos de ellos pueden haber realizado inversiones que no son de capital de riesgo, sin que ACAFI pueda reconocer estas últimas inversiones en el análisis.

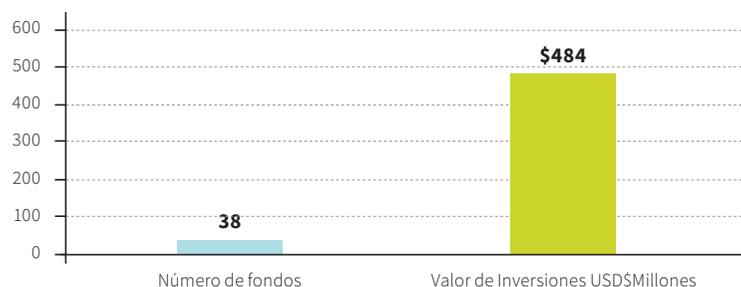
El gran motor detrás de la creación de fondos de capital de riesgo en Chile es la Corporación para el Fomento de la Producción, CORFO, agencia del gobierno nacional que tiene el encargo de apoyar el emprendimiento, la innovación y la competitividad en el país. CORFO ha aportado recursos

**Gráfico 14.** Chile: Capital de riesgo, número de inversiones y valor



Fuente: LAVCA

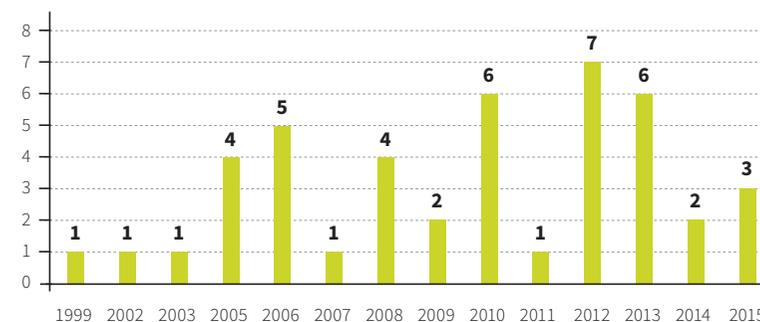
**Gráfico 15.** Chile: Fondos de capital de riesgo, número de fondos y valor de las inversiones acumuladas para 2016



Fuente: ACAFI (2017)

del gobierno para capitalizar fondos de capital de riesgo y esto ha permitido un desarrollo de la industria desde la década anterior. El número de fondos de capital de riesgo creados en Chile aumentó rápidamente en lo corrido de la presente década (Gráfico 16). El promedio anual de fondos creados entre 2011 y 2015 duplica al registrado en la década anterior.

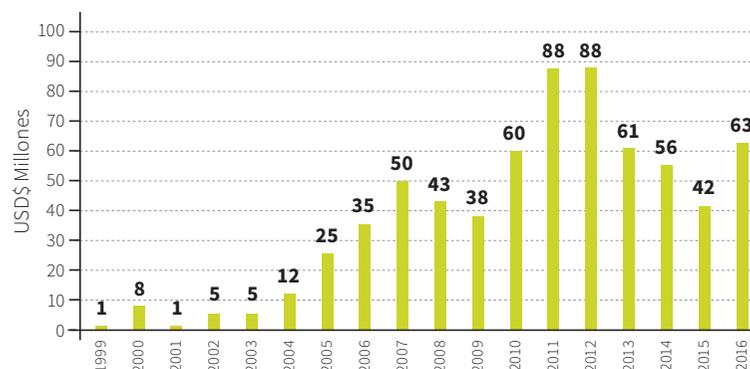
**Gráfico 16.** Chile: número de fondos de capital de riesgo creados por año



Fuente: GE Consult SPA (2017)

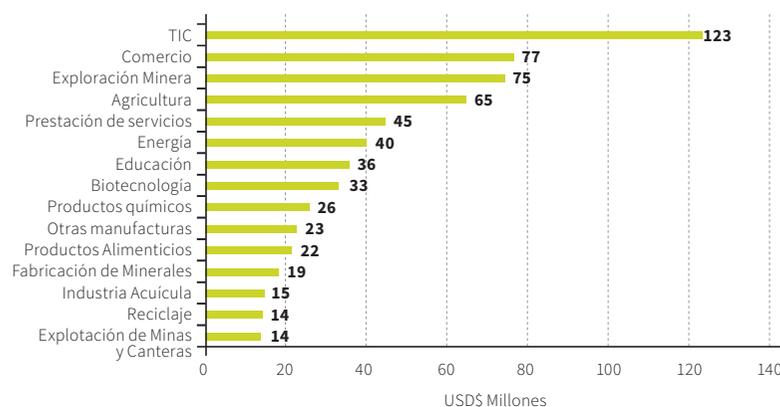
Las cifras de CORFO muestran cómo las inversiones realizadas por fondos de capital de riesgo que se financiaron a través de los instrumentos ofrecidos por esta entidad se incrementaron sustancialmente en esta década (Gráfico 17). El valor promedio anual en dólares de estas inversiones aumentó de USD\$26 millones en el periodo 2000-2010 a USD\$66 millones en 2011-2016. Los dos años de mayor

**Gráfico 17.** Inversión anual de los fondos de capital de riesgo financiados por CORFO (USD\$ Millones)



Fuente: CORFO (2017), cálculos del autor

**Gráfico 18.** Chile: Inversión acumulada de los fondos de capital de riesgo apoyados por CORFO, 2016



Fuente: CORFO (2017), cálculos del autor

inversión en la década fueron 2011 y 2012, desde entonces, estos niveles anuales se han reducido.

Desde una perspectiva sectorial, la actividad en tecnologías de información y comunicaciones, comercio, minería y agricultura concentran el 54% del total invertido por los fondos financiados por CORFO (Gráfico 18).

Desde una perspectiva legal, Chile cuenta con un marco regulatorio que habilita la acción de fondos de capital de riesgo a partir del año 2000. Sin embargo, el desarrollo de una industria de capital de riesgo tomó tiempo para ocurrir, pues para el año 2005 solamente se habían creado nueve de estos fondos en el país. El proceso tomó una nueva dinámica a partir de la segunda mitad de la década, de manera que para 2010 se habían creado 27 fondos y para el año 2015 se habían creado 46 fondos de capital de riesgo. Sin embargo, el crecimiento de la industria está aún por debajo de las posibilidades: en promedio, Chile generó 1,39 fondos por cada firma administradora en el país en el período comprendido entre 1999 y el año 2016. El monto de recursos invertidos por empresa alcanzó un máximo de USD\$9,7 millones en 2011, pero se ha reducido en años recientes, hasta llegar a USD\$27,8 millones en 2015, un monto similar al que se registraba en el año 2005 en términos reales cuando se considera la comparación en pesos chilenos de 2015 (GE Consult SPA, 2017).

## 5.2 LOS ORÍGENES

Los fondos de capital privado en Chile comenzaron a desarrollarse tras la modificación introducida en el año 2000 a la Ley 18.815 de 1989, que había regulado la creación de fondos de inversión públicos. La decisión del año 2000

permitió la figura de los fondos de inversión privados e hizo posible que los fondos de inversión de capital de riesgo invirtieran en acciones de empresas cuya emisión no hubiera sido registrada en la Superintendencia de Valores y Seguro, y cuyo objeto fuera financiar nuevos proyectos empresariales.

Dentro del gobierno chileno CORFO, asumió el rol de promotor de la innovación empresarial y el emprendimiento en el país después de superar una crisis en la primera mitad de la década de los años 90, cuando se había llegado a discutir la conveniencia de su cierre, pues la corporación era percibida como atrasada y obsoleta a la luz de las transformaciones de la economía. Con el nuevo empuje, CORFO se renovó y logró alto prestigio e influencia, no solamente en Chile sino también en el contexto de América Latina. Para el año 2010, el presupuesto de CORFO superaba los USD\$1.000 millones y era equivalente al 0,5% del PIB de Chile. (Rivas, 2012).

Entre las reformas legales más relevantes está la Ley 19.769, la primera Reforma al Mercado de Capitales (MKI), de amplio alcance que ocurrió en el año 2002, que favoreció el desarrollo de fondos de inversión privados que no realizan oferta pública de valores y no son fiscalizados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). En 2007 se llevó a cabo la reforma de Mercado de Capitales II (MKII), que buscaba desarrollar la industria de capital de riesgo y aumentar la competitividad del mercado de capitales, facilitó la disponibilidad de financiamiento para compañías pequeñas y creó incentivos tributarios para inversiones en empresas pequeñas. En 2010 fue promulgada la ley MK Bicentenario, que buscaba mejorar la integración del mercado financiero local con el resto del mundo e incluyó un componente orientado a fomentar la innovación y el emprendimiento,

adoptó mejores prácticas internacionales en materia de competencia, supervisión y transparencia. En 2014 fue aprobado el proyecto de Ley Única de Fondos (LUF), que tenía como objetivo ordenar y equiparar el marco jurídico vigente aplicable a la administración de fondos (Ernst & Young, ACAFI, 2017).

### 5.3 LOS MECANISMOS DE DESARROLLO DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN CHILE

En paralelo a las reformas en el mercado de capitales en la primera década del Siglo XXI, CORFO renovó su política en cuanto al apoyo brindado a empresas en etapa temprana. Se crearon instrumentos de apoyo vía capital semilla (2001) y se inició el programa nacional de incubadoras (2002). Se generaron instrumentos de apoyo a la constitución de redes de ángeles (2005), apoyo para programas de *spin off* corporativos (2007) y asistencia para empaquetamiento tecnológico (2008), en un proceso que fortaleció el ecosistema emprendedor del país y lo convirtió en referencia en el contexto de América Latina (Rivas, 2012).

Como parte de la reorientación de la política se generaron varios instrumentos orientados a cofinanciar con recursos públicos los fondos de capital de riesgo en Chile. Se destacan el Fondo de Desarrollo y Crecimiento (FC), el Fondo de Etapas Tempranas (FT), y el Fondo de Etapas Tempranas Tecnológicas (FET). Los siguientes instrumentos están asociados a estas iniciativas (Ernst & Young, ACAFI, 2017):

- F1: Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión (1997)
- F2: Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión para el Fomento del Capital de Riesgo (2005)

- F3: Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo (2006)
- K1: Programa de Inversión Directa de CORFO en Fondos de Inversión (2008)
- Fondo Minero Fénix: Fondo de Exploración Minera Fénix (2011)
- FT: Fondo Etapas Tempranas (2012)
- FC: Fondo Desarrollo y Crecimiento (2012)
- FET: Fondo de Etapas Tempranas Tecnológicas (2015)

La Tabla 1 describe los detalles de estas iniciativas. Con la excepción del programa K1, que opera como coinversión, los demás instrumentos en la tabla ofrecen financiamiento a través de deuda de bajo costo a largo plazo. Estos instrumentos le permitieron a CORFO coinvertir USD\$394 millones durante el periodo 1998-2015 y con estos recursos logró apalancar USD\$137 millones provenientes del sector privado, para un total de USD\$ 531 millones. Como resultado, en el periodo entraron en operación 33 administradoras de fondos, con 46 fondos de capital de riesgo que invirtieron en 234 empresas durante el periodo 1998-2015. (GE Consult SPA, 2017).

En términos de montos invertidos a través de estos mecanismos, la dinámica fue escasa hasta el año 2005, cuando se inició un periodo de expansión, con el lanzamiento de las líneas F2 y F3, que permitió alcanzar un máximo de USD\$70 millones en 2011. Sin embargo, los inversionistas privados han reaccionado positivamente frente al mecanismo de deuda de bajo costo, pero no frente a la posibilidad de coinversión. El lanzamiento de la línea K1 en 2009, diseñada como un mecanismo de coinversión con CORFO, donde esta entidad actuaría como gestor de los fondos, fue recibido con escepticismo y no logró un interés de parte de las sociedades administradoras, que mantuvieron reservas frente

a la posibilidad de que CORFO actuara como una entidad pública en los comités de inversión, sin agilidad suficiente para la toma de decisiones. Si bien CORFO había logrado una muy buena reputación como entidad de soporte del ecosistema, los administradores de fondos de capital de riesgo privados definitivamente no veían a la entidad como un igual con quien quisieran compartir la toma de decisiones en el día a día.

En los años más recientes la inversión de los fondos de capital de riesgo se ha reducido y para 2015 se llegó a USD\$27,8 millones. Entre 2011 y 2015 se dio también una reducción en el monto promedio de inversión por empresa por parte de los fondos, como consecuencia de un mayor énfasis en inversiones en empresas en etapas tempranas. Mientras que los fondos de capital de riesgo financiados con las líneas F1 y F2 tuvieron énfasis en inversiones asociadas a consolidación de empresas tradicionales, los fondos financiados con las líneas F3, FT y FC se han orientado a inversiones tempranas en emprendimientos tecnológicos (GE Consult SPA, 2017).

#### 5.4 RETOS HACIA ADELANTE

En el camino recorrido desde la década anterior, Chile ha logrado fortalecer a los actores en el ecosistema de emprendimiento, incluyendo emprendedores, incubadoras empresariales y gestores de fondos de capital de riesgo. Hoy se tiene un conocimiento que a comienzos de siglo no existía sobre la gestión de empresas nacientes de alto potencial y sobre la forma de financiarlas a través de mecanismos de inversión modernos.

Uno de grandes retos hacia adelante se refiere al logro de un mayor flujo anual de empresas que logren superar la etapa naciente y entren en procesos de escalamiento, de manera

**Tabla 1.** Instrumentos de cofinanciamiento CORFO para fondos de capital de riesgo

INSTRUMENTO	AÑO DE CREACIÓN	NÚMERO FONDOS	OBJETIVO DE LAS INVERSIONES	CARACTERÍSTICAS INSTRUMENTO
<b>F1</b>	1996	5	• Empresas innovadoras o con potencial de crecimiento	Apalancamiento de deuda hasta 1x1
<b>F2</b>	2005	5	• Empresas innovadoras o con potencial de crecimiento	Apalancamiento de deuda hasta 1x1
<b>F3</b>	2006	17	• Empresas innovadoras o con potencial de crecimiento • Patrimonio max 100.000 UF, o USD\$3,5 millones	Apalancamiento de deuda hasta 3x1
<b>K1</b>	2009	1	• Empresas innovadoras o con potencial de crecimiento • Ventas anuales max 400.000 UF, equivalente a USD\$15 millones	Coconversión de capital hasta 1x1
<b>Fenix</b>	2011	6	• Exploración o prospección minera • Patrimonio max 200.000 UF, equivalente a USD\$8 millones	Apalancamiento de deuda hasta 2x1
<b>FT</b>	2012	7	• Empresas pequeñas innovadoras o con potencial de crecimiento • Patrimonio max 50.000 UF, equivalente a USD\$2,4 millones	Apalancamiento de deuda hasta 3x1
<b>FC</b>	2012	5	• Empresas medianas innovadoras o con potencial de crecimiento • Patrimonio max 200.000 UF, equivalente a USD\$9,3 millones	Apalancamiento de deuda hasta 1,5x1

Nota: UF significa Unidad de Fomento. Es una unidad de medida creada en Chile en 1967, en un momento de alta inflación, con el propósito de contar con una unidad de cuenta que permitiera expresar el precio de algunos bienes y servicios en valor constante. La UF se ajusta diariamente para incorporar el efecto de la inflación. Las equivalencias en dólares en la tabla fueron calculadas tomando los valores promedio de la UF y la tasa de cambio CLP/USD en los años relevantes.

Fuente: GE Consult SPA (2017)

que los fondos de capital de riesgo que existen hoy y los que se creen en adelante tengan acceso a un flujo de negocios suficientemente robusto para crecer. El flujo de negocios potenciales de alta calidad aún es pequeño en el país. Esto hace difícil el sostenimiento de una actividad autónoma por parte de los fondos locales, que llegue a ser independiente del suministro de recursos por parte del gobierno.

En general, el conocimiento necesario para lograr el escalamiento de empresas y fondos aún no está disponible en forma amplia. Mientras que el conocimiento que hizo falta para poner en marcha la primera fase del ecosistema emprendedor estaba empaquetado a partir de una experiencia internacional que fue traída a Chile con el apoyo de organismos multilaterales, el conocimiento asociado a la etapa de escalamiento apenas se encuentra en unas fases iniciales de construcción en todos los países de América Latina y está lejos de poder ser empaquetado y divulgado en forma masiva (GE Consult SPA, 2017).

En el caso de Chile, es necesario lograr que los fondos de capital de riesgo creados hasta ahora alcancen salidas y rentabilidades suficientes para demostrar que el negocio puede ser atractivo para los actores privados, de manera que sea posible para la industria atraer nuevos capitales y tener intervenciones decrecientes de CORFO y sus recursos.

Buena parte de los fondos de capital de riesgo activos hoy en Chile aún están en su fase de realización de inversiones, pues fueron creados hace pocos años y falta todavía tiempo para ver los resultados.

La pregunta sobre si esos resultados que se van a dar tienen una importancia crucial. Es necesario mantener la dinámica de crecimiento de la industria de fondos de capital de riesgo

y generar pronto nuevos fondos de mayor tamaño, que sean capaces de financiar las fases de crecimiento de las empresas que recibieron inversión en sus etapas más tempranas de desarrollo.

Sin embargo, en los años más recientes la industria no parece estar generando más capital ni más dinamismo. Se ha dado una reducción en los montos de las inversiones en comparación con el momento de mayor auge, que ocurrió a comienzos de esta década. También se percibe un estancamiento en el número de administradores de fondos y en el número de fondos gestionados por cada administrador, que no se ha incrementado a pesar de la trayectoria del país en el tema.

La experiencia muestra que es difícil atraer inversionistas a los fondos de capital de riesgo en Chile, en particular en inversiones superiores a los USD\$2 millones. Si se quisiera pensar en un hito hipotético que señalaría el logro de un estado de madurez para la industria de fondos de capital de riesgo en Chile, una definición arbitraria podría ser lograr que más de la mitad de las sociedades administradoras generen más de dos fondos, sin apoyo de CORFO. Sería un criterio para discutir, pero es importante pensar en un hito que señale que la industria superó las dudas sobre su capacidad para sobrevivir en forma autónoma. Sin embargo, una meta como esta se encuentra muy lejos todavía.

Existen evidencias puntuales adicionales que sugieren que hay dificultades para que el sistema logre el paso a una siguiente etapa de mayor solidez. Un buen número *startups* que fueron financiadas en la década anterior y lograron avanzar en procesos de escalamiento terminaron ubicándose fuera de Chile: en Estados Unidos o en Europa, y hoy sus vínculos con la economía chilena son escasos. La financiación de series B

y C que lograron esas empresas ocurrió en mercados de capitales de países desarrollados y fueron las exigencias de los inversionistas las que las llevaron a desplazar sus sedes. Por otra parte, varios fondos que se iniciaron alrededor del año 2005 y estaban programados para liquidación en 2015-2016 tuvieron que buscar extensiones en sus períodos de desinversión. Las salidas exitosas han sido a través de ventas a empresas extranjeras, en un mercado donde la mayor influencia la tienen los compradores escasos, no los vendedores.

Además, la situación de los fondos en las etapas de salida se hace más difícil porque la norma chilena lleva a que los honorarios de administración (*management fees*) se reduzcan en esta etapa, a niveles entre 1,6% y 1,8% de los recursos administrados, mientras que en las etapas iniciales los honorarios de administración son de 2%. Dadas las dificultades que encuentran los fondos para lograr salidas para sus empresas, éste se convierte en un problema importante en la época actual.

Hacia adelante, algunos administradores de fondos ven posible una nueva fuente de dinamismo si se logra involucrar a grandes empresas chilenas en la creación de fondos especializados en apoyar el desarrollo de *startups* orientadas a resolver problemas que son importantes para estas

industrias y cuya solución podría significar oportunidades de creación de valor significativas para ellas. Estos fondos podrían ser atractivos para empresas grandes interesadas en diversificar sus portafolios y, más allá de esto, las empresas grandes podrían apreciar la oportunidad de tomar posiciones en *startups* que estarían construyendo modelos de negocio que en el futuro tendrán efectos disruptivos sobre sus cadenas de valor. A su turno, las *startups* podrían aspirar a encontrar mercados y aliados en esta relación. Finalmente, esto haría posible atraer talento emprendedor internacional, pues al entrar a participar en las cadenas de valor de grandes empresas en sectores donde Chile tiene alta competitividad, lograrían visibilidad internacional.

Así, Chile pasa actualmente por un momento de reflexión profunda sobre la efectividad de los estímulos que el gobierno del país invirtió en el desarrollo de los fondos de capital de riesgo. La necesidad de superar los retos que enfrenta la industria de fondos de capital de riesgo se hará cada vez más apremiante, a medida que pase el tiempo y más fondos lleguen a sus periodos de desinversión. Si no se logran salidas exitosas, el modelo entero de soporte financiero a empresas nacientes a través de fondos de capital de riesgo subsidiados por el gobierno seguramente estará sujeto a crecientes cuestionamientos.

## CAPÍTULO 6

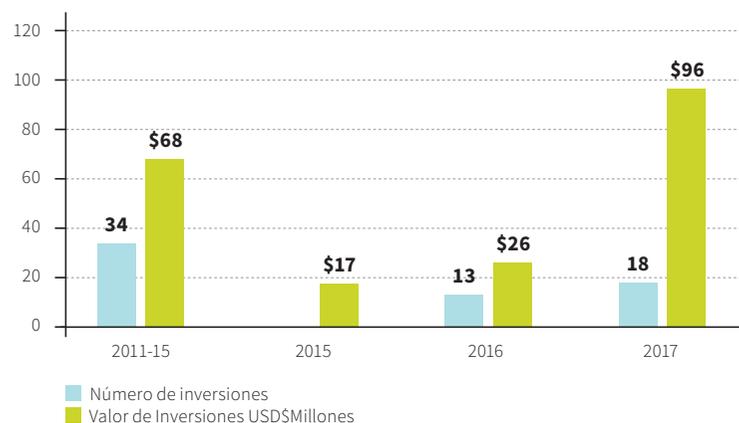
# EL CASO DE COLOMBIA

### 6.1 EL TAMAÑO DE LA INDUSTRIA DE CAPITAL DE RIESGO EN COLOMBIA

La industria de los fondos de financiación de empresas en etapas tempranas tiene un desarrollo aún naciente en Colombia. La legislación que hizo posibles los fondos de capital de riesgo en este país fue introducida en el año 2010, más tarde que en otros países latinoamericanos como Chile y México. Por otra parte, hay factores relacionados con la historia del país y su cultura que probablemente han frenado el desarrollo tanto de emprendedores dinámicos como de inversionistas interesados en tener propiedad en *startups* en sus portafolios de inversión. La compleja geografía del país y su larga historia de conflicto interno son factores que han limitado la inversión extranjera y la exposición de las empresas colombianas a la competencia internacional.

Sin embargo, Colombia es uno de los países más beneficiados por la ola de crecimiento de capitales internacionales en la industria de capital de riesgo en el periodo más reciente. De acuerdo con las cifras de LAVCA, los fondos de capital de riesgo invirtieron en Colombia USD\$68 millones en el periodo 2011-2015. Luego, en 2016 invirtieron USD\$26 millones, logrando en un solo año una suma equivalente al 31% de lo acumulado en el periodo anterior, y en 2017 invirtieron USD\$96 millones, superando en un solo año todas las inversiones del periodo 2011-2015 (Gráfico 19). Estas cifras de LAVCA incluyen fondos que han invertido en *startups* colombianas pero no mantienen una actividad permanente en el país. El resultado de los dos últimos años es particularmente llamativo, dado el bajo desarrollo de la industria de fondos de capital de riesgo en Colombia.

**Gráfico 19.** Colombia: Fondos de capital de riesgo, número de transacciones y valor



Fuente: LAVCA

Por otro lado, las cifras publicadas por la Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (COLCAPITAL) presentan un panorama incipiente para los fondos de capital de riesgo en el país. Para 2017, COLCAPITAL registró 11 fondos de capital de riesgo ubicados en Colombia. De esos fondos, para el mes de junio de 2017 de ese año había dos en etapa de levantamiento de capital (fondos en operación que ya habían conseguido su primer cierre financiero) y continuaban buscando recursos. Estos tenían un objetivo anunciado de USD\$10 millones y habían logrado un cierre inicial de USD\$2 millones para esa fecha. Aunque la industria de fondos privados inició operaciones en el año 2005, para 2017 solamente un fondo de capital emprendedor había tenido un ciclo de vida completo, desde el nacimiento hasta la liquidación. En la actualidad parece registrarse un nuevo

vigor en la actividad de los fondos de capital de riesgo en Colombia. A junio de 2018, entre los 17 fondos de capital privado en estructuración registrados por COLCAPITAL había seis fondos de capital de riesgo, con un tamaño objetivo total de USD\$387,8 millones.

Así, aunque Colombia inició un proceso de desarrollo de la industria de fondos de capital privado a mediados de la década anterior, los resultados de crecimiento se han concentrado en categorías como fondos de infraestructura e inmobiliarios. Pocos recursos públicos o privados han sido asignados al tema de financiación de empresas en etapa temprana.

## 6.2 LOS ORÍGENES

El gobierno colombiano inició la creación de un marco regulatorio que permitiera la operación de fondos privados de capital en el año 2007, con la introducción del Decreto 2175 que permitió la gestión de carteras colectivas, un mecanismo diseñado para permitir actores financieros recibir recursos de terceros para asignarlos a inversiones. Luego se expidió el Decreto 2555 de 2010, donde se establecieron los detalles de la forma como operarían los fondos de capital privado en el país. Se definió así que un fondo de capital privado es un fondo de inversión colectiva cerrado, que debe destinar como mínimo las dos terceras partes de los aportes de sus inversionistas a la adquisición de activos diferentes a valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), se integra con el aporte de varias personas y se gestiona de manera colectiva para obtener resultados económicos conjuntos. La redención de las participaciones de los inversionistas solamente se puede realizar una vez ha finalizado un plazo establecido. Todo fondo de capital privado debe tener una sociedad administradora, un gestor

profesional, un comité de inversiones, un comité de vigilancia y una asamblea de inversionistas (Decreto 2.555/2010).

Tras la introducción del marco regulatorio se dio en el país la creación de fondos de inversión de capital privado, cuyo número pasó de 11 en 2007 a 62 en junio de 2017. De estos últimos, sin embargo, solamente 11 fondos se dedicaban al levantamiento de capital emprendedor en 2017.

### **6.3 LOS MECANISMOS DE DESARROLLO DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO EN COLOMBIA**

Tal y como ocurrió en otros países latinoamericanos, Colombia recibió apoyo de las entidades multilaterales para el desarrollo de su industria de fondos de capital privado. Los bancos multilaterales fueron particularmente importantes en la etapa de nacimiento de esta industria en el país, ejercieron influencia en el desarrollo de la regulación, apoyaron el surgimiento de COLCAPITAL y brindaron apoyo para la formación de administradores de fondos e inversionistas.

El Ministerio de Comercio, Industria y Turismo ha sido el encargado de impulsar la industria de capital privado a través del Banco de Comercio Exterior (Bancoldex), entidad de desarrollo nacional encargado de apoyar el crecimiento de las empresas. Bancoldex generó el programa Bancoldex Capital en el año 2009, a través del cual el banco invierte en fondos de capital privado. El intercambio de experiencias y de conocimiento propiciado por las multilaterales ha sido muy importante para que los administradores de fondos conozcan mejores prácticas internacionales y se enteren de tendencias sobre lo que está ocurriendo en otros países respecto a la industria. Sin embargo, el programa Bancoldex Capital no ha generado fondos de capital de riesgo hasta ahora.

Así, no ha ocurrido en Colombia un desarrollo rápido de la industria de fondos de capital de riesgo financiado con recursos del gobierno. Como sí ocurrió en Brasil, México y Chile. En parte, eso se debe a que Colombia inició más tarde que otros países sus esfuerzos por apoyar el ecosistema de emprendimiento dinámico. De otro lado, el apoyo gubernamental al desarrollo de tecnologías en las universidades, en modelos colaborativos con las empresas, ha encontrado múltiples obstáculos para consolidarse y, de hecho, el presupuesto de Colciencias, la entidad del gobierno nacional encargada de estimular el desarrollo de la ciencia y tecnología se ha venido reduciendo de manera regular a lo largo de la presente década. La conexión universidad-empresa para desarrollar tecnologías y llevarlas al mercado es débil.

En Colombia se ha realizado un trabajo importante en el tema del desarrollo de un ecosistema emprendedor a través de INNpuls, institución creada en 2012. Sin embargo, el músculo financiero a disposición de la entidad es muy inferior al que ha estado a disposición de CORFO en Chile, por ejemplo.

### **6.4 RETOS HACIA ADELANTE**

La financiación de emprendimientos de alto potencial en sus etapas más tempranas de desarrollo ha progresado poco en Colombia, a pesar de los avances que el país registró en las últimas dos décadas en cuanto a cultura emprendedora, instituciones y regulación. Tal y como ocurre en otros países latinoamericanos, el tamaño del mercado colombiano es demasiado reducido para generar empresas que puedan tener las perspectivas de crecimiento necesarias para atraer inversiones de capital de riesgo.

A pesar de las limitaciones, en los últimos años varios *startups* colombianos han logrado avanzar hasta etapas de crecimiento en las que lograron atraer inversiones de fondos de inversión internacionales. En los resultados registrados por LAVCA en el primer semestre de 2017, Colombia fue el segundo mercado en cuanto a su capacidad para atraer inversiones de fondos de capital de riesgo en América Latina, por encima de México (Soto, 2017). Este resultado se debió a unas pocas operaciones de alto valor, realizadas por *startups* en etapas avanzadas de desarrollo. El número de estas empresas es muy pequeño aún, de manera que aún no es posible saber si son casos aislados, o se trata de manifestaciones de una tendencia. Son empresas lideradas por emprendedores que tienen experiencia fuera de Colombia y entienden la lógica de los mercados de financiación internacionales para este tipo de operaciones. El éxito de estos emprendedores ha tenido un impacto sobre la imagen del país en los tiempos más recientes como campo de cultivo para *startups* modernas con alta ambición de crecimiento. Sin embargo, el país tendría que mantener un flujo anual de empresas de este tipo para que se diera un cambio significativo en la tendencia de largo plazo.

Entre los temas que deberían transformarse hacia el futuro para desbloquear el crecimiento de fondos de capital de riesgo en Colombia, es recomendable una modificación en la regulación para permitir condiciones más flexibles a los administradores de fondos de capital de riesgo frente a otros fondos de capital privado. Los requisitos establecidos en Colombia para la operación de un fondo de capital de riesgo son los mismos que existen para fondos de *private equity*, que manejan menores riesgos y mayores tamaños, y por ende tienen mejores posibilidades de diluir sus costos en un número

de operaciones exitosas. Para un fondo de capital de riesgo, en cambio, estos costos pueden resultar demasiado onerosos. Por su parte, la legislación colombiana sobre régimen de inversiones de los fondos de pensiones no favorece las inversiones en fondos de capital de riesgo. En particular, en el año 2016 se introdujo una modificación en este tema, que unificó en una sola categoría el porcentaje del portafolio que de los fondos de pensiones pueden tener en fondos de inversión nacionales y extranjeros. Dada la tendencia a la devaluación del peso en los años recientes, los fondos de pensiones han utilizado esta posibilidad para dirigir el grueso de sus inversiones hacia el exterior. Adicionalmente, existen restricciones para que actores como las Cámaras de Comercio y las universidades puedan hacer inversiones de largo plazo en fondos de capital privado y de riesgo (COLCAPITAL, 2018).

Aparte de esta regulación desfavorable, en Colombia se dan factores culturales en emprendedores e inversionistas que dificultan la consolidación del ecosistema emprendedor y el surgimiento de la industria de capital de riesgo. Por el lado de los emprendedores, en Colombia parecería haber una menor exposición a prácticas internacionales de los negocios que en otros países latinoamericanos y, en particular, a las prácticas que hoy son usuales en los centros de emprendimiento dinámico en el mundo, como Silicon Valley o Israel. Estas condiciones, unidas a una disposición de los inversionistas en Colombia hacia un talante conservador y poco orientado al riesgo, inciden la explicación del escaso desarrollo de los fondos de capital de riesgo en el país.

Desde cierta perspectiva, Colombia aparece hoy como un caso interesante en el contexto latinoamericano, pues es un experimento natural donde se ha realizado un esfuerzo

significativo por lograr una formación de capacidades institucionales en la creación de un ecosistema de emprendimientos de alto potencial de crecimiento, pero donde los recursos públicos para este propósito, y en particular para la creación de fondos de capital de riesgo, fueron limitados en comparación con otros países.

Si las *startups* que han logrado surgir en los años recientes hasta superar barreras y atraer inversionistas internacionales de primer nivel resultan ser pioneras de una tendencia, Colombia habría mostrado que un país puede apalancar el surgimiento de su ecosistema de emprendimiento a partir de una renovación generacional de los emprendedores y un fortalecimiento de las conexiones entre actores líderes locales y fondos internacionales, sin tener que financiar fondos de capital de riesgo locales con recursos públicos. Para que este escenario ocurriera, sin embargo, la conexión entre nuevos actores locales y actores internacionales tendría que generarse con suficiente fuerza como para superar la inercia de los inversionistas colombianos tradicionales. La probabilidad de que ese escenario ocurra no es alta, pero seguramente no es despreciable tampoco.

Por otra parte, Colombia deberá explorar rutas que hoy son trabajadas por otros países latinoamericanos que han tenido más éxito en el desarrollo de fondos de capital de riesgo, como es la vinculación de inversionistas corporativos a estos fondos, motivados por la intención de explorar esquemas de innovación abierta que les permitan escalar nuevos negocios relevantes para sus estrategias de largo plazo. Distintas versiones de este tipo de modalidad están ocurriendo ya en México, Brasil y Chile. Probablemente, Colombia deberá aceptar que no logrará un crecimiento de su industria de fondos de capital de riesgo recorriendo exactamente las mismas etapas que otros países ya completaron. Específicamente, será difícil para Colombia disponer de capitales públicos comparables a los que fueron asignados al desarrollo de fondos de capital emprendedor en esos países. Sin embargo, puede aprender lecciones que ellos se están encontrando en la etapa de desarrollo en la que se encuentran actualmente. La necesidad de acelerar las conexiones con los mercados internacionales de capital de riesgo y, además, vincular capitales de grandes empresas al proceso, es una de las estas lecciones importantes.

## CAPÍTULO 7

# CONCLUSIONES

Los bancos de desarrollo (multilaterales, nacionales y locales) han sido actores protagónicos en la consolidación de una industria de capital de riesgo en América Latina desde sus inicios. La industria ha alcanzado distintos niveles de desarrollo en los países que han emprendido este camino. México y Brasil, economías de gran tamaño que iniciaron tempranamente sus procesos, han realizado un extenso recorrido, cada uno en sus circunstancias específicas. México ha logrado un esquema basado en un actor central, Nafin - Fondo de Fondos, que hace parte del gobierno pero busca impulsar criterios de sector privado. Brasil tiene un banco de desarrollo, BNDES, que ha logrado extender su influencia por el territorio trabajando con bancos de desarrollo regionales y está comenzando a involucrar inversionistas privados. Chile ensambló su apuesta alrededor de CORFO, una entidad muy poderosa en un país pequeño, pero no ha logrado que los privados se desprendan de la influencia gubernamental y avancen a crear fondos nuevos con un soporte decreciente del Estado. Si bien Colombia tiene un desarrollo apenas incipiente de fondos de capital de riesgo, cabe resaltar el rol protagónico de Bancoldex; así como también el hecho de que en años recientes ha logrado generar algunas de las *startups* más dinámicas en la región.

A continuación se presentan algunas conclusiones que surgen del análisis de la experiencia de los países examinados.

**Los bancos de desarrollo han demostrado que pueden ser efectivos en la transferencia de conocimiento y construcción de capacidades en el ecosistema emprendedor.** Estos bancos de desarrollo multilaterales y locales han tenido un papel muy importante en las dos últimas décadas en el desarrollo de capacidades institucionales en el ecosistema y en el fortalecimiento de los

actores, allí donde ha hecho falta. Han soportado programas para la formación de emprendedores, inversionistas, administradores de fondos, funcionarios públicos, asesores en las universidades y otros. En todos los países, diferentes actores reconocen la importancia que han tenido los bancos multilaterales y también del banco de desarrollo local. No solamente en el tema de formación, sino también en el apoyo para las iniciativas de construcción de instituciones necesarias para el avance en la industria de capital de riesgo, la tarea de estas entidades ha sido destacada y cuenta con amplio reconocimiento. El hecho de contar con una masa crítica de personas que se han entrenado en los distintos aspectos del funcionamiento de un ecosistema emprendedor, y en particular en los aspectos relacionados con la financiación, hace una diferencia apreciable en las posibilidades de desarrollo de emprendimientos dinámicos de alto potencial de crecimiento. Por ende, un rol importante para los bancos de desarrollo es seguir explorando en el uso de mecanismos modernos de difusión de conocimiento, a partir de la gestión de comunidades de práctica que conecten a las personas que conocen del tema en los distintos países y favorezcan el aprendizaje de nuevos actores.

**Los bancos de desarrollo y los gobiernos pueden apoyar el avance de las fuerzas del mercado, pero no pueden reemplazarlas.** La experiencia de esta década, en particular, muestra que la mayor fuente de dinamismo para la industria de capital de riesgo está en las conexiones de los países y sus ecosistemas de emprendimiento con las tendencias de los mercados globales. El mayor crecimiento de la industria de capital de riesgo en América Latina se dio en los años de mayor crecimiento de esta industria en el mundo. El mayor beneficio de la tarea que han realizado los bancos de desarrollo en el apoyo a las industrias locales de capital de riesgo está en que las ayudaron a estar preparadas para el

periodo de bonanza. Difícilmente se habrían dado los volúmenes de crecimiento de las inversiones en capital de riesgo que se vieron en los países latinoamericanos en esta década si no se hubiera dado la etapa previa de preparación de actores, instituciones y regulación que ocurrió en la década anterior, en la cual el apoyo de los bancos de desarrollo fue fundamental.

Eso no significa, sin embargo, que toda intervención de parte de los gobiernos en este tema es positiva. En los diferentes países, los actores privados ven que la presencia de los actores gubernamentales en los comités de inversión es indeseable y que tener a los gobiernos como auditores de procesos puede generar demoras perjudiciales para los negocios. En la medida en que los actores privados se desarrollan, el hecho de recibir apoyo de los gobiernos puede tener costos crecientemente visibles, pues las apuestas que deben realizar son más grandes y es necesario realizarlas con la mayor libertad y agilidad posible.

El rol de las entidades de gobierno en el impulso a los fondos de capital de riesgo exige un equilibrio delicado en medio de fuerzas contradictorias. Las experiencias de México, Brasil y Chile muestran el impacto positivo que el soporte institucional brindado desde un banco de desarrollo local fuerte y prestigioso puede tener en el surgimiento de una industria de fondos de capital de riesgo. El hecho de contar con una institución nacional robusta, de alto perfil, que cuenta con recursos y logra un lugar destacado en la discusión nacional, tanto sobre emprendimiento como sobre temas financieros, genera dinámicas positivas y puede acelerar las transformaciones. Sin embargo, el banco de desarrollo nacional está obligado a manejar una difícil contradicción que es intrínseca a su misión: para ser exitoso, tiene que ser fuerte y visible, pero si esa fortaleza lleva a

generar una excesiva dependencia de parte del sector privado, entonces corre el riesgo de perder el camino y dejar de cumplir sus metas. Para lograr este difícil equilibrio, el banco de desarrollo debe tener metas explícitas sobre un involucramiento progresivo del sector privado en los fondos de capital de riesgo y una participación decreciente de los recursos del Estado a medida que avanza el proceso. Si un banco de desarrollo local se involucra en la aplicación de sucesivas iteraciones de aplicación de instrumentos de financiación para fortalecer el desarrollo de fondos de capital de riesgo sin poder mostrar que hay progresos en cuanto a una creciente participación del capital privado en el proceso, su gestión empieza a ser vista con escepticismo.

Si bien ninguno de los cuatro países estudiados ha logrado hasta ahora desarrollar una industria de capital de riesgo que no tenga que recurrir a los recursos del gobierno, se aprecian diferencias en el desempeño en este frente. Por ejemplo, mientras que en México el Fondo de Fondos ha logrado generar mecanismos para atraer recursos de fondos de pensiones hacia el emprendimiento, en Brasil hay un desarrollo inicial, en Chile esa meta se ve lejos y en Colombia el escaso desarrollo de la industria de fondos de capital de riesgo lleva a que el tema esté completamente fuera de la agenda. México es el país donde el banco de desarrollo que brinda apoyo a los fondos de capital de riesgo es visto como más cercano a un criterio privado en su manejo. Esto se convierte en retroalimentación positiva que fortalece la credibilidad de la Corporación Mexicana de Inversiones y el Fondo de Fondos para generar nuevas iniciativas que involucren a nuevos actores del sector privado, en México y el exterior.

### **Un creciente involucramiento de los privados es importante para mantener el rumbo frente a las oscilaciones de los cambios políticos.**

En todos los países latinoamericanos, los cambios políticos son vistos como grandes amenazas para la continuidad de las iniciativas y son una fuente importante de vulnerabilidad para el proyecto de desarrollo de una industria de capital privado, impulsada con apoyo del gobierno. El caso de México, en particular, muestra que es muy importante lograr la vinculación de personas de muy alto perfil, provenientes del sector privado, que demuestran en forma visible su compromiso con el proyecto y contribuyen a blindarlo frente a cambios originados en vicisitudes de la política.

### **Están ocurriendo avances en la construcción de conexiones entre tecnologías de las universidades, startups y financiación, si bien falta aún mucho por hacer.**

Si bien es evidente que aún hace falta mucho terreno por recorrer en comparación con los países desarrollados, la experiencia de la última década ha mostrado en varios países latinoamericanos que es posible avanzar en el logro de emprendimientos dinámicos a partir de un ecosistema emprendedor donde existen conexiones estrechas entre las universidades, los centros de investigación y los fondos de inversión de capital de riesgo. Es posible lograr la creación de empresas de alto potencial de crecimiento en este entorno. Existen ejemplos al respecto en Brasil, México y Chile. Los bancos de desarrollo y CAF pueden tener un papel importante en fortalecer estos procesos y contribuir al acercamiento entre la empresa privada y la industria allí donde no se ha dado aún, o donde los procesos avanzan con dificultad.

**Los aprendizajes realizados en las economías más grandes no son directamente transferibles a las economías más pequeñas.**

Es evidente que la dinámica de las grandes economías de la región, México y Brasil, es distinta de la que se da en economías de menor tamaño, como Chile y Colombia. México es el país más grande de habla hispana en América Latina y tiene fuertes lazos que lo unen a la economía de Estados Unidos. Brasil tiene un tamaño continental en contraste con Colombia y Chile. Muchos elementos que están presentes en las economías grandes no son evidentes en las economías pequeñas, de manera que es necesario tener esto en cuenta a la hora de construir a partir de las experiencias. La industria de capital de riesgo necesita invertir en empresas que aspiren a crecer en mercados grandes, pues es la única forma en que los inversionistas en las primeras etapas de desarrollo de las empresas pueden llegar a lograr salidas que valoricen significativamente sus inversiones. Por este motivo, las empresas de las economías pequeñas están obligadas a buscar mercados en economías más grandes, tan pronto como les resulta posible. Los bancos multilaterales de desarrollo pueden contribuir a este proceso, favoreciendo la creación de conexiones entre actores de los ecosistemas de países pequeños y grandes. Esto es algo que ha venido ocurriendo, pero sin duda hay espacio para iniciativas más ambiciosas en este frente.

**La limitada información sobre la actividad de los fondos de capital de riesgo actúa como una barrera importante para su desarrollo.**

La mayoría de los fondos de capital emprendedor en América Latina aún no suministran información siguiendo los estándares internacionales en el tema. Las estadísticas que manejan las asociaciones del sector sobre la actividad de sus asociados son limitadas, en la mayoría de los casos. Será muy difícil lograr capital de

inversionistas internacionales si no se desarrolla una iniciativa de largo alcance orientada a lograr que la información disponible se ajuste a estándares internacionales. Los bancos de desarrollo multilaterales deben persistir en su tarea de formar buenas prácticas y contribuir a que los fondos vean las consecuencias negativas que tiene la reserva de una información que internacionalmente suele ser revelada.

**La construcción de conexiones entre entidades públicas en distintos niveles (nacionales y regionales, sectoriales) en el desarrollo de fondos de inversión permite multiplicar los resultados.**

En los dos mayores países de la región, Brasil y México, las entidades que llevan la iniciativa en el nivel nacional han tenido que desplegar creatividad para convocar a las entidades locales alrededor de la construcción de mecanismos de financiación. En Brasil, el BNDES desarrolló un esquema de política orientado a atraer a los bancos de desarrollo regionales, y a sus ecosistemas de emprendimiento, hacia la creación de fondos de financiación que suman fuerzas entre Estados (recursos y flujo de proyectos de emprendimiento) buscando consolidar un modelo capaz de lograr que los mejores proyectos de todo el país emerjan y se hagan visibles. En México, el Fondo de Fondos ha encontrado formas de colaborar con los Estados poniendo al servicio de ellos su reputación internacional y su aprendizaje institucional, en modalidades flexibles orientadas a atender los intereses de las partes.

Estos modelos que buscan la suma de esfuerzos entre entidades de diferentes tamaños, dispersas en distintas geografías, podrían ofrecer inspiración para la construcción de nuevos modelos de cooperación entre ecosistemas de emprendimiento de diferentes países latinoamericanos, que sumarían esfuerzos para lograr mayor fuerza en la

atracción de capital y la construcción de flujos más robustos de proyectos de emprendimiento para presentar a inversionistas. Los bancos multilaterales deberían dar prioridad al fortalecimiento de las conexiones internacionales de los países que están en las primeras etapas de desarrollo de sus industrias de fondos de capital de riesgo, pasando por fortalecer las conexiones con las industrias de capital de riesgo de otros países latinoamericanos que van más adelante en el proceso. A los que están comenzando les interesa aprender las prácticas y estándares del negocio, mientras que a los más avanzados les interesa cultivar posibilidades de flujo de negocios para sus fondos. El desarrollo de escenarios y puentes para este cruce de experiencias debería ser una prioridad hacia adelante.

**Involucrar actores privados internacionales con experiencia puede ser una palanca importante para el logro de resultados en nuevas iniciativas.** La experiencia de México muestra que la búsqueda del soporte de fondos privados internacionales con experiencia puede ser un mecanismo efectivo para construir las fortalezas necesarias en el momento de despegue de una iniciativa ambiciosa. En la creación de Fondo de Fondos, el gobierno mexicano buscó un fondo de Estados Unidos con experiencia en situaciones similares, para que asumiera responsabilidades en la ejecución del proyecto y transmitiera conocimiento. No fue simplemente un consultor, sino un aliado con un rol de gran responsabilidad en la operación. El Fondo de Fondos está haciendo lo mismo ahora, en relación con la creación de un fondo de impacto en alianza con la multinacional Bimbo. Convocó a un fondo con experiencia internacional en el tema de impacto para que se vincule a la alianza, aplique su experticia en la práctica y facilite la absorción de conocimiento por parte de los aliados mexicanos. Esta es un modo de

trabajar del Fondo de Fondos que podría ser útil para los países que están comenzando a desarrollar sus industrias de fondos de capital de riesgo.

**Es indispensable buscar capitales internacionales en montos sustanciales y definir posiciones frente a los dilemas que esto implica.** La experiencia de los países que han tenido mayor éxito en desarrollar una industria de fondos de capital emprendedor muestra que el auge en la primera etapa puede ser un indicador efímero de éxito, si no se logra avanzar hacia la constitución de fondos que permitan financiar las siguientes etapas. Es más, la sostenibilidad del sistema entero puede entrar en riesgo en esta situación, pues para los inversionistas en las etapas iniciales, la esperanza de realizar ganancias está en los financiadores de las etapas siguientes. La evidencia disponible indicaría que ninguno de los países examinados estaría en los próximos años en condiciones de generar una industria nacional de fondos capaz de financiar todas las necesidades de las empresas en las etapas de mayor crecimiento. Es necesario lograr en cada país que algunos fondos de este tipo logren despegar, sin embargo, el déficit de financiación seguirá existiendo y se puede esperar que muchas de estas empresas buscarán mercados internacionales para lograr series adicionales de financiación.

Cuando los emprendedores acuden a los mercados internacionales en Estados Unidos y Europa a buscar financiación de series B y series C, en la medida en que son exitosos suelen quedar sujetos a una fuerte presión de parte de sus inversionistas para que se ubiquen en esos países. En ese momento, los responsables por la política pública enfrentan un dilema: ¿deben apoyar u oponerse al deseo de estas empresas de salir del país y ubicarse en los mercados donde están sus inversionistas? Si apoyan a estas empresas

en su empeño de migrar, los responsables de la política pública sin duda enfrentarán cuestionamientos porque han utilizado recursos públicos para financiar procesos que culminan en empresas que salen de país y pierden sus vínculos con la economía nacional. Por el contrario, si generan obstáculos para hacer más difícil a estas empresas el tránsito hacia una ubicación en otros países, desestimularán la llegada de capitales internacionales en el futuro.

El dilema es bien complejo y no tiene salida fácil. México lo está asumiendo con una estrategia que busca fortalecer la posición del país como puerta a mercados globales, facilitando la constitución de empresas en Estados Unidos para operar en México. Probablemente la proximidad geográfica a Estados Unidos le permite construir una salida al dilema con estas características, pero no es evidente que funcionará en el largo plazo ni que sea replicable por otros, Brasil plantea que las empresas pueden abrir operaciones en Estados Unidos, pero la propiedad intelectual y los contratos deben mantenerse en el país. Esto no es muy atractivo para empresas ni para inversionistas. Chile plantea una forma abierta de operar, donde las empresas que deseen irse pueden hacerlo, pero es evidente que los resultados hasta ahora muestran empresas que se van con facilidad y cuesta trabajo asegurar que dejen una huella y que mantenga sus relaciones con en el entorno local.

Es muy importante construir nuevas salidas para este dilema. Si las empresas locales que buscan financiación de series B y C no la logran, los inversionistas en la serie A no lograrán rentabilidad en las inversiones que hicieron. Esto podría implicar un retroceso sustancial en el camino recorrido por el sistema. Los bancos multilaterales podrían contribuir a apoyar a los fondos y los países a manejar el problema, utilizando su

considerable fortaleza intelectual y reputación para apoyar el estudio de alternativas para la construcción de salidas para la financiación de las nuevas rondas de inversión. Es poco probable que los bancos multilaterales tengan forma de aportar a esta fase de financiación un porcentaje de recursos similar al que aportaron en fase inicial de desarrollo de los fondos, porque ahora las necesidades serán mucho mayores. Sin embargo, pueden aportar a aclimatar la búsqueda de nuevas posibilidades, y a facilitar un ambiente propicio para la creación de fondos corporativos de capital de riesgo.

**Los administradores de fondos tendrán que especializarse e internacionalizarse.** En los países donde existen administradores que han logrado manejar varias generaciones de fondos, se aprecia una tendencia de los administradores a operar con mayor fluidez en los mercados internacionales y a especializarse en inversiones de algún tipo, por sectores y segmentos. Por ejemplo, administradores en Brasil y México que en su primer fondo abarcaban cuatro sectores diferentes, en su segundo o tercer fondo delimitan con precisión el ámbito de interés y la tesis de inversión en términos del sector en que operarán. Esta especialización les lleva también a buscar la internacionalización de sus operaciones de búsqueda de flujo de negocios.

Hacia adelante, el desarrollo de las industrias de capital de riesgo en los países debe estar alineado con el desarrollo de un posicionamiento internacional para el país. Por muchas razones, los países latinoamericanos están obligados a identificar cuáles son las fuentes de ventaja competitiva que pueden plantear al mundo y cómo pueden construir un posicionamiento global alrededor de estas fortalezas. El fortalecimiento de la industria de capital de riesgo es solamente una de las dimensiones de este problema de la

especialización de las economías, pero sin duda puede contribuir a profundizar sus ventajas. Los fondos internacionales de inversión recorren los países buscando empresas que tengan algún tipo de fortaleza y saben que es muy poco probable encontrar firmas de clase mundial en países donde esos sectores no son fuertes. La especialización crecientemente es un requisito para participar en estos diálogos entre empresas y fondos internacionales. En América Latina, sectores como salud, educación, Fintech y tecnologías de información en mercados negocio-a-negocio están emergiendo como aglomeraciones que podrían ser capaces de atraer la atención internacional. Los fondos internacionales buscarán en estos países startups de los sectores líderes y luego verán las demás. La capacidad de los países para posicionar sectores económicos en la competencia internacional será un factor de gran importancia en el futuro, para lograr financiación para las startups.

**Es necesario atraer a las grandes empresas de cada país hacia la inversión en fondos de capital emprendedor.** El emprendimiento corporativo y la innovación abierta podrían convertirse en la siguiente gran frontera de desarrollo para el emprendimiento de base tecnológica y alto potencial de crecimiento en América Latina. Estos actores empresariales tienen los capitales y el conocimiento del mercado necesarios para proyectar las tecnologías hacia su desarrollo como base de la competitividad de startups innovadoras. Hasta ahora, el interés de las grandes empresas por invertir en fondos de capital de riesgo ha sido limitado, pero ya hay indicios de que esta situación está cambiando, también como parte de una tendencia internacional.

Esta alternativa está siendo explorada en diferente grado en los cuatro países examinados. Comienzan a configurarse modelos orientados a crear emprendimientos de alto

potencial de crecimiento, focalizados en lograr soluciones para problemas concretos que las grandes empresas de estos países conocen bien y tienen urgencia por resolver. A las empresas pequeñas les interesa trabajar con las grandes porque les permiten acceso a capital y flujo de negocios, mientras que a las empresas grandes les interesa asegurar una opción de participar en procesos de crecimiento extraordinario en temas que son importantes para ellas. En el mundo entero, hay una tendencia fuerte al aumento de la actividad de fondos corporativos de capital de riesgo.

La exploración de este camino ofrece posibilidades amplias, pero sería necesario desarrollar elementos que hoy no existen, para lograr los resultados potenciales que el modelo ofrecería.

Sería necesario abrir espacio favorable en la discusión de política pública para ese tipo de alternativas. Es fácil anticipar que el uso de recursos públicos para aportar a fondos de capital de riesgo orientados a atraer capitales de grandes empresas podría generar oposición política, con argumentos de equidad (la pregunta sería, ¿por qué es necesario ayudar con recursos públicos a grandes empresas que ya cuentan con recursos financieros?). Sería necesario mostrar que los beneficios sociales del esquema serían superiores a los costos. El uso de recursos públicos para este propósito se justificaría en la medida en que sea necesario despejar fallas de mercado y fallas de coordinación que impidan a los privados asumir ciertos costos en el momento inicial, en la medida en que se pueda verificar que lo hacen una vez que la experiencia despeje elementos de incertidumbre. Por ejemplo, fortalecer los mecanismos que permiten ayudar con fondos públicos y descuentos tributarios a empresas para que inviertan en *startups* que salen de universidades, atando el soporte a la asignación de recursos a temas como gestión de propiedad intelectual, sería una actividad que cumpliría con estos requisitos.

Esa sería una motivación adicional para que los países estudien las ventajas competitivas que realmente tienen, donde puedan lograr reconocimiento internacional y donde cuenten con empresas nacionales de alta reputación en un contexto continental. La creación de fondos corporativos de capital de riesgo focalizados en hacer inversiones en la cadena de valor de estas grandes empresas latinoamericanas podría tener múltiples ventajas. En la medida en que los emprendimientos apoyados logren tener inversión de estas grandes empresas y también logren ser proveedores de ellas, sus procesos de crecimiento se acelerarán y las dudas sobre la viabilidad del sistema se reducirán, en procesos que tomarían tiempos menores que los observados hasta ahora.

Los fondos de capital corporativo tienen que tener la posibilidad de invertir en emprendimientos generados en otros países, pues el acceso a conocimiento y habilidades de emprendedores de clase mundial redundará en incrementos en la capacidad competitiva de la gran empresa y su cadena de valor en cada país. En otras palabras, el resultado en este modelo no solamente podría redundar en rentabilidad para los fondos y desarrollo para los emprendimientos, sino también en *spillovers* de conocimiento que reforzarían la competitividad de los sectores donde se ubican estas empresas.

**Será necesario desarrollar modelos de industria de capital de riesgo en economías pequeñas en América Latina.** Hasta ahora, los países latinoamericanos han seguido un conjunto de indicaciones bastante estándar para el desarrollo de sus industrias de capital de riesgo. Sin embargo, hoy es necesario reconocer que no todos los países enfrentan las mismas oportunidades ni las mismas restricciones, de manera que los

modelos de desarrollo de la industria podrían tener condiciones diferentes en perfiles de país diferentes. La primera distinción es la diferencia en países grandes y pequeños, pues definitivamente Brasil y México tienen acceso a condiciones y oportunidades que otros países no tienen. Los modelos que apliquen Colombia y Chile no pueden seguir al pie de la letra esa experiencia y habrá también diferencias entre lo que funcione para ellos y lo que podrán aplicar países más pequeños. Además, el tamaño no es la única dimensión de diferencia. También inciden la distancia física y la conexión con los grandes mercados, el perfil de especialización del país y otros factores.

**Es necesario prepararse para lo que ocurriría a los mercados de valores, y a la industria global de capital de riesgo, en la siguiente fase recesiva de la economía global.**

Dada la larga duración de la fase de recuperación desde la última gran recesión internacional, todos los actores de la industria de capital de riesgo deben considerar con una probabilidad alta un escenario de recesión en un horizonte de tiempo cercano. Si eso ocurre, los bancos multilaterales serían puestos a prueba en su capacidad para contribuir a que la industria logre sobrevivir a un periodo de condiciones internacionales adversas, que podría ser largo. Los efectos de una recesión internacional podrían ser muy fuertes en esta ocasión, porque la expansión de los fondos en esta década en la región implica que hay más fondos buscando colocar sus capitales y más empresas buscando cumplir metas ambiciosas de crecimiento para cumplir las promesas hechas a los administradores de los fondos. Una recesión internacional haría mucho más difícil la consecución de fondos y frenaría el crecimiento de las *startups*.

# BIBLIOGRAFÍA

## **ABREU, P., & CAMPOS, N. (2016)**

O panorama das aceleradoras de startups no Brasil. FGV / EAESP. CreateSpace Independent Publishing Platform. USA.

## **ACAFI EY (2017)**

Reporte Venture Capital & Private Equity 2016-2017.

## **ALIDE (2013)**

FINEP: el brazo financiero de la innovación brasileña. Descargado de <https://alideonline.wordpress.com/2013/04/23/finep-el-brazo-financiero-de-la-innovacion-brasilena/>

## **ALIDE (2010)**

Situación y perspectivas de la banca de desarrollo latinoamericana. Programa de estudios económicos e información. Noviembre.

## **AMEXCAP (2017)**

Inside Mexico's PE Market.

## **BORSATO, F. & BIAGINI, F. (2015)**

Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil – a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. BNDES Setorial 42, p. 101-130. Setembro.

## **CAF (2017)**

Informe Anual 2016.

#### **CHARVEL, ROBERTO**

A Comprehensive Look at the Private Equity Industry in Mexico (1990-2006). The Journal of Private Equity (2007): 42-53.

#### **CORFO (2017)**

Informe público de Capital de riesgo. Resultados cumilados a 31 de diciembre de 2016. Corporación de Fomento de la Producción CORFO. Gobierno de Chile.

#### **DALBERG GLOBAL DEVELOPMENT ADVISORS (2012)**

Assessing the Impact of MIF's Venture Capital Program In Latin America. Diagnostic Report

#### **ERNST & YOUNG (2015)**

Estudio sobre la industria del capital en México 2015.

#### **EY ACAFI (2017)**

Reporte venture capital & private equity 2016 - 2017.

#### **EY COLCAPITAL (2017)**

Fortaleciendo la economía colombiana. Evolución y análisis de la industria de fondos de capital privado. Reporte 2017.

#### **GE CONSULT SPA (2017)**

Estimación del impacto de la política pública de apoyo al capital de riesgo. Proyecto de Consultoría Mandante: Consejo Nacional de Innovación y Desarrollo. Tercer Informe.

#### **KPMG ABVCAP (2017)**

Consolidação de Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil 2011-2016.

#### **KPMG ENTERPRISE (2018)**

Venture Pulse Q4 2017. Global Analysis of Venture Funding.

#### **LERNER, J., TIGHE, J., DEW, S., BOSILJEVAC, V., LEAMON, A., DÍEZ-AMIGO, S. (2016)**

Impact of Early Stage Equity Funds in Latin America. Bela Research Group. FOMIN.

#### **PASTORE, M. & SARTORIO, M. (2017).**

Empresas innovadoras brasileñas: el entorno innovador. CAF-CIEPLAN.

#### **PROCOLOMBIA (SIN FECHA)**

Nociones básicas de los Fondos de Capital Privado en la legislación colombiana.

#### **SAHAB, J (2016)**

Respaldo NAFINSA para los empresarios de México: Capital emprendedor. Presentación en la reunión del Comité Técnico de ALIDE para el Financiamiento de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, 19 de mayo 2016 – Rio de Janeiro, Brasil. José Elías Sahab Jaik, Director General Adjunto de Promoción Regional y Relaciones Institucionales, NAFINSA.

**SÁNCHEZ, A. (2018)**

Tu pensión, en manos de emprendedores. Expansión. Enero 30 de 2018. <https://expansion.mx/emprendedores/2018/01/29/tu-pension-en-manos-de-emprendedores>

**RIVAS, G. (2012)**

La experiencia de CORFO y la transformación productiva de Chile.

**EVOLUCIÓN, APRENDIZAJE Y LECCIONES DE DESARROLLO**

Corporación Andina de Fomento CAF. Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva N° 3 / 2012.

**SOTO, E. (2017)**

Latin American VC—Insights from LAVCA Data Smart Capital Conference (slides).

**VILÁ, F. (2016)**

Building a local industry—the role of Fondo de Fondos in Mexico’s private equity ecosystem. Special Report: Private Equity in Mexico. EMPEA, Washington, D.C.

**VIVEROS, R. (2018)**

ABVCAP, A força da indústria de participações no desenvolvimento do Brasil. Azulsol Editora.

# ANEXO 1

## Línea de tiempo del desarrollo de la industria de capital de riesgo en los países analizados

MÉXICO	BRASIL	CHILE	COLOMBIA
<p><b>90s</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nafin lanza el primer fondo de capital emprendedor en América Latina llamado NAEF-Ventana.</li> </ul> <p><b>2003</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nace AMEXCAP</li> </ul> <p><b>2006</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Creación de la Corporación Mexicana de Inversiones (CMIC) Creación del Fondo de Fondos, como estructura especializada en inversiones de capital privado, dependiente de CMIC</li> </ul> <p><b>2007</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Creación del fondo México I, con un periodo levantamiento de fondos de 2011 hasta 2014</li> </ul> <p><b>2010</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>CMIC, con apoyo de la Secretaría de Economía y la CAF, lanza el Fondo México Ventures I</li> </ul> <p><b>2012</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nafin y la Secretaría de Economía lanzan el Fondo de Coinversión de Capital Semilla.</li> <li>Creación de INADEM</li> </ul>	<p><b>90s</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Creación de BNDESPar</li> <li>FINEP crea el programa Innova</li> </ul> <p><b>2000</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Creación de la Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR)</li> <li>FINEP lanza el programa Innovar Fondos</li> </ul> <p><b>2005</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ABCR se convierte en Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP)</li> </ul> <p><b>2006</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Finep lanza el programa Innovar Semilla</li> </ul> <p><b>2007</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>BNDES crea el fondo Criatec I</li> </ul> <p><b>2012</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>BNDES crea el fondo Criatec II</li> </ul> <p><b>2014</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>BNDES crea el fondo Criatec III</li> </ul>	<p><b>90s</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Programa F1 de Financiamiento a Fondos de Inversión (1997)</li> </ul> <p><b>2001</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>CORFO introduce instrumentos de apoyo vía capital semilla</li> </ul> <p><b>2002</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Reforma del Mercado de Capitales MKI</li> </ul> <p><b>2005</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>CORFO crea el programa F2 de Financiamiento a Fondos de Inversión para el Fomento del Capital de Riesgo</li> <li>Nace ACAFI, Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión</li> </ul> <p><b>2006</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>CORFO crea el programa F3 de Financiamiento a Fondos de Inversión de Capital de Riesgo]</li> </ul> <p><b>2007</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Reforma del Mercado de Capitales MKII</li> </ul> <p><b>2008</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>CORFO crea el programa K1 de Inversión Directa en Fondos de Inversión</li> </ul>	<p><b>2007</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Decreto 2175 definió la creación de carteras colectivas como patrimonio independiente de los activos propios de una sociedad administradora, obligando a los administradores a dar prioridad a los intereses de los inversionistas. Esto favoreció la creación de fondos de capital privado.</li> </ul> <p><b>2009</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Lanzamiento del Programa Bancoldex Capital</li> </ul> <p><b>2010</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Expedición de los decretos que crearon el marco legal para la operación de los fondos de capital privado</li> </ul> <p><b>2012</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Nace COLCAPITAL, Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado</li> </ul>

continuación

MÉXICO	BRASIL	CHILE	COLOMBIA
<p><b>2013</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Creación del fondo México II, con un periodo levantamiento de fondos de 2011 hasta 2014</li> <li>• INADEM crea el programa Desarrollo del Ecosistema del Capital Emprendedor e invierte en 19 fondos de etapa temprana</li> <li>• CMIC crea el fondo México Ventures I Annex Fund</li> </ul> <p><b>2015</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Creación del Fondo de Fondos Mexico Ventures II</li> </ul>		<p><b>2010</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma del Mercado de Capitales MK Bicentenario</li> </ul> <p><b>2011</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CORFO crea el Fondo Minero Fénix, Fondo de Exploración Minera</li> </ul> <p><b>2012</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CORFO crea el Fondo Etapas Tempranas (FT)</li> <li>• CORFO crea el Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC)</li> </ul> <p><b>2015</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CORFO crea el Fondo de Etapas Tempranas Tecnológicas (FET)</li> <li>• Nace la Asociación Chilena de Venture Capital (ACVC)</li> </ul>	

# ANEXO 2

## Síntesis de la experiencia de los países

	BRASIL	MÉXICO	CHILE	COLOMBIA
<b>ENTIDADES PÚBLICAS QUE LIDERAN EL IMPULSO A LA CANALIZACIÓN DE RECURSOS DE INVERSIÓN HACIA LOS EMPRENDIMIENTOS</b>	<p><b>En el impulso a la creación de fondos de capital emprendedor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)</li> <li>• Financiadora de Pesquisas e Inovação (FINEP)</li> </ul>	<p><b>En el impulso a la creación de fondos de capital emprendedor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Corporación Mexicana de Inversiones de Capital (CMIC) y su Fondo de Fondos, el cual conforma una estructura especializada en inversiones de capital privado, dependiente de CMIC, que se encarga de invertir en fondos privados siguiendo las directrices de la política.</li> </ul> <p>En el soporte al desarrollo de un ecosistema emprendedor:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El Instituto Nacional del Emprendedor (INADEM) está encargado de articular una política de Estado para el apoyo a emprendedores y MIPYMES a través de la Red de Apoyo al Emprendedor.</li> </ul>	<p><b>En el impulso a la creación de fondos de capital y ecosistema emprendedor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La Corporación para el Fomento de la Producción, CORFO, es una agencia del gobierno nacional que tiene el amplio encargo de apoyar el emprendimiento, la innovación y la competitividad en el país. CORFO se ocupa tanto del impulso a la creación de fondos de capital emprendedor, como de brindar soporte al desarrollo del ecosistema emprendedor. Es una entidad que despliega un gran tamaño y gran influencia en las políticas relacionadas con estímulos al sector productivo.</li> </ul>	<p><b>En el impulso a la creación de fondos de capital emprendedor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bancoldex es el banco de desarrollo empresarial para los sectores productivos en Colombia. Tiene a su cargo el programa Bancoldex Capital, encargado de promover el desarrollo de la industria de Fondos de Capital, tanto los fondos de crecimiento (<i>private equity funds</i>), como los fondos de capital emprendedor (<i>venture capital funds</i>).</li> </ul> <p><b>En el soporte al desarrollo de un ecosistema emprendedor:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• El principal actor público en este frente es INNpulsa, entidad adscrita al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, encargada del fomento de la cultura emprendedora y del despliegue de instrumentos de soporte al desarrollo del emprendimiento y la innovación.</li> </ul>
<b>ASOCIACIÓN PRIVADA QUE REPRESENTA LOS INTERESES DE LA INDUSTRIA DE FONDOS DE CAPITAL DE RIESGO</b>	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), creada en el año 2000 (originalmente con el nombre Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR))	Asociación Mexicana de Capital Privado (Amexcap), creada en el año 2003.	ACAFI, Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión, creada en 2003  Asociación Chilena de Venture Capital, creada en 2017.	Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado, creada en 2012

continuación

	BRASIL	MÉXICO	CHILE	COLOMBIA
ELEMENTOS DISTINTIVOS	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FINEP fue entidad pionera en América Latina en el ofrecimiento de apoyo a los actores del ecosistema para su desarrollo y también creó los primeros fondos de capital emprendedor.</li> <li>• BNDES amplió sustancialmente el volumen de recursos públicos para la financiación de nuevas empresas y lo focalizó en empresas de base tecnológica, con los fondos Criatec.</li> <li>• BNDES ha logrado apalancar recursos crecientes de fondos de bancos de desarrollo regionales, y también de actores privados, en los sucesivos fondos Criatec. En particular, un logro ha sido involucrar capitales privados en fondos de capital semilla.</li> <li>• BNDES ha fortalecido las conexiones entre las universidades y centros de desarrollo tecnológico en Brasil y los fondos de financiación. Su mayor logro ha sido incorporar a los distintos estados, logrando que ellos aporten recursos crecientes para financiar empresas de base tecnológica en etapas temprana.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CMIC y Fondo de Fondos con la decisión del gobierno de crear una sola plataforma destinada a realizar inversiones de capital en empresas mexicanas, a partir de los activos productivos de cuatro bancos públicos.</li> <li>• Fondo de Fondos se ha caracterizado por buscar el manejo de recursos públicos con criterios de sector privado en materia de eficiencia y crecimiento empresarial, con un modelo que ha mantenido estabilidad en medio de grandes cambios políticos.</li> <li>• Su modelo ha buscado alianzas con entidades experimentadas alrededor del mundo, para luego apropiarse ese conocimiento a partir de la aplicación en el contexto mexicano.</li> <li>• Fondo de Fondos ha logrado desarrollar estructuras sofisticadas para la financiación de empresas en etapas tempranas, con la creación de los fondos de fondos Mexico Ventures I y Mexico Ventures II</li> <li>• Fondo de Fondos ha sido exitoso al posicionarse como interlocutor necesario entre actores privados y públicos en México y la industria de fondos de capital en el mundo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CORFO estuvo también entre los primeros en América Latina en desarrollar instrumentos de apoyo al desarrollo de fondos de capital de riesgo. Tiene larga experiencia en el tema en sus diferentes aspectos.</li> <li>• La primera mitad de la presente década fue un período de incremento en el número de fondos. CORFO ha experimentado con diversas modalidades de instrumentos destinados a apoyar la creación de fondos de inversión en empresas en etapas tempranas de desarrollo. Sin embargo, la disponibilidad de recursos públicos se ha reducido en los años recientes y el número de fondos nuevos por año ha disminuido también.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La transformación del marco legal y el desarrollo del programa Bancoldex Capital fueron efectivos para estimular el desarrollo de fondos de crecimiento (private equity), dedicados a financiar la transformación de empresas que tienen trayectoria y niveles de ventas significativos, pero no se desarrolló un programa de estímulo a la creación de fondos para etapas tempranas, como sí ocurrió en los otros países analizados.</li> <li>• Bancoldex ha realizado algunas iniciativas respecto a formación de gestores de fondos de capital de riesgo. Sin embargo, en ausencia de recursos del Estado para este propósito, el avance de estos fondos es muy limitado en el país. Solamente hay 11 fondos de capital de riesgo en Colombia, de acuerdo con COLCAPITAL.</li> </ul>

continuación

	BRASIL	MÉXICO	CHILE	COLOMBIA
RETOS HACIA ADELANTE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BNDES aún es percibido por los inversionistas privados como un actor gubernamental cuya gestión es lenta y burocrática. Existe entre los privados un rechazo ante la idea de la participación de BNDES en los comités de inversión. La entidad es consciente de esto y está abriendo espacios para reducir su participación en estos comités. Sin embargo, la percepción negativa entre los privados en relación con este tema es fuerte.</li> <li>• El mayor reto hacia adelante es incrementar el volumen de capitales privados que participan en fondos de capital emprendedor, en medio de un entorno político inestable y en un contexto internacional incierto.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fondo de Fondos ha logrado crear condiciones para atraer a algunos fondos de pensiones y grandes tesorerías privadas a la financiación de startups. Sin embargo, hay un amplio camino por recorrer en este frente.</li> <li>• Fondo de Fondos debe favorecer la creación de nuevos mecanismos de atracción de capital privado internacional, incluso para la creación de nuevos fondos de fondos totalmente privados en México.</li> <li>• El mayor reto es lograr atraer capitales, tanto mexicanos como internacionales, para la creación de fondos con porcentajes progresivamente menores de participación de recursos gubernamentales.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CORFO enfrenta el reto de atraer mayores capitales privados a la inversión en fondos de capital de riesgo, así como lograr que las sociedades administradoras creen más nuevos fondos cuando se cumple la vida útil de los existentes.</li> <li>• CORFO también se enfrenta a lograr que más inversionistas estén dispuestos a arriesgar proporciones crecientes de sus propios recursos, reduciendo la dependencia frente a los préstamos de recursos públicos como fuente de dinero para la creación de sus fondos de inversión.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A pesar del escaso desarrollo de fondos autóctonos, Colombia ha tenido un desempeño destacado en el contexto de los países analizados, en cuanto al monto de las inversiones realizadas por fondos de capital de riesgo en las empresas del país, de acuerdo con LAVCA. Estos resultados llevan a pensar que Colombia sí es un país con amplias posibilidades a la hora de generar empresas de alto impacto y rápido crecimiento.</li> <li>• El principal reto hacia adelante es lograr que capitales privados colombianos asignen sumas crecientes a la inversión en emprendimientos de alto potencial de crecimiento, a través de fondos de capital de riesgo.</li> </ul>