

**Scaleups y el fondo de fondos:**

# UNA ESTRATEGIA PARA MULTIPLICAR LAS EMPRESAS DEL MAÑANA

HECHO POR  
**endeavor**

CON EL APOYO DE  
**>ACVC**  
Asociación Chilena de  
Venture Capital

Lo que  
necesitas  
saber en  
**1 minuto**

Las scaleups están transformando Chile: son el 1% del total, pero crean 40% de los nuevos empleos. Ellas son el motor del país, y el capital las potencia. **Un fondo de fondos financiaría cientos de estas empresas, generando un impacto de más de US\$ 2 mil millones.**

Tras años discutiendo esta idea, ahora llegó el momento de ponerla en marcha.

Lo que  
necesitas  
saber en  
**5 minutos**

## El fondo de fondos, el momento es ahora.

Un fondo de fondos es un fondo que invierte en otros fondos de inversión. En este caso, en fondos de *venture capital*. Es un vehículo del que se viene hablando desde hace más de 10 años para implementar en Chile, pero que aún no se ha concretado. **Hoy, con la sinergia de un ecosistema más maduro en un gran nivel de desarrollo, junto con la necesidad de mayor capitalización para los fondos de venture capital que les permita apalancar los próximos casos de éxito, es el momento de impulsarlo y crear el primer fondo de fondos de capital de riesgo en Chile.**

## El efecto multiplicador: desde los fondos hasta los hogares.

Cada dólar invertido en el fondo de fondos no se queda ahí, se multiplica varias veces y de diversas maneras. **Un fondo de fondos de 200 millones de dólares permitiría invertir en cientos de startups y scaleups, con montos varias veces más altos que los actuales. A su vez, la iniciativa permitiría que miles de personas puedan sumarse a los equipos de las empresas del mañana.** El impacto socio-económico de este fondo de fondos estaría avalado en más de 2.000 millones de dólares.

## Un esfuerzo público-privado por el país.

Se esperaría un fondo de fondos regional de carácter público-privado, siendo solo un 30% del total aportado, a través de *equity*, por el Estado. Este diseño atraería mayoritariamente el sector privado, como fondos de pensiones, corporaciones, organismos multilaterales o grandes fondos extranjeros. **Para esto, es clave que sea administrado por un gestor profesional independiente, con track record positivo seleccionando fondos de venture capital.**

## El administrador es clave.

Para asegurar que pueda seleccionar a los mejores fondos de VC y además, ser garantía de calidad para potenciales inversionistas, **debe ser un gestor especializado, con track record seleccionando fondos y 100% dedicado.** Además para conseguir la mayor transparencia posible en el proceso de selección y crear independencia de los inversionistas, convocatorias abiertas, con criterios y puntajes estructurados, pueden ser de mucha ayuda.

# ÍNDICE

- 2** Lo que necesitas saber en un minuto
- 3** Lo que necesitas saber en 5 minutos
- 5** El contexto:  
*desde cuándo, qué y por qué*
- 13** **Benchmark Internacional:**  
*aprendiendo de otros ecosistemas*
- 16** Una mirada a los fondos de fondos del mundo
- 20** Un gran referente para Chile: México
- 23** **Aprendizajes**
- 24** El Estado puede ser el gran inversionista, sin ser el único
- 25** La importancia de una administración profesional e independiente
- 26** Una mirada legal de la administración del fondo de fondos con Francisco Guzmán
- 27** Públicos, institucionales y extranjeros: los limited partners
- 28** El VC es regional, el fondo también debería serlo
- 29** 200 millones de dólares: el tamaño necesario para activar la industria hoy
- 30** La posibilidad de co-invertir
- 31** En conversaciones con Susana García-Robles, Senior Partner de Capria y Ex-Bid Lab
- 32** **Efecto multiplicador**
- 33** Highlights
- 34** Supuestos
- 35** Cada dólar invertido en el fondo de fondos...
- 36** Impacto local: del fondo de fondos a los chilenos y chilenas
- 37** **El momento es ahora**
- 38** **Quién hizo este estudio**
- 40** **Anexos**



# EL CONTEXTO: **DESDE CUÁNDO, QUÉ Y POR QUÉ**



## El venture capital: la bencina para impulsar a las scaleups

Las scaleups son clave para la reactivación económica de Chile y del mundo. Estas son las empresas que más crecen en el país (al menos 20% al año durante 3 años, acorde la OCDE<sup>1</sup>). En el proceso, las scaleups generan un efecto multiplicador en los ecosistemas de emprendimiento, productividad en la economía y diversos beneficios sociales<sup>2</sup>. Al 2018, eran solo el 1% del total de las empresas en Chile, pero generaban el 40% de los nuevos empleos<sup>3</sup>.

Muchas de las scaleups, especialmente las que crecen de forma exponencial, requieren del venture capital (VC) para financiarse. Naturalmente, el capital (participación de la empresa) es una forma mucho más accesible para empresas disruptivas, ya que la industria del VC las evalúa por sus productos, mercados potenciales y el estándar del equipo, entre otros aspectos. A cambio de aceptar este mayor riesgo, quien invierte en capital no tiene un límite máximo de lo que puede llegar a ganar, como ocurriría mediante deuda, por ejemplo.

El venture capital se separa en distintas etapas de financiamiento que corresponden a las distintas etapas de desarrollo de una startup o scaleup. Abarcan desde el capital semilla (*seed stage*) que suele usarse para la creación del producto mínimo viable, hasta llegar a la salida de la empresa (*exit*), donde mediante fórmulas como la venta de acciones públicas, fusiones o adquisiciones, los inversionistas pueden obtener retornos. En el caso de Chile, los desafíos del momento se encuentran en especial para las etapas intermedias, como se detalla a continuación.<sup>4</sup>

Las Scale-ups son solo el **1%** del total de las empresas en Chile, pero generan el

**40%**  
de los nuevos empleos

<sup>1</sup> EUROSTAT & OECD "Manual on Business Demography Statistics": 2007. Disponible en: <https://www.oecd.org/sdd/39974460.pdf>

<sup>2</sup> Melhado, J., Barriga, A. et al. "Scale-ups en Chile, Desafíos para impulsar el ecosistema". Endeavor Chile & Matrix Consulting, 2021. Disponible en: [http://www.endeavor.cl/scaleups\\_desafios/](http://www.endeavor.cl/scaleups_desafios/)

<sup>3</sup> Melhado, J., Alvarez, T. et al. "Scale-ups en Chile, Protagonistas de la reactivación económica". Endeavor Chile & Centro de Innovación UC, 2020. Disponible en: <http://endeavor.cl/scaleupschile>

<sup>4</sup> <https://www.cbinsights.com/research/report/what-is-venture-capital/>

## Las scaleups necesitan más capital y el fondo de fondos podría ser el proveedor

El emprendimiento de alto impacto se viene impulsando en Chile hace varios años. En 1997, CORFO empieza a impulsar la industria de venture capital, al año siguiente se abre en Chile la primera oficina local de Endeavor en el mundo<sup>5</sup>. Más de 20 años después, se empiezan a ver los frutos y el ecosistema se encuentra en un momento increíble: NotCo con el capital de Jeff Bezos en 2019; Betterfly con la Serie A más grande que se había hecho en el país y Cornershop que celebró un *exit* con Uber, ambos en 2020, las mismas que en 2021 se graduarían con la Serie B más grande que haya levantado una *insurtech* en Latinoamérica y una valorización de 3 mil millones de dólares respectivamente. Esto último ocurrió solo semanas después del triunfo de Houm, Poliglota, AgendaPro, Spline y Fintoc, las cinco flamantes nuevas empresas locales que llegaron a Y Combinator (YC)<sup>6</sup> en 2021, a las que se le suma la adquisición de Pago Fácil por el BCI. Se espera que haya muchas historias más, pero antes hay algunos desafíos que resolver.

En los últimos años, empresas chilenas de potencial global han levantado más de US\$100 millones, pero pocas han contado con fondos de venture capital chilenos en estas rondas más avanzadas.

Por ejemplo, NotCo, Cornershop y Compara, algunas de las scaleups locales que más inversiones han conseguido, lo hicieron sin fondos chilenos.<sup>7</sup>

Cómo referencia, las empresas tecnológicas de Estados Unidos que levantaron Series A<sup>8</sup> 10 años atrás, tenían tickets promedio de 4,3 millones<sup>9</sup>. De la misma forma, las empresas latinoamericanas en Series A, reciben tickets promedio de 6 millones de dólares, mientras que las empresas chilenas obtienen tickets promedio de tan solo la mitad (3 millones de dólares).<sup>10</sup>

Para que las startups chilenas puedan escalar y generar el impacto positivo que esperamos que produzcan en el país, la industria del venture capital

debe crecer lo suficiente para poder financiar el siguiente nivel. Un fondo de fondos podría ser la clave para que eso ocurra más pronto.

<sup>5</sup> Obtenido en [www.crunchbase.com](http://www.crunchbase.com)

<sup>6</sup> La aceleradora estadounidense de startups de la que participaron Airbnb, Dropbox, Twitch y muchos éxitos más.

<sup>7</sup> Obtenido en [www.crunchbase.com](http://www.crunchbase.com)

<sup>8</sup> Etapa del financiamiento siguiente a la del capital semilla. A lo largo del documento se hará referencia al venture capital desde esta etapa en adelante.

<sup>9</sup> CB Insights. "Venture Capital Funnel Shows Odds Of Becoming A Unicorn Are About 1%". Disponible en: <https://www.cbinsights.com/research/venture-capital-funnel-2/>

<sup>10</sup> LAVCA. "2020 Industry Data & Analysis". 2020.

LinkedIn



**AGUSTÍN FEUERHAKE LARRAÍN**

Fintual (YCS18)

La raja como desde la venta de [Cornershop](#) (y la pandemia quizás) se ha acelerado todo lo relacionado a startups en Chile.

Por fin [Broota.com](#) tuvo un *exit* grandote con Pago Fácil y devolvió retornos de hasta 36x a sus inversionistas.

[NotCo](#) vendiendo en USA, [Buda.com](#) con récord de transacciones en mayo, [Fintual](#) pasando los USD 500 millones administrados, [Chipax](#) entrando en México, [Betterfly](#) expandiéndose a Brasil. Bacán como [Houm \(YC W21\)](#), [Poliglota \(YC W21\)](#), [Justo, AgendaPro \(YCW21\)](#), y [Fintoc \(YCW21\)](#) ahora son parte de [Y Combinator](#) y los inversionistas que pasaron de ellos se arrepienten totalmente. Del lado de inversionistas también hay muchísimo movimiento, de [Platanus Ventures](#) están saliendo proyectos de crecimiento acelerado como [Fintoc \(YCW21\)](#) y [Reverso](#) y se viene un nuevo Demo Day donde cientos de inversionistas podrán Poner sus fichas en nuevos proyectos.

Creo que todo esto es muy positivo para Chile porque es posible que a la larga ayudará a crear una clase media más grande y que lo pasará mejor en el trabajo. Hace tiempo le faltaba a Chile tener una generación de jóvenes con capital nuevo para desarrollar una industria más basada en el intelecto, y dejar de funcionar solamente a partir de recursos naturales, las herencias o de lo puramente extractivo. Además de beneficios como vacaciones o flexibilidad, estos startups están entregando stock options a sus empleados y logrando así que surja riqueza de lugares inesperados, que a su vez probablemente servirá para financiar o fundar nuevos startups que van a formar una nueva economía más dinámica y sana.



## Ha sido un largo recorrido, pero el momento es ahora

En Chile el Fondo de Fondos es un tema conocido. La Corporación de Fomento de la Producción (CORFO), viene apoyando la industria del Venture Capital desde 1997 cuando lanzaron el Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión para el desarrollo de Empresas (Línea F1). [Desde entonces siempre ha participado mediante deuda hasta que en 2010, se incluyera dentro de su programa el objetivo de "Avanzar hacia un esquema de "Fondo de Fondos".<sup>11</sup> De ahí en adelante son varios los actores que se han sumado a la moción.](#)

En Chile se crea la Asociación Chilena de Venture Capital (ACVC) en el año 2017 y desde entonces se empieza a trabajar en una minuta para apoyar el desarrollo de la industria, la cual sería lanzada en 2018. [Este set de recomendaciones de ACVC se entrega al Ministerio de Economía y de Hacienda en diciembre del 2018. Este incluía "incentivar la estructura de un fondo de inversión que, a su vez, invierta en fondos de inversión de capital de riesgo...", es decir, la misma estructura que adopta un Fondo de Fondos.<sup>12</sup>](#)

ACVC argumentaba en ese entonces que esta figura podría contrarrestar la falta de tamaño de los fondos de VC, lo que impedía que pudieran

invertir family offices (FFOO) e institucionales<sup>13</sup>, argumento que compartía el Senador Chahuán en su análisis sobre fondos privados en octubre del mismo 2018.<sup>14</sup> En paralelo, esta iniciativa también se presentaba en el informe de VC y Private Equity (PE) que realiza año a año la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI)<sup>15</sup>.

Al 2021, la iniciativa sigue vigente y es re-lanzada por Endeavor y Matrix Consulting como una de sus recomendaciones co-elaboradas para impulsar el ecosistema de Scale-ups en Chile<sup>16</sup>, dejando abiertas múltiples preguntas por resolver sobre el potencial diseño del vehículo, las cuales se intentan abordar durante el presente estudio.

Mientras en Chile se ha estado gestando esta discusión, lo mismo ocurría en Colombia en 2008<sup>17</sup> y en México en 2006, hace más de 10 años (en el caso de este último se concretó en esa época<sup>18</sup>), posteriormente en Perú<sup>19</sup>, y Argentina<sup>20</sup> en 2016. Al mismo tiempo se iban levantando iniciativas de fondos de fondos a lo largo de todo el mundo, como por ejemplo, la decena de casos impulsados por el European Investment Fund<sup>21</sup>, que de hecho empieza a impulsar la industria europea desde el siglo pasado.

<sup>11</sup> Cheyre, H. "Emprendimiento e Innovación". CORFO, 2010. Disponible en: <https://yd.org/wp-content/uploads/2011/02/hernan-cheyre.pdf>

<sup>12</sup> ACVC. "Promoción de la industria del Venture Capital en Chile". 2020.

<sup>13</sup> Se entiende por inversionistas institucionales o sencillamente institucionales a organizaciones que operan grandes volúmenes de activos, como bancos o fondos de pensiones.

<sup>14</sup> Chahuán, F. "Análisis General Mercado de Fondo Privados para viabilizar una nueva Bolsa de Valores Pymes". 2018. Disponible en: <https://www.senado.cl/appsenado/index.php?mo=transparencia&ac=doctolnformeAse-soria&id=7963>

<sup>15</sup> ACAFI. "Reporte Venture Capital & Private Equity 2017 - 2018". 2018. Disponible en: <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2020/02/VC-PE-2018-VERSION.pdf>

<sup>16</sup> Endeavor, 2021. Op. cit

<sup>17</sup> Portafolio. "Bancoldex crea un fondo de fondos". 2008. Disponible en: <https://www.portafolio.co/economia/finanzas/bancoldex-crea-fondo-fondos-304866>

<sup>18</sup> CAF. "Rol de los Bancos de Desarrollo en la Industria de Capital Privado". 2019. Disponible en: <https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/1434/Rol%20de%20los%20bancos%20de%20desarrollo.pdf?sequence=1>

<sup>19</sup> Alide. "Claves para dinamizar los emprendimientos innovadores". 2016. Disponible en: <https://www.alide.org.pe/ct-mipyme-alide/>

<sup>20</sup> Dams, C. "La importancia del Venture Capital". Cronista, 2016. Disponible en: <https://www.cronista.com/pymes/La-importancia-del-venture-capital-20160804-0009.html>

<sup>21</sup> Listado de fondos de fondos impulsados por EIF, obtenido de: [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/funds\\_of\\_funds/](https://www.eif.org/what_we_do/resources/funds_of_funds/)

## LO MISMO HA IDO OCURRIENDO EN LOS OTROS PAÍSES..



2016 • PERÚ

### CLAVES PARA DINAMIZAR LOS EMPRENDIMIENTOS INNOVADORES

Cofide ha estructurado dos modelos de participación del Estado en la industria del capital de riesgo. El primero se denomina Fondo de Fondos, por medio del cual los recursos del Estado, los fondos internacionales (bancos multilaterales y fondos de cooperación) y de inversionistas privados (fondos de pensiones, bancos de inversión, inversionistas privados), son transferidos a la corporación a un Fondo de Fondos, el mismo que realizará inversiones en capital de riesgo en distintas startups.

[Leer más](#)

2007 • COLOMBIA

### BANCOLDX CREA UN FONDO DE FONDOS

El Gobierno confía en que antes de finalizar el año, esté operando una bolsa que alimente diferentes Fondos de Capital Privado (FCP), para que apoye con recursos de capital iniciativas y gestión a empresas en proceso de crecimiento y maduración.

[Leer más](#)



2016 • ARGENTINA

### LA IMPORTANCIA DEL VENTURE CAPITAL

Este financiamiento ha sido casi inexistente en el país, pero con el Programa de Fondo de Fondos se abre una oportunidad para el desarrollo de la industria.

[Leer más](#)

Han pasado más de 10 años desde que se empezó a hablar del fondo de fondos, pero hoy con [tantas historias increíbles sobre](#)

## Estructura de un Fondo de Fondos

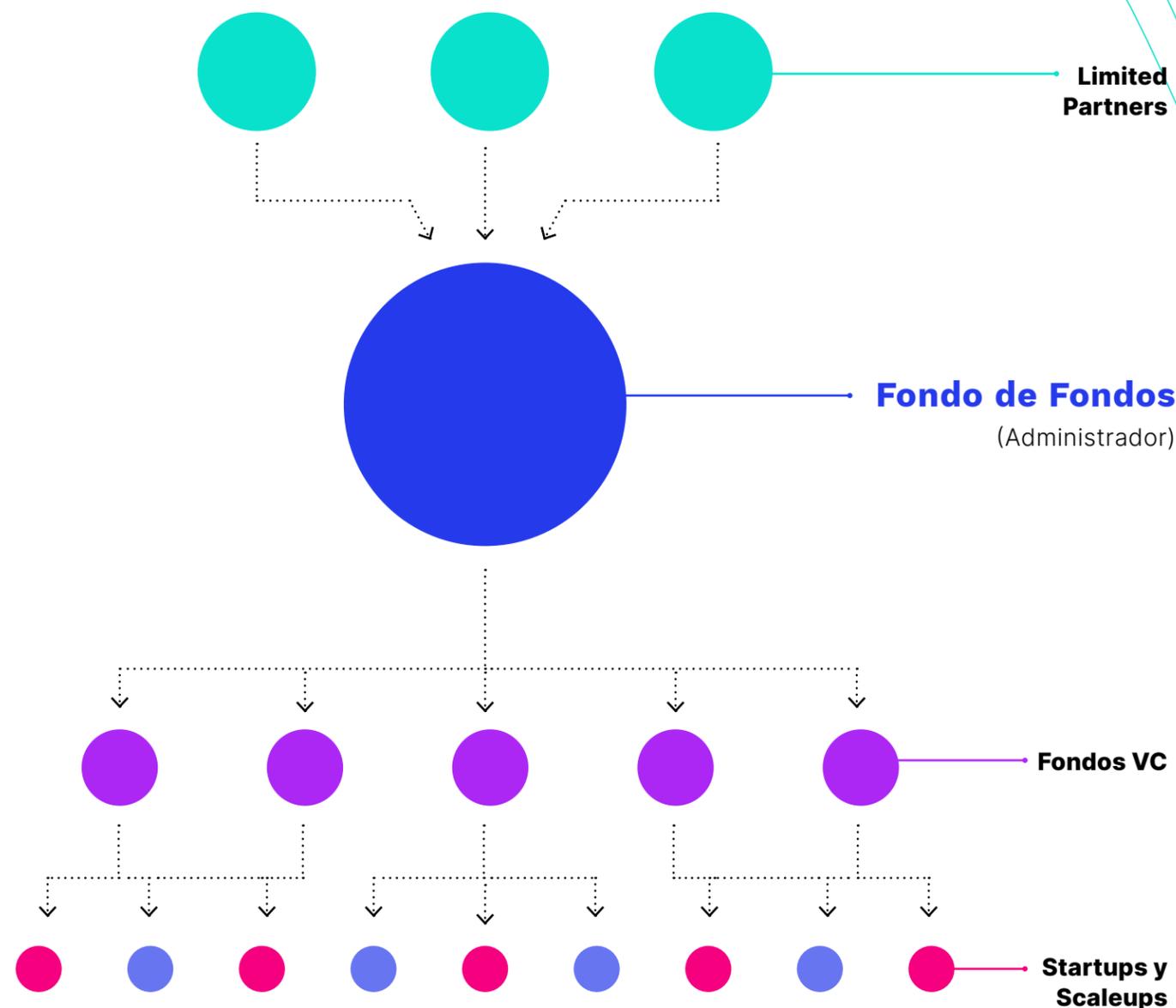
Un fondo de fondos (FdF) es, básicamente, un fondo que invierte en otros fondo de inversiones. Existen FdF que invierten en fondos de distintos tipos de inversiones, como fondos de cobertura, de infraestructura, de capital privado, capital de riesgo<sup>22</sup> e incluso, de inversión de impacto. A lo largo de este *policy brief*, al igual que en el diagnóstico del ecosistema realizado por Endeavor y Matrix Consulting<sup>23</sup>, se hace referencia, específicamente a un fondo de fondos de venture capital.<sup>24</sup>

Para poder invertir en fondos, que a su vez invierten en empresas, un fondo de fondos suele requerir de grandes cantidades de capital para su funcionamiento. Acorde a Allen Latta, Managing Director, Campton Private Equity Advisors, San Francisco, EEUU. (2019), [el tamaño promedio de fondos de fondos de capital privado \(incluyendo](#)

[emprendimiento que están impactando desde Chile al mundo, el crear este vehículo de inversión se vuelve muy importante.](#)

[venture capital, pero no exclusivamente\) era de 357 millones de dólares en 2016.](#) A pesar de que el modelo puede brindar una cartera diversificada de fondos a inversionistas más pequeños, que no podrían invertir en 5-10 fondos por sí solos<sup>25</sup>; para poder financiar un FdF se requieren de *limited partners* (LP's) de gran tamaño. De hecho, [más de la mitad de los LP's de fondos de fondos en el mundo, administran activos por más de 1.000 millones de dólares](#)<sup>26</sup>.

Es por el tamaño requerido que los aportantes de FdF suelen ser fondos soberanos, fondos de pensiones, endowments, aseguradoras, bancos de inversión o family offices. Sin embargo, en el caso de los fondos específicos para industrias en desarrollo se encontró la participación de bancos y agencias de desarrollo público y multilaterales<sup>27</sup>.



<sup>22</sup> Stein, M., Rachev, S. & Sun, E. "The world of funds of funds". Investment Management and Financial Innovations, 2008. Disponible en: [www.researchgate.net/publication/237622306\\_The\\_World\\_of\\_Funds\\_of\\_Funds](http://www.researchgate.net/publication/237622306_The_World_of_Funds_of_Funds)

<sup>23</sup> Melhado, J., Alvarez, T. et al. "Scale-ups en Chile, Protagonistas de la reactivación económica". Endeavor Chile & Centro de Innovación UC, 2020. Disponible en: <http://endeavor.cl/scaleupschile>

<sup>24</sup> De aquí en adelante, sencillamente fondo de fondos.  
<sup>25</sup> Latta, A. "LP Corner: Private Equity Funds-of-Funds - An Overview". 2019. Disponible en: <http://www.allenlatta.com/allens-blog/lp-corner-private-equity-funds-of-funds-an-overview>

<sup>26</sup> Preqin. "Preqin Special Report: Private Equity Funds of Funds". 2017. Disponible en: <https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Special-Report-Private-Equity-Funds-of-Funds-November-2017.pdf>

<sup>27</sup> Se entiende por bancos multilaterales o sencillamente multilaterales a entidades financieras que apoyan el desarrollo de los países suscritos mediante crédito, asistencia técnica, entre otros. Algunos de ellos son el BID, CAF y el Banco Mundial.



## ¿Por qué un inversionista preferiría el fondo de fondos?

En primer lugar, desde el punto de vista del inversionista, el capital de riesgo ya considera un vehículo de intermediación financiera: los fondos de venture capital. Donde, quien quiera invertir en estas "súper startups", a sabiendas de que la mayoría de ellas fracasan (casi el 70% de las que alcanzan una Series A), lo hace apostando por ese 1% de ellas que llegarán a ser realmente exitosas, algunas incluso superando los 1000 millones de dólares<sup>28</sup>. Para conseguirlo, suelen estar dispuestos a pagar un *management fee* a un fondo de VC, a cambio de una selección especializada de startups en un portafolio que le permita diversificar los riesgos.

El escenario de invertir en un fondo de fondos es muy similar. Consiste en un segundo nivel de intermediación financiera, que ofrece beneficios que superan al costo que hay que pagar para usar el servicio. Estos beneficios consisten particularmente, en poder acceder a una selección especializada y diversificada de fondos (ahora no de startups) y con ellos, a una selección especializada y diversificada de administradores, lo cual sin el fondo de fondos sería una capacidad costosa de obtener y aún mayor considerando el riesgo de fracasar. Este beneficio se contrapone al costo extra de pagar por los servicios del FdF's sumados al costo de los fondos de venture capital (double-fee o fees-on-fees). Sin embargo, existe evidencia de que esta apuesta podría entregar retornos ajustados al riesgo especialmente atractivos.<sup>29</sup>

**Los fondos de fondos crean un segundo nivel de intermediación que puede proveer de habilidades de inversión especializada, diversificación y un menor costo del servicio para los inversionistas...**

**HARRIS, JENKINSON, KAPLAN & STUCKE**  
(2018)

<sup>28</sup> CB Insights. Op. cit.

<sup>29</sup> Harris, R. et al. "Financial intermediation in private equity: How well do funds of funds perform?".

Journal of Financial Economics, 2018. Disponible en: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X18301120>

## Motivaciones

En 2014, se le consultó a inversionistas de todo el mundo, qué los había motivado a invertir en fondos de fondos de capital privado<sup>30</sup>. De las respuestas obtenidas, en este estudio se prestará especial atención a la diversificación, el acceso a mercado específicos, la expertis del administrador y la falta de experiencia de quienes quieren invertir en la industria. Las otras motivaciones se alejan de la realidad local, por ejemplo, en Chile la sobredemanda de fondos de VC aún no es un problema y los desafíos de levantamiento de capital para un fondo de fondos, con certeza estarán en los grandes inversionistas, los cuales no tienen falta de recursos.

**21%**  
Acceso a fondos con sobredemanda

**11%**  
Otros

**5%**  
Tamaño de portafolio

**9%**  
Falta de experiencia

### ¿QUÉ MOTIVÓ A LOS INVERSIONISTAS DE FONDOS DE FONDOS A INVERTIR EN ESTE VEHÍCULO?

**59%**  
**DIVERSIFICACIÓN**

**17%**  
Acceso a mercados específicos

**21%**  
Falta de recursos para invertir en la industria

**15%**  
Expertis de la administradora de fondos

### TIPOS DE DIVERSIFICACIÓN<sup>31</sup>

#### RIESGO GESTOR

Cuando un fondo invierte en varios fondos, está invirtiendo en varios administradores al mismo tiempo.

#### ESTRATEGIAS

Permite diversificar los distintos nichos o industrias en los cuales deciden invertir los fondos de capital de riesgo.

#### GEOGRÁFICA

Inversión global explotando oportunidades de distintas regiones, aprovechando el conocimiento local de cada fondo.

#### AÑO DE INVERSIÓN

Aprovechar oportunidades y las evoluciones temporales de cada periodo, diversificando el riesgo de eventos, no controlables, ni previsible.

<sup>30</sup> Preqin. "Preqin Special Report: Private Equity Funds of Funds". 2014. Disponible en: [https://docs.preqin.com/reports/Preqin\\_Special\\_Report\\_Private\\_Equity\\_Funds\\_of\\_Funds\\_Mar\\_14.pdf](https://docs.preqin.com/reports/Preqin_Special_Report_Private_Equity_Funds_of_Funds_Mar_14.pdf)

<sup>31</sup> BBVA Asset Management. "Fondo de Fondos de Capital de Riesgo". 2020. Disponible en: <https://bbvaassetmanagement.com/es/fondo-de-fondos-de-capital-riesgo/>

## ¿Cómo el Estado puede impulsar un ecosistema?

En mercados emergentes (muchas veces en países en vías de desarrollo), gobiernos locales han intentado desarrollar sus industrias de venture capital mediante políticas públicas.

Esto por las razones que ya se comentaron anteriormente en la sección de contexto, sobre las cuales se ahondará en el último apartado relacionado a impacto. Las scaleups generan un importante impacto social y económico en los entornos donde aceleran su crecimiento, pero para alcanzar ese desarrollo, necesitan de una industria de capital de riesgo que las alimente.

Si bien, existen otras alternativas para impulsar el modelo mediante políticas públicas, como incentivos fiscales o subsidios a I+D o a la creación de vehículos de inversión; la atención se ha centrado en programas de inversión

pública en los ecosistemas de emprendimiento, especialmente mediante sus respectivas industrias de locales VC (y no invirtiendo directamente en startups, por falta de skills necesarias para afrontar la desafiante tarea de seleccionarlas)<sup>32</sup>, intentando impulsar el desarrollo de una industria, que en un futuro pudiese funcionar de manera autónoma con el éxito económico como incentivo.

Si nos detenemos a pensar, estas políticas de inversión en seleccionados fondos de capital de riesgo son muy similares a un fondo de fondos, salvo por el nivel superior de inversionistas privados. De hecho, en muchos países estos programas públicos son denominados fondos de fondos; y si bien, Chile no es uno de ellos, CORFO efectivamente tiene algunas lógicas de un FdF.

<sup>32</sup> Standaert, T. & Manigart, S. "Government as fund-of-fund and venture capital fund sponsors: effect on employment in portfolio

companies". Small Business Economics, 2018. Disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/312522235\\_Government\\_as\\_fund-](https://www.researchgate.net/publication/312522235_Government_as_fund-)

[of-fund\\_and\\_venture\\_capital\\_fund\\_sponsors\\_effect\\_on\\_employment\\_in\\_portfolio\\_companies](https://www.researchgate.net/publication/312522235_Government_as_fund-of-fund_and_venture_capital_fund_sponsors_effect_on_employment_in_portfolio_companies)



**BENCHMARK  
INTERNACIONAL:  
APRENDIENDO DE  
OTROS ECOSISTEMAS**



Con el objetivo de encaminar a que la discusión de un potencial FdF chileno sea tan apegada a la evidencia como sea posible, se realizó un levantamiento de experiencias internacionales de fondos de fondos, utilizando como criterios que estos sean autodenominados fondos de fondos en sus respectivos países (por lo que podrían ser 100% público y sin aportantes) y que sean iniciativas público o público privadas. Este último requisito es dispuesto debido a que:

- 01 La existencia de industrias de fondos de fondos completamente privados está ligado a industrias de capital de riesgo desarrolladas y no en desarrollo y;
- 02 La inversión consistente del Estado chileno en la industria de venture capital, mediante CORFO y la conversación pública de más de 10 años sobre migrar a un formato de equity, podrían impulsar al Estado como un aportante de FdF.

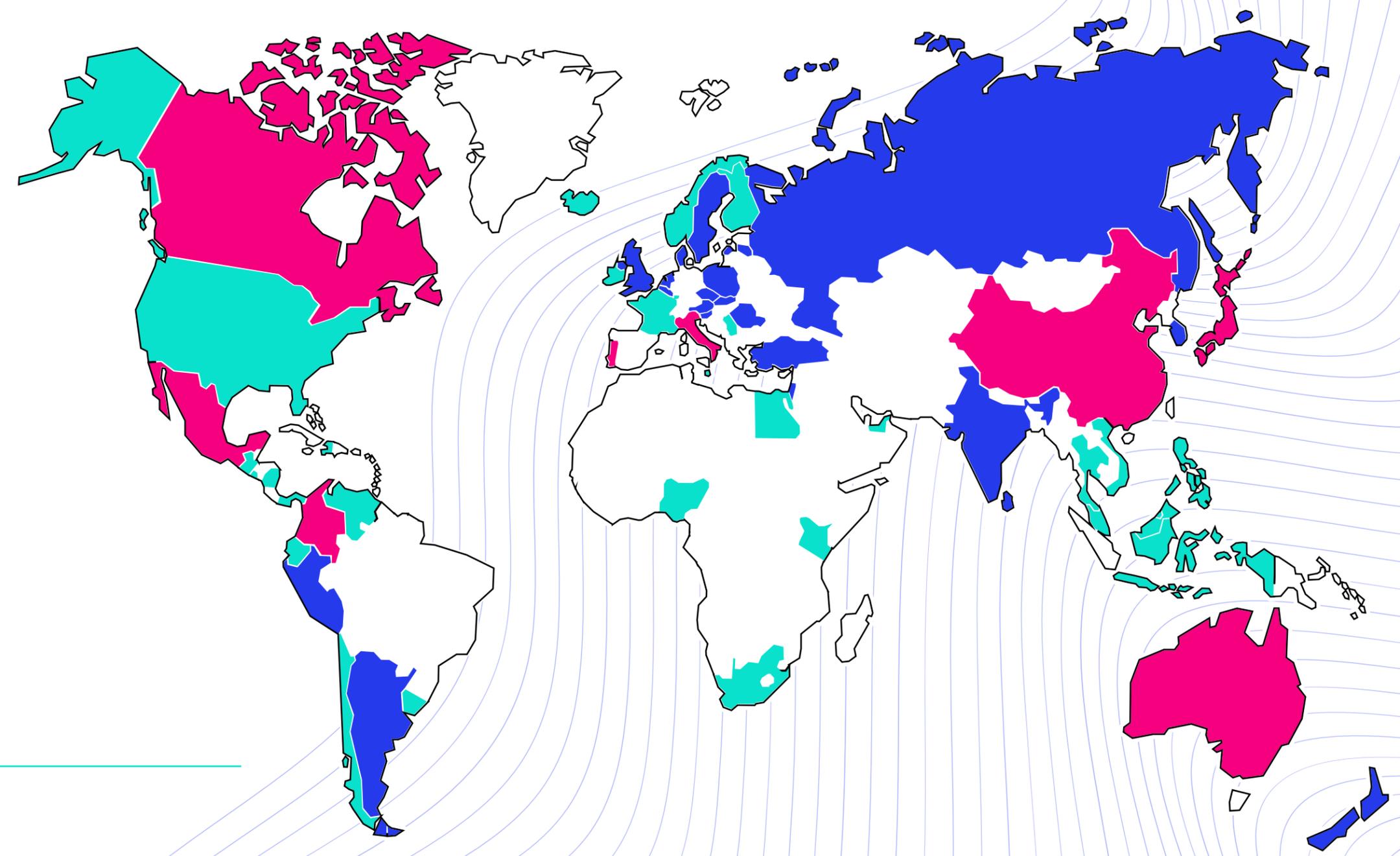
**LEYENDA**

- Fondo de fondos público-privado
- Fondo de fondos público
- No se encontró ninguna iniciativa pública de fondo de fondos

**Fuente:** Elaboración propia.

La base inicial de búsqueda fue de 70 países, compuesta por todo Latinoamérica, los FdF encontrados impulsados por European Investment Fund (EIF)<sup>33</sup> y los 54 países del ranking de mejores ecosistemas de Startup Genome que se usó en el estudio sobre el ecosistema realizado por Endeavor & Matrix Consulting en marzo de 2021<sup>34</sup>.

En 30 de los 70 países se encontraron iniciativas de fondos de fondos y 9 de ellas eran público-privadas. Todos ofrecen diversos aprendizajes, de la misma forma en que Chile y sus iniciativas públicas también lo son para otros países.



<sup>33</sup> EIF. Country and sector-specific initiatives (Funds-of Funds and Guarantee Debt funds). Disponible en: [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/funds\\_of\\_funds/](https://www.eif.org/what_we_do/resources/funds_of_funds/)

<sup>34</sup> Endeavor, 2021. Op.cit.

## Proceso de co-creación

En conjunto con un exhaustivo trabajo de desk research para obtener una caracterización de las iniciativas a lo largo del mundo, se realizó en paralelo una serie de entrevistas con los principales actores que han impulsado, diseñado y liderado los fondos de fondos que se decidió

usar como caso de estudio. Esto con el objetivo de crear una instancia colaborativa de aprendizaje, que recogiera los aciertos, fallos y desafíos de cada país. Este trabajo fue posible gracias al apoyo y experiencia de 20 líderes globales.



**ADRIANA TORTAJADA**  
Ex-CMIC | México



**CHRISTINA ADAM**  
Gobierno de Canadá  
Canadá



**JOSÉ MIGUEL CORTÉS**  
CMIC | México



**MARIANO MAYER**  
Ex-Fondo de Fondos Ar  
Argentina



**ANA LAURA FERNANDEZ**  
CMIC-Impacto | México



**CRISTOBAL PERDOMO**  
Jaguar Ventures  
México



**JORGE IZURIETA**  
Matrix Consulting  
Chile



**MATT IVIS**  
CVCA | Canadá



**ANDRÉS FLISFISCH**  
AFP Modelo | Chile



**DANIEL SPECHAR**  
Ex-CAF | Uruguay



**JUAN CARLOS CRESPO**  
COFIDE | Perú



**MIGUEL ALVES**  
EIF | Portugal



**PABLO ZALBA**  
Ex-ICO | España



**ANDRÉS MEIROVICH**  
Genesis Ventures  
Chile



**FELIPE HENRIQUEZ**  
Mountain nazca | Chile



**LAILA CHOE**  
BID Lab | Corea



**MIGUEL ECHAVARRIA**  
Deloitte | España



**SEBASTIÁN VALENZUELA**  
Matrix Consulting | Chile



**CARMEN CONCHA**  
AFP Provida | Chile



**FRANCISCO GUZMÁN**  
ACVC | Chile



**MAGDALENA GUZMÁN**  
ACVC | Chile



**MYEONG SEON KIM**  
KVIC | Corea



**SUSANA GARCÍA-ROBLES**  
Ex-BID Lab | Argentina



**CAROLINA MERY**  
AFP Habitat | Chile



**JAIME DE LA BARRA**  
Compass Group | Chile



**MARGARITA CORONADO**  
Bancoldex | Colombia



**PABLO ANGELELLI**  
BID Chile | Argentina



**VICTOR MEDEIROS**  
BID Lab | Brasil

## Una mirada a los fondos de fondos del mundo

Luego de encontrar 9 fondos de fondos público-privados (como el que inicialmente se tenía en mente), se decidió realizar una caracterización de iniciativas seleccionadas, considerando también fondos completamente públicos. **Se optó por analizar las 4 iniciativas de la región, más allá de sus éxito, fracaso o incipiencia; casos europeos impulsados por EIF e iniciativas de ecosistemas un poco más avanzados.**<sup>35</sup> El resultado fueron las siguientes 10 iniciativas.

### LEYENDA

-  Administración
-  Limited Partners
-  Tamaño total (USD MM)<sup>35</sup> y Condiciones de inversión
-  Avances y resultados



## México

### INICIATIVA

### México Ventures - CMIC (2010)

Fondo de fondos público-privado



Co-administrado por "Gran" Fondo de Fondos y gestora privada.



Instituciones públicas, CAF<sup>36</sup>, un fondo de pensiones y un FFOO.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

200  

Fondos +15 millones interesados en MX. 10% de participación promedio por fondo. También realiza co-inversión directa en startups.



La industria superó los 700 millones en el año 2019. Atrajo a los mejores inversionistas internacionales y permitiendo a startups y scaleups locales alcanzar rondas por sobre los 100 millones.



### OTROS HALLAZGOS

El FdF de VC existe bajo el alero de un Gran FdF de varios tipos de inversión. Consiguió la inversión de un fondo de pensiones porque este ya invertía en el "gran" FdF. La colaboración de inversores extranjeros fue clave para el desarrollo y Sun Mountain<sup>38</sup> fue clave para atraer a dichos inversores.



## Colombia

### INICIATIVA

### Fondo de Fondos BANCOLDEX (2019)

Fondo de fondos público-privado



Administrado por Bancoldex, banco de desarrollo local.



Bancoldex, varios organismos públicos, CAF y SoftBank<sup>39</sup>.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

34 

Fondos involucrados activamente en el ecosistema local, que inviertan 2 veces el aporte, tengan equipos con *track record* y focalizados en comercio, servicios, turismo e industria.



A abril 2021, existen compromisos con 2 fondos, se han aprobado otros 3. Quedan 23 en el pipeline para seguir trabajando.



### OTROS HALLAZGOS

El fondo cuenta con un *feeder fund*<sup>40</sup> en Canadá. También planea crear una rama de PE.

<sup>35</sup> Listado de fuentes del benchmark internacional en Anexo. Ver en la página 38.

<sup>36</sup> Banco de Desarrollo de América Latina.

<sup>37</sup> Cambio de euros a dólares estadounidenses al 6 de junio de 2021, por Morningstar.

<sup>38</sup> Fondo de inversiones estadounidense que co-administró México Ventures.

<sup>39</sup> Holding multinacional con inversiones gigantes en compañías financieras, de tecnología, energía, entre otros. Invertió en Rappi en 2019.

<sup>40</sup> Corresponde a una la creación de una figura legal aparte del fondo de inversiones, normalmente creada en un país con un

marco regulatorio conveniente para la captación de capital para el fondo de inversión principal.



# Perú

### INICIATIVA

## Fondo de Fondos - COFIDE (2020)

Fondo de fondos público



Administrado por COFIDE, banco de desarrollo local.



Estado peruano, a la espera de multilaterales.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

**20** HASTA LA FECHA

Fondos locales e internacionales. Máximo un 49% de participación en fondos locales. 20% en regionales.



20 millones levantados por parte del Estado.

### OTROS HALLAZGOS

Cuentan con un comité de inversión externo. Cuentan con el apoyo técnico de multilaterales. Realizaron cambio de ley para conseguir participación del Estado.



# Argentina

### INICIATIVA

## Fondo Expansión - FONDCE (2016)

Fondo de fondos público



Selección de fondos por jurado internacional independiente.



FONDCE

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

**36**

5 criterios para la selección de fondos. Se debían cumplir por lo menos 3.



El FdF llegó a invertir en 3 fondos, uno argentino, uno mexicano y uno estadounidense. Luego no prosperó.

### OTROS HALLAZGOS

Existía un subsidio de gastos operacionales de inicio de un fondo. Existía una opción de recompra a los 5 años.



# España

### INICIATIVA

## Global Fond-ICO (2013)

Fondo de fondos público



Administrado por Axis (gestora pública, asesorada por Deloitte).

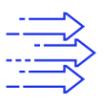


100% financiado por ICO (banco de desarrollo español).

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

**1,460**

Fondos seleccionados por una serie de criterios ponderados, como volumen de inversión local, experiencia u oficinas en España. Los fondos deben invertir el doble de lo recibido en empresas españolas.



93 fondos seleccionados. Inyección estimada de 7,000 millones de euros en empresas españolas.

### OTROS HALLAZGOS

Criterios ponderados otorgan transparencia y facilitan una mejor selección de fondos. ICO se financia emitiendo bonos.



# Portugal

## INICIATIVA PVCi - EIF (2008)

Fondo de fondos público privado



Administrado por EIF junto a un directorio. Comité de inversiones externo selecciona los fondos. Solo un asiento del comité es de EIF.

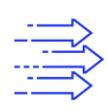


EIF, el Estado portugués y privados, principalmente bancos.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

135

Fondos portugueses.



En 10 años generaron 50 deals por un total de más de 320 millones. Más de 6.000 nuevos empleos en startups y scaleups.

### OTROS HALLAZGOS

El levantamiento de capital fue posible gracias a un excelente desempeño del Ministro de Economía como articulador. Fondo planificado a 15 años, solo 5 de inversión, luego *follow-on*.



# Corea

## INICIATIVA KFoF - KVIC (2005)

Fondo de fondos público



KVIC (gestora pública), más un comité de inversión.



Varios LP's, todos públicos.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

5,000

Fondos con interés en startups coreanas. Se espera una inversión de 1:4. Iniciativa especial para fondos extranjeros.



Compromisos con 800 fondos de VC, habiendo llegado a más de 6.000 startups.

### OTROS HALLAZGOS

Están muy concentrados en atraer a los principales fondos globales, conseguir unicornios y catalizar la industria local. Duración planificada de 30 años.



# Australia

## INICIATIVA AFOF's (2013)

Marco regulatorio para acreditar y apoyar FdF privados.



FdFs 100% privados reciben certificación estatal y pueden invertir en fondos de VC certificados.

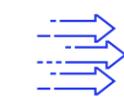


No aplica.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

NO APLICA

El FdF debe ser una nueva sociedad la cual se crea bajo esta figura legal.



9 AFOF's.<sup>41</sup>

### OTROS HALLAZGOS

Existen industrias emergentes de FdFs privados. Consideraron exenciones tributarias para el desarrollo de fondos de fondos privados.

<sup>41</sup> Australian Fund of Funds, utilizado para referirse a estos fondos de fondos privados regulados por el estado. I.



# Canadá

## INICIATIVA VCCI (2017)

Iniciativa pública que invierte en fondo de fondos privados



Administración pública.



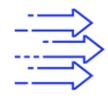
Fondos públicos.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

# 1,000



Los FdF deben levantar \$2.25 por cada \$1 público. Tamaño mínimo comprometido por el fondo de fondos de USD150 millones con un máximo USD400 millones. Es requisito haber recaudado la mitad antes de asegurar el primer cierre.



Se han beneficiado 4 fondos de fondos hasta la fecha.

### OTROS HALLAZGOS

Existen industrias emergentes de FdFs privados.



# Israel

## INICIATIVA Yozma (1992)

Fondo de fondos público



Administración pública.



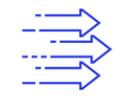
Fondos públicos.

Tamaño Total (USD MM)<sup>37</sup>

# 100



Inversión en la creación de nuevos fondos de VC en Israel administrado por gestores extranjeros. Debían armar un fondo de 20 millones. Como máximo Yozma participaba de un 40% de cada fondo y el otro 60% no podía estar compuesto solo por VC local. Debían atraer fondos extranjeros.



10 fondos de VC participaron del programa, invirtiendo en 217 empresas, las cuales más de la mitad lograron exits.

### OTROS HALLAZGOS

Los fondos podían re-comprar el equity público a los 5 años a un precio favorable. Todos lo hicieron. 164 startups en 7 años. En los siguientes 10-15 años aparecieron más de 5,000 startups.

# Un gran referente para Chile: México

## LA HISTORIA

En 2006 nace la Corporación Mexicana de Inversión de Capital (CMIC), como una colaboración de 4 organismos públicos de inversión y desarrollo: Nacional Financiera (Nafin); el Fondo de Capitalización e Inversión del Sector Rural (Focir) que operaba en el sector agroindustrial; el Banco de Comercio Exterior (Bancomext); y el Banco Nacional de Obras (Banobras). El mismo año, este organismo eligió hacer un fondo de fondos como herramienta para impulsar el crecimiento empresarial, invirtiendo en Venture Capital, pero también en private equity, mezzanine y energía. Fondo de Fondos (el cual es el nombre hasta hoy del vehículo mexicano), es administrado por NAFIN, mediante un comité independiente, pero no licitado<sup>42</sup>.

En paralelo, como parte de una política pública integral de “capital emprendedor”, la Secretaría de Economía crea INADEM que, entre 2013 y 2016, fue clave para el desarrollo de fondos semilla, de los cuales, varios evolucionaron y se convirtieron en fondos de venture capital.

Es en 2010 cuando, Fondo de Fondos en conjunto con Sun Mountain Capital, un fondo

estadounidense que había creado un fondo de fondos con recursos públicos para impulsar los mercados emergentes de Nuevo México y Arizona, habiendo asesorado a otros estados con el mismo desafío, co-diseñan (y posteriormente co-administran) una estructura especializada de inversión en capital de riesgo, un fondo de fondos de venture capital: México Ventures.

Entre 2010 y 2011, el primer vehículo llamado México Ventures I, levantó, entre el Estado y la CAF, 81 millones de dólares, a lo que se le añadieron 23 más por una figura de co-inversión en 2013.

Para 2016 la primera versión había invertido en 11 fondos: 7 mexicanos y 4 internacionales con operaciones en México.

Luego, entre 2015 y 2016 se empieza a gestar México Ventures II, el cual superó los 130 millones de tamaño incluyendo la arista de coinversión. Esta vez, cerca de un 20% fue aportado por inversionistas privados, una AFORE (fondo de pensiones mexicano), la cual ya invertía en Fondo de Fondos (el fondo paraguas detrás de México

Ventures) y también un family office, que aportó al vehículo de coinversión. Se consiguieron tickets de entre 2 y 10 millones de dólares, invirtiendo en 16 fondos, también con un fuerte componente internacional.

En 2019, el ecosistema mexicano empezó a recibir con fuerza retribuciones de lo hecho en los últimos 10-15 años, ya que alcanzó más de 700 millones de dólares invertidos en startups mexicanas dicho año.<sup>43</sup>

Actualmente, México Ventures busca replicar el éxito de sus fondos I y II, y seguir contribuyendo al desarrollo de la industria de VC en México y Latinoamérica.

## EN RESUMEN

**2006**

Creación del gran Fondo de Fondos con inversiones en PE, VC, energía y mezzanine.

**2010**

Nace México Ventures, la figura especializada en venture capital del Fondo de Fondos. Co-diseñado y co-administrado junto a Sun Mountain, fondo especializado en mercados emergentes.

**2013**

Se crea Inadem, el organismo pro-pyme que invierte en FTFM en seed stage que pasarían algún día a ser fondos de VC.

**2019**

Consagración. En gran parte, gracias a la atracción de inversionistas extranjeros, las startups mexicanas consiguieron levantar 718 millones de dólares en 2019, casi 5 veces el nivel de Chile.

<sup>42</sup> CAF. “Rol de los Bancos de Desarrollo en la Industria de Capital Privado”. 2019. Disponible en: <https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/1434/Rol%20de%20los%20bancos%20de%20desarrollo.pdf?sequence=1>

<sup>43</sup> Amexcap. “Mexican VC Opportunity”. 2020. Datos obtenidos de Pitchbook ajustados individualmente

por cada fondo o compañía. Disponible en: <https://amexcap.com/2020/08/12/mexican-vc-opportunity/>

Entre los dos vehículos, el fondo solo ha invertido en venture capital, una cifra cercana a los 200 millones de dólares, participando de importantes fondos mexicanos como ALLVP<sup>44</sup>, Ignia<sup>45</sup> o Angel Ventures<sup>46</sup>.

El resultado de los, en ese entonces casi 10 años de inversiones y desarrollo del ecosistema, tuvo su mejor escenario en 2019. Desde 2013 hasta el 2018 (en promedio) se duplicó la cantidad de capital percibido por startups mexicanas cada año. En total, la industria creció 10 veces en 5 años, pero en 2019 alcanzó la cifra de 718 millones de dólares invertidos en startups mexicanas, 42 veces el tamaño de la industria en 2013.<sup>47</sup>

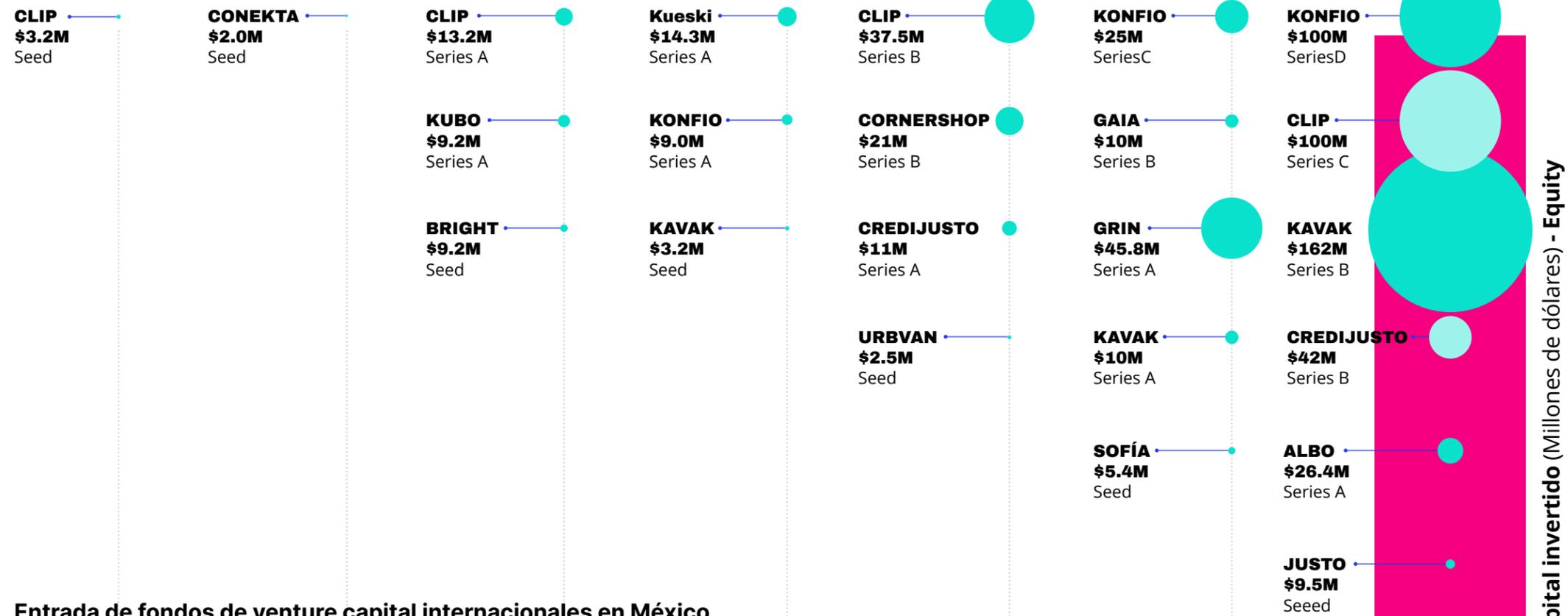
Habiendo tenido un rol importante en el desarrollo de la industria, los 200 millones invertidos por México Ventures, impulsaron una industria que a lo largo de los años se ha multiplicado en más de 5 veces dicho valor. Solo con el gran éxito en 2019, la industria triplicó lo invertido por el fondo. **Las startups mexicanas han logrado levantar más de 1.000 millones de dólares.**

**Parte importante de este desarrollo fue gracias a la atracción de los fondos de inversión más importantes del mundo, como SoftBank, a16z o Sequoia, entre otros gigantes. El resultado fue obtener deals nunca antes vistos en las mejores empresas mexicanas.** Acuerdos de más de 100 millones de dólares por Konfio, Clip y Kavak. 45 millones en la Series A de Grin o 9,5 millones en la etapa seed de Justo ¡Una locura!

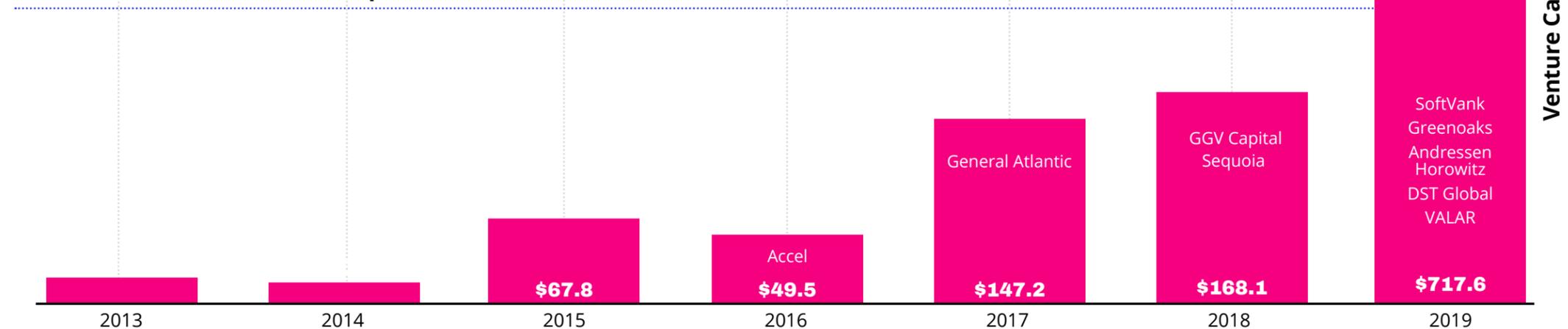
Fuente: Amexcap, 2020.

## EVOLUCIÓN DE LA INDUSTRIA EN MÉXICO

### Transacciones más importantes de startups y scaleups en México



### Entrada de fondos de venture capital internacionales en México



Venture Capital invertido (Millones de dólares) - Equity

<sup>44</sup> Obtenido de www.crunchbase.com

Ventures. CMIC. "Fondo de Fondos". 2019. Disponible en: [https://www2.ineel.mx/proyectofotovoltaico/DESCARGAS/2DO\\_COLOQUIO\\_](https://www2.ineel.mx/proyectofotovoltaico/DESCARGAS/2DO_COLOQUIO_)

INTERNACIONAL/29\_SEPTIEMBRE\_2009/01\_MECANISMOS\_DE\_FINANCIAMIENTO/01\_FONDO\_

DE\_FONDOS\_x\_Eduardo%20Mapes/FONDO\_DE\_FONDOS\_x\_Eduardo%20Mapes.pdf

<sup>46</sup> Mondragón, H. "Capria Ventures invierte para impulsar la innovación en los mercados emergentes". 2021. Disponible

en: <https://www.pronetwork.mx/magazine/capria-ventures-invierte-para-impulsar-la-innovacion/>

<sup>47</sup> Amexcap. Op. cit.

## Claves



### CO-ADMINISTRACIÓN EXPERTA

Sun Mountain ya había impulsado mercados locales emergentes en EEUU. A su vez, fueron de gran utilidad para atraer fondos extranjeros a su ecosistema local.



### COLABORACIÓN REGIONAL

Fue posible y se valoró muy positivamente la inversión en fondos de venture capital extranjeros, facilitando la creación de redes internacionales y la posterior llegada de grandes inversionistas a nivel mundial.



### TAMAÑO ADECUADO

Los USD 200 millones invertidos en fondos de venture capital tuvieron un gran impacto, pero no acapararon la industria. Otros han podido participar y han sido vitales.



### CAPACIDAD DE ADAPTACIÓN

Durante los últimos 10 años, Fondo de Fondos le ha agregado a su fórmula, inversión de impacto y también un fondo de coinversión.

# APRENDIZAJES

## Highlights: aprendizajes principales

### **EL ESTADO DEBERÍA PARTICIPAR CON EQUITY, PERO SER UN LIMITED PARTNER MÁS.**

Sin interferir en la selección de fondos y con no más de un 30% de participación del fondo de fondos.

Junto a la expectativa de que el Estado pueda redirigir sus esfuerzos por impulsar la industria hacia esta iniciativa, se debería tener, como limited partners, **A UN BANCO MULTILATERAL, FONDOS DE PENSIONES, FONDOS MULTINACIONALES, ENTRE OTROS.**

### **UN FONDO DE 200 MILLONES TENDRÍA EL IMPACTO LOCAL QUE ESPERAMOS,**

siendo lo suficientemente grande para participar en fondos del tamaño esperado, pero de forma en que el fondo de fondos no termine relegando a otros inversionistas.

El fondo de fondos debe contar con un administrador especializado con **TRACK RECORD POSITIVO SELECCIONANDO FONDOS.**

### **EL FONDO DEBERÍA TENER UN FOCO TAN REGIONAL COMO SEA POSIBLE,**

intentando atraer a los mejores fondos extranjeros. Se puede focalizar una parte en Chile, alrededor de un 30%.

### **UNA PEQUEÑA PARTE DEL FONDO DEBERÍA SER DESTINADA A CO-INVERSIÓN.**

Esta herramienta permite empujar a tiempo las etapas de crecimiento de las startups y scaleups más prometedoras, mejorando el rendimiento del fondo de fondos.

## El Estado puede ser el gran inversionista, sin ser el único

Desde 1997, el Estado chileno, mediante CORFO ha participado del financiamiento de la industria a través de deuda. CORFO ha ocupado el lugar que los bancos de desarrollo han usado para impulsar los ecosistemas de emprendimiento de varios países como Colombia, Brasil o Perú, en Latinoamérica, o como Canadá, Japón, Francia o España en otras regiones. De hecho, como se comentó anteriormente, en algunos de estos casos y en muchos países más, estos bancos de desarrollo lideran iniciativas de inversión pública en venture capital, que se autodenominan fondo de fondos. En ese sentido, las líneas de financiamiento de CORFO son muy similares a lo que en otros países denominan un fondo de fondos. Si bien todas las iniciativas son distintas en su planificación, éxitos y burocracias, la inversión con deuda es el factor diferente en el caso chileno. Las iniciativas estudiadas impulsan sus ecosistemas mediante inversión pública a través de equity.

Al consultar sobre el tema con expertos, diseñadores de fondos de fondos y actores del ecosistema local, el 100% considera que el Estado (sea mediante CORFO u otro organismo) debería invertir en el fondo de fondos con equity.

Algunos hallazgos levantados hacen referencia a que el mecanismo de *equity*:

- › Se alinea de mejor forma con los intereses de la industria.
- › Evitaría privilegios del Estado en el orden de pago.
- › Es una señal importante para institucionales y potenciales inversionistas extranjeros.

Cuando se analizan los números de la inversión de CORFO en capital de riesgo, se encuentra una inversión acumulada al 2019 de más de 800 millones de dólares y solo en dicho año de 77 millones. Más allá de las diferencias políticas y operativas entre financiar con deuda y convertirse en un “estado emprendedor” al invertir en capital de riesgo con equity; en contraste con lo que se está gastando hoy CORFO, el Ministerio de Economía o el organismo inversor que sea no debiese tener problemas de presupuesto para participar de un potencial fondo de fondos. Es menos presupuesto que el que se gasta hoy.

Donde sí existen trabas es en la legislación, hoy la ley que busca el fomento de la industria de capital de riesgo y continua el proceso de modernización del mercado de capitales, no permite que CORFO participe como LP. Desde el 2018, el proyecto de ley “Productividad II” (boletín 11.598-03) plantea una modificación, que suscribe que CORFO pueda pagar cuotas emitidas por

fondos regidos por la Ley Única de Fondos, que inviertan en otros fondos de inversiones. Por ejemplo, Perú en 2019 tuvo que impulsar una modificación legislativa para poder permitir la inversión pública en su fondo de fondos.

Por último, un *insight* reiterado es sobre la intervención.

**El estado debe actuar como un LP más del fondo de fondos, con una participación minoritaria del FdF, de hasta un 30% y no tener incumbencia en la selección de los fondos (mucho menos en sus decisiones de inversión). Ahí la administradora del fondo de fondos juega un rol vital.**

## La importancia de una administración profesional e independiente

Cómo se explica en las secciones introductorias de este trabajo, **gran parte del valor agregado de un fondo de fondos se encuentra en la capacidad especializada de seleccionar a los mejores fondos de VC, que a su vez puedan seleccionar las mejores startups y entregarles valor para su desarrollo. Además se espera que un administrador entregue esta garantía de calidad hacia afuera y pueda atraer potenciales inversionistas.** Es más, para institucionales como los fondos de pensiones, existen exigencias regulatorias sobre el *track record* del administrador de un fondo en el que inviertan.

De los 10 casos levantados en el presente estudio, 7 eran fondos de fondos de administración pública y como explica Lerner (2009), estas iniciativas tienen desafíos en temas de transparencia y superar problemas de agencia.

Para poder enfrentar de mejor forma la selección de los fondos, existe la figura de un **comité de inversiones integrado por externos**, utilizados en los casos de Portugal, Corea y Argentina, por ejemplo.

De la misma forma, en Fond-ICO Global (España)<sup>48</sup>, optan por darle mucha fuerza a sus **convocatorias transparentes<sup>49</sup>, donde la selección de fondos está dada por el puntaje obtenido de criterios ponderados, especificados con mucha antelación.** De hecho, el proceso cuenta con una primera capa de requisitos excluyentes, cómo haber participado del periodo de inversión completo de un fondo, tener experiencia invirtiendo en España o el compromiso de invertir en dicho país. Luego, se seleccionan los fondos con mayor puntaje entre una serie de criterios donde predominan el *track record* y la capacidad de financiamiento de los fondos. **En la experiencia local, este instrumento les ha facilitado credibilidad y una mejor selección de los VC.**

Si bien estas alternativas sirven para paliar la brecha que hay con un fondo de fondos privado, **se decidió poner especial atención en el caso de México y su opción de “importar” un fondo con track-record para colaborar con el diseño y co-administración** de México Ventures. Sun Mountain Capital, ya había participado de la creación de un FdF público-privado en mercados emergentes. Se levantaron los siguientes *insights* positivos sobre su participación de los últimos 10 años:

- Fue muy importante en la generación de redes internacionales, particularmente con fondos extranjeros.
- Generación de capacidad instalada en Fondo de Fondos para la selección de fondos con estándares privados.
- Se cree que el proceso de fundraising habría sido aún más complejo sin ellos. Incluso, hubiese sido más accesible conectar con los privados sin la co-administración del Estado.

**Finalmente se espera que el fondo de fondos pueda contar con una administración tan especializada como sea posible, intentando encontrar un gestor que cuente con track-record en la selección de fondos, pero que también conozca la industria local, regional y sus principales actores.**

<sup>48</sup> Axis. “Convocatoria extraordinaria COVID-19” 2020. Disponible en: <http://www.axispart.com/documentos/1459996/2500937/0.+>

Bases+y+Anexos+-+V-C+13%C2%AAConv+.pdf/07a94f62-ab17-4478-8b96-d2f0a377b09a

<sup>49</sup> Axis. “Convocatoria extraordinaria COVID-19” 2020. Disponible en: <http://www.axispart.com/documentos/1459996/2500937/0.+>

Bases+y+Anexos+-+V-C+13%C2%AAConv+.pdf/07a94f62-ab17-4478-8b96-d2f0a377b09a

## Una mirada legal de la administración del fondo de fondos con Francisco Guzmán, Presidente de ACVC y Partner en Carey Abogados



### ¿QUÉ CARACTERÍSTICAS DEBE TENER LA ADMINISTRADORA DE ESTE FONDO DE FONDOS?

Tal como señala la introducción del informe, un buen administrador es clave para el éxito del proyecto. Por lo anterior, es necesario contar con un organismo especializado y profesional, que tenga experiencia en la industria pueda operar de manera rápida y eficiente desde el inicio del proyecto.

Un aspecto determinante para definir las características de la administradora de un fondo de fondos es establecer si este será un fondo de inversión público o un fondo de inversión privado. Lo anterior, ya que, a diferencia de los fondos privados, los fondos públicos sólo pueden ser administrados por una administradora general de fondos ("**AGF**"). Las AGF son sociedades anónimas especiales que requieren autorización previa de la Comisión para el Mercado Financiero ("**CMF**") para constituirse y actuar como administradora de fondos. Por otra parte, los fondos de inversión privados pueden ser administrados por una AGF o por una sociedad anónima cerrada ("**AFIP**"), que no requiere autorización previa, y sólo debe inscribirse como entidad informante ante la CMF debiendo cumplir con ciertas obligaciones de información.

**Para administrar un fondo de fondos, partimos de la base que la administradora debería ser una AGF, considerando que los FIP tienen prohibido invertir en cuotas de otros fondos de inversión privados.** Esto representa un desafío para el mercado local considerando que la mayor parte de las firmas que hacen VC en Chile usan AFIPs e invierten a través de fondos de inversión privados. Esto se explica porque los fondos de inversión públicos y las AGF son estructuras más "pesadas" que las de los fondos privados, requieren un mayor grado de especialización y deben cumplir una serie de requisitos adicionales (e.g. las AGF deben mantener un capital mínimo de UF10.000 (aprox. USD400.000)) transcurrido un año desde la fecha de presentación de su reglamento interno ante la CMF).

Por otra parte, desde un punto de vista de marketing del proyecto, cabe mencionar que, a diferencia de los fondos de inversión privados, los fondos de inversión públicos pueden realizar oferta pública de sus cuotas y están habilitados para promocionar públicamente los rendimientos o inversiones que obtengan (a diferencia de los fondos privados).

### PASOS PARA CONSTITUIR LA ADMINISTRADORA

Las AGF sólo existen por una autorización de existencia otorgada por la CMF, por lo que es necesario realizar una presentación a esta última que recopile todos los documentos necesarios para crear una AGF. A grandes rasgos, los pasos para constituir una AGF son los siguientes:

- 1** Otorgar una escritura pública de constitución de la AGF. Dentro de las menciones y requisitos más relevantes están los siguientes:
  - > **Tipo Social:** Sólo pueden ser sociedades anónimas, por lo que deben tener al menos 2 accionistas.
  - > **Nombre:** Debe incluir la frase "Administradora General de Fondos" y la sigla "S.A."
  - > **Patrimonio Mínimo:** debe tener un patrimonio de al menos UF10.000.
  - > **Objeto Social:** debe tener como objeto exclusivo la administración de recursos de terceros.
  - > **Otras menciones especiales:** el estatuto debe contemplar otras disposiciones especiales por disposición legal.

- 2** Acreditar el Pago del Capital Mínimo.
- 3** Hacer una presentación en la CMF mediante una carta acompañando los documentos anteriores, junto con todos los antecedentes de los accionistas que constituyan la AGF (por ejemplo, escrituras públicas de constitución, protocolización de la inscripción y publicación de su extracto, certificado de vigencia y poderes de los representantes que firman la escritura).
- 4** Trámites posteriores a la resolución de la CMF que autoriza la existencia de la AGF (tales como, inscribir la resolución que autoriza la existencia de la AGF en el Registro de Comercio y publicarla en el Diario Oficial en un plazo de 60 días desde la resolución, obtener el RUT de la AGF en el SII, o la inscripción y registro en la Unidad de Análisis Financiero).

## Públicos, institucionales y extranjeros: los Limited Partners

En el apartado donde se definió “qué es un fondo de fondos”, se habla de los inversionistas comunes de este vehículo en su versión privada.

**Usualmente invierten en fondos de fondos, actores de gran tamaño, como fondos soberanos de países, fondos de pensiones, endowments, aseguradores, bancos de inversión o family offices. Más del 50% de los LP's de fondos de fondos administran activos por más de 1,000 millones de dólares. También se introduce la participación de bancos de desarrollo y multilaterales en industrias emergentes.**

Sobre este último punto, 3 de los 10 casos de estudio levantados, tuvieron participación de la banca multilateral (CAF y EIF), cuatro si contamos a Perú que sostiene una cooperación técnica con el BID, pero si revisamos la muestra completa de 70 países, gracias a la participación del European Investment Fund, encontramos que Sobre la participación de limited partners privados

# +20

**Iniciativas de FdF en el mundo reciben capital de bancos multilaterales.**

en iniciativas públicas, el desafío es arduo. México Ventures, pudo contar con capital de un fondo de pensiones y un family office, recién en su segundo vehículo, 5 años más tarde de crear México Ventures, fue clave el *track record*. Bancoldex cuenta con una inversión de SoftBank, pero levantar capital privado en Colombia para completar el fondo sigue siendo un desafío. El caso de PVCi en Portugal, que recibió la inversión de 10 privados, particularmente de la banca como Caixa o Santander, se dio en gran parte por una buena gestión política desde el gobierno de Portugal.

En Chile, se ha estado prestando especial atención a los fondos de pensiones (AFP) y los family offices. Para bien de la industria, empieza a hacerse una tendencia la creación de vehículos propios de inversión en venture capital, por parte de los family offices. Eso no necesariamente los descarta de invertir en un fondo de fondos, por el contrario, incursionar en la industria podría “abrir el apetito” por las ventajas que significa el fondo de fondos.

Sobre las AFP chilenas, aún no están invirtiendo en venture capital en el extranjero, pero demuestran interés de invertir en algunos años. En conjunto con las gerencias de activos alternativos de las AFP se levantaron los principales desafíos y otros hallazgos para facilitar su participación en el mediano plazo:

- 1 Para algunas AFP podría ser útil, agrandar el límite permitido para invertir en activos alternativos.
- 2 El papel central que tendría un reconocido administrador de fondos de fondos, actualmente no está presente.
- 3 El manager del FdF debe ser aprobado por la CCR<sup>50</sup> con 10 años de experiencia en VC.
- 4 Alineación de objetivos: es mayor el interés en un FdF con una administración que gane más por los *exits* que por el management fee.

<sup>50</sup> La Comisión Clasificadora de Riesgo (CCR) es la entidad que visa los instrumentos en que pueden ser invertidos los fondos de pensiones.

## El VC es regional, el fondo también debería serlo

Una iniciativa público-privada de fondo de fondos o de desarrollo del ecosistema en general, busca en específico impulsar el crecimiento de la industria local. Es natural que si se involucran fondos públicos, se espera que los beneficios de estos se enfoquen en especial en el país de origen, pero cuando hablamos de venture capital, para que estos beneficios ocurran, la industria local debe, también, alimentarse del capital, las habilidades y la experiencia de los fondos regionales más exitosos. Si eso no ocurre, es más difícil que el *track record* exitoso llegue.

Con respecto al valor del aporte de fondos extranjeros en el ecosistema, son varias las iniciativas que decidieron impulsar esa vía, como ruta para tener casos de éxito y generar aprendizaje para los fondos locales. Yozma, hace casi 30 años, optó por impulsar la llegada de administradores extranjeros capacitados a invertir en sus startups y además los obligaba a traer financiamiento extranjero para completar sus fondos (el 60% que Yozma no financiaba).

De ahí en adelante, todos los casos tienen un poco de eso, Argentina que solo invirtió en 3 fondos, optó por 2 extranjeros; México Ventures, entre sus dos vehículos, ha apuntado a abrir más de la mitad de su fondo a fondos extranjeros y desde un comienzo eligió a un administrador que pueda atraerlos. Korea Fund of Funds, cuenta con un plan especial para atraer a los mejores fondos del mundo a sus startups y para eso instaló oficinas en varios países de su interés. En resumen, se debe poder invertir en fondos extranjeros.

“Fondos locales o internacionales relacionados con nuestro ecosistema...” fue la recomendación casi unánime que entregaron los expertos colaboradores. Planes de inversión, interés en invertir, que hayan invertido o que quieran poner oficinas. Que el fondo de fondos sirva para que los mejores fondos extranjeros quieran relacionarse con el ecosistema chileno.

A esto se le puede agregar un componente local. Un porcentaje “X” (20-30% por ejemplo) de la inversión en fondos chilenos. O planificar mediante la selección de fondos que dicho porcentaje sea destinado a startups chilenas.

## 200 millones de dólares: el tamaño necesario para activar la industria hoy

El tamaño ideal de una iniciativa de fondo de fondos, estará supeditado siempre al tamaño de la industria y sus necesidades de financiamiento. En ese sentido, este ejercicio se realiza bajo el supuesto de que hay más “muy buenas startups” en Chile, que financiamiento para ellas, respaldado por las dinámicas de falta de competencia en las Series A de las startups chilenas de mayor potencial. Esto sumado al tamaño insuficiente de los tickets realizados por los fondos locales. **Es razonable pensar que hay buenas startups y que más capital las podría potenciar.**

Entre los casos estudiados se encontraron iniciativas entre los 12 (Argentina) y los 5,000 millones de dólares (Corea), reafirmando que depende del nivel de desarrollo del ecosistema, entre otros factores. En ese sentido, cómo explica Josh Lerner y también advierte Adriana Tortajada -principales referentes en la academia y el policy making respectivamente-, el fondo de fondos debe ser lo suficientemente grande para incidir en la industria objetivo, pero con el cuidado de no ser demasiado grande como para distorsionar la industria, evitando por sobre todo, ocupar todo el mercado, ahuyentando a excelentes inversionistas locales e impulsando la inversión en startups de menor potencial.

Probando con los 200 millones de referencia de México Ventures se realizó el siguiente ejercicio:

**La norma de duración de un fondo de fondos es de al menos**

# 10 AÑOS

En los cuales se invierte, en general, durante un máximo de 5 años (México Ventures o PVCi, por ejemplo).

Para un mercado chileno que ha estado a más de un

# 50% DE CRECIMIENTO AL AÑO YA VA EN

136 millones de dólares y requiere mucho más capital del que tiene, 60 millones en venture capital extra, al año, tendrían un gran impacto en el país.

Si un 30% del FdF termina siendo invertido en startups chilenas, y asumiendo una participación del FdF de un 20% de cada VC, se movilizarían 300 millones de dólares a la industria chilena en pocos años, bastante más que los valores del reciente cambio de década. Sumado a eso, estaría también el capital extranjero que ya está presente, como con las grandes rondas de NotCo y Betterfly, por ejemplo.

**30%+20%**  
EQUIVALEN A  
**\$300**  
MILLONES DE DÓLARES

La industria de Latinoamérica ha estado publicándose en los últimos años y ya ha alcanzado los

# \$40000

MILLONES DE DÓLARES



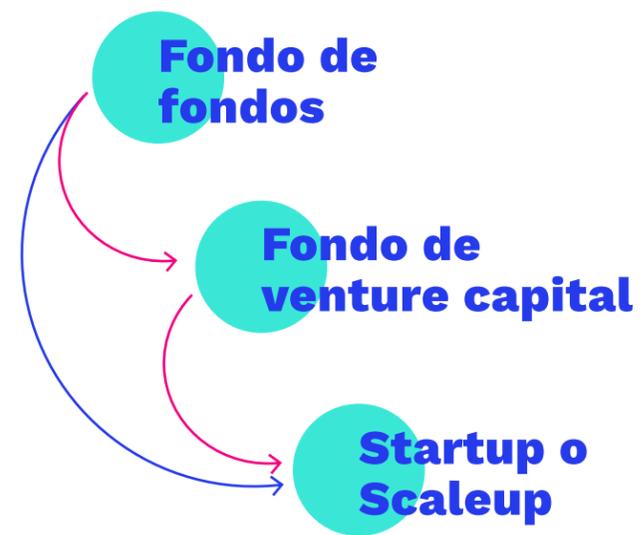
Anuales invertidos en startups latinoamericanas. Un fondo de fondos de 200 millones puede ser un aporte, especialmente si está enfocado especialmente en países de la región Andina y no solamente en los líderes regionales, Brasil y México. En ese sentido, aunque tenga gran valor, tampoco haría la industria dependiente de esa iniciativa, un riesgo que se debe evitar a cualquier costo.

## La posibilidad de co-invertir

La experiencia de México Ventures, entregó algunos hallazgos importantes para un potencial fondo de fondos en Chile, como la administración o el énfasis en una industria mucho más globalizada que local, pero también una iniciativa con la capacidad de reinventarse e ir agregando componentes a medida que nuevos aprendizajes se lo exigían: uno de esos componentes fue la posibilidad de co-invertir directamente en scaleups.

Cuando se dice que el fondo de fondos co-invierta, se refiere a que pueda invertir en una scaleup, de forma colaborativa con un fondo de venture capital. En específico, con uno en que el FdF se encuentre invirtiendo. Los beneficios de esta alternativa van desde asegurar el financiamiento de scaleups en el momento en que requieran acelerar su crecimiento, hasta una mejora en los retornos del fondo de fondos, mediante la inversión directa en potenciales casos de éxito muy específicos, en los cuales valga la pena realizar dicha operación.

Coinversión consiste en que el fondo de fondos invierta en conjunto con uno de sus VC seleccionados directamente en una startup o scaleup. La idea es hacer un algo como el esquema de la foto, pero donde se note más que el Fondo de fondos solo invierte en conjunto con el fondo de venture capital.



## En conversaciones con Susana García-Robles, Senior Partner de Capria y Ex-Bid Lab

### ¿QUÉ CARACTERÍSTICAS DEBE TENER LA ADMINISTRADORA DE UN FONDO DE FONDOS PÚBLICO-PRIVADO?

Idealmente la administradora debería incorporar como socio a un gestor de fondos de fondos del sector privado que pueda compartir su expertiz en gestión de fondos con el equipo del gobierno. Dicho equipo del gobierno tiene que estar conformado con gente con el *background* correcto para analizar pipeline, decidir sobre las inversiones y después manejar portafolios (MBAs, ex emprendedores, con habilidades analíticas y financieras, que conocen y les atrae la industria de capital emprendedor). Y si no tienen aún estas habilidades, la parte privada debería tener más peso en todos los procesos y actuar como capacitadores. Este fondo de fondos debería tener un comité de inversión con profesionales de la industria, incluyendo el socio privado, donde el peso de las decisiones quede en la parte privada más que en los funcionarios del gobierno. Con respecto a la parte legal, sería también mejor delegar en una firma experimentada en VC, ya que los abogados de la parte pública tienden a no entender mucho de VC y pueden retrasar las decisiones.

Por supuesto el Estado o parte pública del fondo de fondos, no debe participar activamente en la gestión de los fondos ni en los órganos de gobierno de los fondos, ni de las empresas invertidas por los fondos, y si lo quieren hacer para aprender, sin voz ni voto, como observadores.

### ¿CUÁLES SON LOS PRINCIPALES APRENDIZAJES DE TU TRAYECTORIA APOYANDO INICIATIVAS PÚBLICO-PRIVADAS SOBRE VENTURE CAPITAL?

La mejor experiencia ha sido sin duda, la evolución vista en el Fondo de Fondos México. No solo contrataron a un gestor privado, sino que entendieron que, aunque la mayoría del capital era del gobierno, querían apoyar a fondos que también invirtieran fuera de México. Y reconocieron que su legislación de venture capital no era tan buena, y promovieron a Canadá como jurisdicción preferida. Han servido de modelo, aunque variaciones claro, para distintos gobiernos: para la iniciativa del gobierno de Macri en Argentina liderada por Mariano Mayer, y también para el fondo de fondos de Bancoldex en Colombia.

En su momento, el programa INNOVAR que diseñamos FINEP y yo, y que tuvo como socios iniciales a FINEP, Petros, SEBRAE y FOMIN/BID Lab fue icónico, ya que canalizó \$1B para SMEs brasileras (la mayoría tech) a través de 35 nuevos gestores de VC/PE invertidos por miembros de la incubadora de Fondos de INNOVAR en los primeros 10 años de vida. Recibió un premio de la OECD y Josh Lerner de HBS (Universidad de Harvard) escribió un caso sobre el Programa. Al comienzo del Programa, el equipo de FINEP se capacitó, y el perfil de los funcionarios no era el típico perfil de un funcionario público. Yo y una colega del Banco (BID), dedicamos dos años a capacitarlos para que el *know-how* quedara en el gobierno, de forma que lideraran ellos y no el FOMIN.

### APRENDIZAJES

- > Los mejores programas fueron programas donde el gobierno demostró capacidad de escuchar lo que la industria necesita, por medio de sus actores principales: emprendedores y gestores de fondos. Por ejemplo, Brasil por un tiempo tuvo un grupo de trabajo público-privado; Argentina consensuó la ley de emprendimiento con emprendedores y gestores; y México también ha tenido una buena relación con los gestores.
- > No atar el capital a la geografía: invertir con una visión regional y no solo de país. Es muy difícil, pero México lo logro, Bancóldex lo está haciendo, y ahora parecería que Corfo también.
- > Invertir capital y compartir riesgo con los inversores privados es mejor que invertir deuda, por más amigable que sea.
- > El equipo del gobierno tiene que ser un equipo con experiencia previa en el sector privado y de ser posible, en la industria, no funcionarios públicos de carrera que nunca han tenido exposición a la industria.



EFECTO

**MULTIPLICADOR**



# Highlights: impacto del fondo de fondos en Chile

El dinero invertido por el fondo de fondos, mediante los VC, se entrega multiplicado hacia las scaleups.

# 3000

## MILLONES DE DÓLARES

serían movilizados en el ecosistema chileno gracias al Fondo de Fondos.



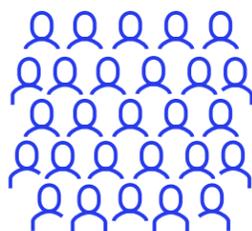
# +80

startups y scaleups locales de potencial global serían impulsadas.



# +5000

personas podrán trabajar en los próximos NotCo o Betterfly.



Un impacto social y económico equivalente a

# +20000

## MILLONES DE DÓLARES



## Supuestos

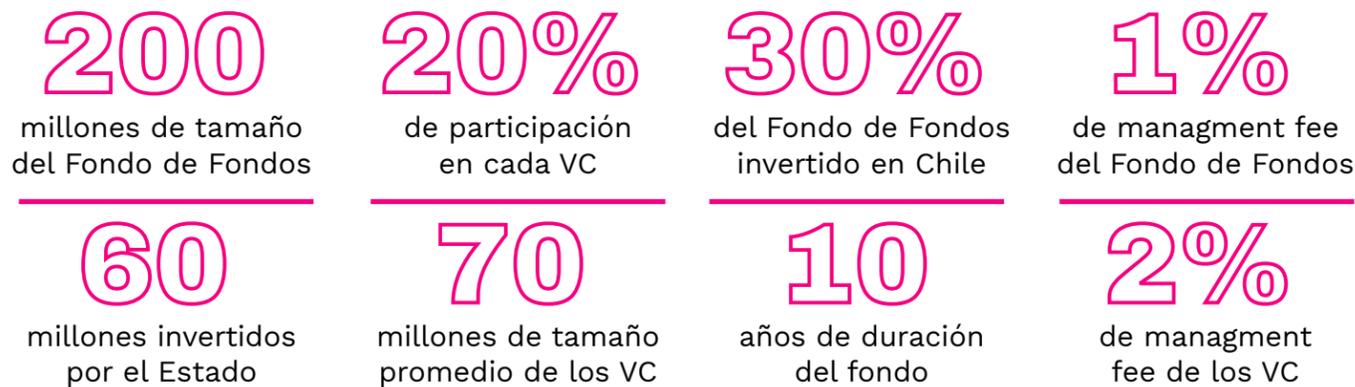
Con el objetivo de estimar el efecto multiplicador que generaría tener un fondo de fondos en Chile, se realizaron varios supuestos, en su mayoría, aprendizajes sobre el diseño

del vehículo, obtenidos de las iniciativas internacionales estudiadas y otros acorde a la industria del venture capital y sus dinámicas.

### EL FONDO DE FONDOS ESPERADO<sup>51</sup>

Con el objetivo de estimar el efecto multiplicador que generaría tener un fondo de fondos en Chile, se realizaron varios supuestos, en su mayoría, aprendizajes sobre el diseño del vehículo,

obtenidos de las iniciativas internacionales estudiadas y otros acorde a la industria del venture capital y sus dinámicas.



### TESIS DE INVERSIÓN

Se estima que el capital de el fondo de fondos se distribuya por etapa de la siguiente manera:



<sup>51</sup> El 30% focalizado en la industria local es en base al tamaño total del fondo, correspondiente a los

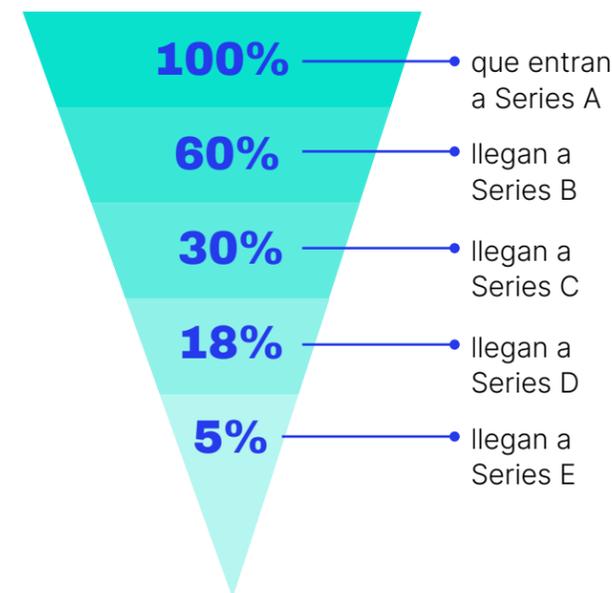
60 millones de dólares invertidos por el Estado.

<sup>52</sup> Recalculado en base a CB Insights, 2018. Ver nota 9, página 6.

### CONDICIONES DE LA INDUSTRIA<sup>52</sup>

#### Embudo del venture capital

En las secciones anteriores se comentó que la mayoría de startups financiadas por capital de riesgo no terminaban por generar retornos al inversionista mediante un exit. Son muchas las que quedan en el camino. El siguiente gráfico muestra cuántas startups de las que entran a Series A logran superar cada etapa de financiamiento a lo largo del mundo.



#### Valor del ticket promedio

Para estimar los valores promedio de cada ronda a medida que una startup va avanzando en las etapas de financiamiento, se decidió utilizar los montos de la industria estadounidense de hace 10 años.



Además, se tomará asumirá que en promedio, los VC impulsados por el fondo de fondos tengan una participación del 50% de la ronda.

## Cada dólar invertido en el fondo de fondos...

Uno de los aprendizajes obtenidos, especialmente del caso mexicano, está relacionado con la participación del fondo de fondos en los fondos de venture capital en los que invierte. Básicamente, cuánto del capital levantado por cada VC proviene del FdF. Esto es muy importante por dos motivos. El primero de ellos es el smart money. Para conseguir el capital no financiado por el fondo de

fondos, los VC tienen que salir a buscar con otros LP's, competir por él, impulsando a generar redes y competencias que de una forma u otra terminarán aportando a las scaleups.

El segundo motivo (en el cual se centra este apartado), es el efecto multiplicador. Cuando el fondo de fondos contribuye con una parte del

tamaño total de un fondo de venture capital, está haciendo posible también, la movilización de todo el resto del capital de dicho fondo. Precisamente, el capital invertido por el fondo de fondos, mediante los VC, se entrega multiplicado hacia las scaleups. Para este fondo de fondos, el ejercicio sería el siguiente:

$$2000\text{M} \times \left[ 1 - \left( \begin{array}{l} \mathbf{1\% + 2\%} \\ \text{MANAGEMENT FEE} \end{array} \right) \times \mathbf{10} \text{ AÑOS} \right] = 1400\text{M} \text{ PARA INVERTIR EN VC}$$

$$1400\text{M} \text{ PARA INVERTIR} / 20\% \text{ DE PARTICIPACIÓN} / 700\text{M} \text{ TAMAÑO PROMEDIO VC} = 10 \text{ FONDOS}$$

de vc impulsando 700 millones de dólares en la industria.

$$\frac{\mathbf{US700} \text{ MILLONES IMPULSADOS} \times \mathbf{40\%} \text{ EN SERIES A}}{\mathbf{4.3} \text{ Ticket promedio} \times \mathbf{50\%} \text{ de la ronda}} \approx \mathbf{130} \text{ STARTUPS Y SCALEUPS}$$

en la región serían financiadas gracias al fondo de fondos.

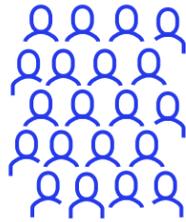
## Impacto local: del fondo de fondos a los chilenos y chilenas

Cuando se hace zoom en la industria local, se observa el mismo efecto multiplicador que se estimó en la región.

El fondo de fondos esperado, movilizaría por medio de los VC financiados, 300 millones de dólares hacia las startups y scaleups, impulsándolas a levantar 300 más con otros fondos de capital de riesgo. Con sólo 60 millones invertidos por el Estado, se impactaría a alrededor de 80 startups y scaleups chilenas con potencial mundial, 3 veces las que existen hoy.

### CREACIÓN DE EMPLEO

Utilizando el número de empleados y los montos de financiamiento alcanzados por las startups y scaleups chilenas que han levantado Series A, se calculó un ratio de capital requerido para generar un empleo. Por ejemplo, cuando Betterfly había levantado 31.7 millones de dólares y con su campaña de reclutamiento de abril 2021, esperaba llegar a un equipo de 130 personas, Betterfly generaba un empleo por cada 134 mil dólares. Utilizando el promedio de las 24 startups, en Chile se generaría un empleo como estos, cada 110 mil dólares. Entonces el fondo de fondos ayudaría a que, en el corto plazo

**+5000**   
**PERSONAS PUEDAN ENTRAR A TRABAJAR**  
en las próximas startups y scaleups de alcance global.

### BENEFICIOS SOCIALES

En 2012, la consultora Dalberg, realizó una evaluación de impacto del portafolio de inversiones en fondos de venture capital del grupo BID (FOMIN, hoy BID Lab). Utilizando una muestra representativa de 25 empresas que recibieron capital de los fondos del portafolio, se encontró que, por medio de las startups/scaleups cada dólar invertido en VC se multiplica 6.5 veces en beneficios sociales: incremento de sueldos de la ciudadanía, mayor recaudación de impuestos y un aumento en el pago a proveedores locales.

De este modo el fondo de fondos podría generar mediante startups y scaleups, por lo menos, un impacto social y económico para el país avaluado en 2.000 millones de dólares, lo que es equivalente, por ejemplo:

**4**   
**HOSPITALES PÚBLICOS**  
 equipados con 1.000 camas cada uno<sup>53</sup>

**ó**



La compra de vacunas Pfizer contra el COVID-19

**PARA TODO ESTADOS UNIDOS<sup>54</sup>**

<sup>53</sup> Minsal. "Ministerio de Salud anuncia inicio de la construcción de tres nuevos hospitales para la Región Metropolitana".

2019. Disponible en: <https://www.minsal.cl/ministerio-de-salud-anuncia-inicio-de-la-construccion-de-tres-nuevos-hospita->

[les-para-la-region-metropolitana/](https://www.minsal.cl/ministerio-de-salud-anuncia-inicio-de-la-construccion-de-tres-nuevos-hospita-)  
<sup>54</sup> Pfizer. "Pfizer and BioNTech Announce an Agreement with U.S.

Government for up to 600 Million Doses of mRNA-based Vaccine Candidate Against SARS-CoV-2". Disponible en: <https://www.pfizer.com/news/press-release/press-re->

[lease-detail/pfizer-and-biontech-announce-agreement-us-government-600](https://www.pfizer.com/news/press-release/press-re-release-detail/pfizer-and-biontech-announce-agreement-us-government-600)

# EL FONDO DE FONDOS: EL MOMENTO ES AHORA

No cabe duda que en los próximos dos o tres años pasarán más cosas increíbles en el mundo del emprendimiento chileno que en los últimos veinte. Tras décadas impulsando el ecosistema, con políticas públicas de la mano del sector privado, actualmente se ven startups y scaleups llegando a niveles nunca antes vistos. Ese es un proceso natural, que está acelerando y que cada día será aún más fuerte, con más casos de éxito y más soluciones innovadoras para nuestros desafíos cotidianos.

Son varios factores que trajeron al ecosistema a este escenario, y no son menos los que lo llevarán al siguiente nivel. Un punto crítico es aumentar el volumen y la sofisticación de la industria de capital de riesgo chilena, para que las buenas scaleups no dependan sólo de fondos regionales e internacionales para crecer, ya que esos son naturalmente más difíciles de alcanzar. Eso requiere un gran involucramiento del sector privado – los fondos de pensiones, las grandes familias y corporaciones, entre otros – además de adaptar el rol del Estado a este nuevo ciclo. Chile está listo para dar este paso.

Un fondo de fondos público-privado, con gestión profesional, *track record* e independencia, distintos aportantes y una estrategia diversificada, tiene toda la capacidad para representar esta transición. Este estudio entrega ideas de cómo estructurarlo, sin la pretensión de ofrecer todas las respuestas, ni de plantear posiciones innegociables. Está basado en meses de trabajo, que contó con la participación de expertos de más de diez países, desde México a Corea, y miles de páginas de lecturas de estudios referentes a los temas tratados. Es una etapa más para la construcción de esa estrategia clave.

Tras décadas construyendo el ecosistema de emprendimiento en Chile, con tremendas historias ya por contar, no podemos perder el momento de avanzar al siguiente nivel. Un fondo de fondos público-privado es una de las estrategias que nos llevará allá. Son miles de desafíos en Chile, y todos los días las scaleups los están resolviendo con innovación y talento. Ellas son sólo el 1% de las empresas del país, pero crean 40% de los nuevos empleos. Son el motor de la economía, y por eso hay que impulsarlas con mucho más capital público-privado. El momento es ahora. Las empresas del mañana están partiendo.

# QUIÉN HIZO ESTE ESTUDIO

## **e** SOBRE ENDEAVOR CHILE

Lidera desde 1998 el movimiento global de emprendedores de alto impacto para catalizar el desarrollo económico en los 40 países en que está presente. Para eso, selecciona y entrega apoyo estratégico a emprendedores que estén en proceso de escalamiento, ayudándolos a derribar barreras y entregándoles las herramientas para que sean exitosos: red de mentores de primer nivel, redes de contacto, apoyo estratégico, talento, acceso a capital inteligente, acceso a mercados, e inspiración. De la mano de Endeavor, estos emprendedores logran escalar sus negocios a nivel global, generan sustentabilidad económica, crecimiento y empleos, convirtiéndose en modelos de rol, y colaboran a potenciar una cultura emprendedora que motiva a las futuras generaciones a pensar en grande. Endeavor tiene también un rol de ecosistema e influencia en las políticas públicas, a través de la generación de datos, estudios y conocimientos que faciliten la toma de decisiones y aporten a la formación de más y mejores emprendedores.

[ENDEAVOR.CL](https://www.endeavor.cl)

**e**ndeavor

### **AUTORES**

João Melhado  
Alejandro Barriga

### **COMUNICACIONES**

Camila Postigo  
Bárbara Hughes  
Clemente Yapur

### **DISEÑO**

Enhorabuena Estudio

# Con el apoyo de ACVC

## La Asociación Chilena de Venture Capital,

A.G. (ACVC) es una asociación gremial que se creó hace 4 años y cuenta con 45 miembros. Está compuesta por representantes de las administradoras de fondos, corporate ventures y family offices que invierten en venture capital. La ACVC busca que la industria de capital de riesgo esté mejor representada frente a organismos públicos y privados, es la voz de los actores del financiamiento para emprendimientos de alto impacto en Chile y la región. Entre sus principales objetivos está la promoción de los beneficios de la inversión en venture capital y las buenas prácticas de gobierno corporativo bajo estándares internacionales, la colaboración en el diseño e implementación de políticas públicas que fomenten el desarrollo de la industria y la creación de lazos internacionales para potenciar el networking e iniciativas que estimulen la inversión.

[ACVC.CL](http://ACVC.CL)

# ANEXO

## Benchmark internacional - Fuentes bibliográficas

**Amexcap.** "Mexican VC Opportunity". 2020. Datos obtenidos de Pitchbook ajustados individualmente por cada fondo o compañía. Disponible en: <https://amexcap.com/2020/08/12/mexican-vc-opportunity/>

**Australian Government, Business.** "Australian Venture Capital Fund of Funds (AFOF)". Actualizado a junio 2021. Disponible en: <https://business.gov.au/grants-and-programs/australian-venture-capital-fund-of-funds>

**Avnimelech, G.** "VC Policy: Yozma Program 15-Years perspective". SSRN Electronic Journal, 2009. Disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/228921726\\_VC\\_Policy\\_Yozma\\_Program\\_15-Years\\_perspective](https://www.researchgate.net/publication/228921726_VC_Policy_Yozma_Program_15-Years_perspective)

**AXIS.** "Convocatoria extraordinaria COVID-19". 2020. Disponible en: <http://www.axispart.com/documents/1459996/2500937/0.+Bases+y+Anexos+CE+13%C2%AAAC.pdf/9b35caed-dfdb-43ac-93ef-29a8e8a43b4a>

**Bancoldex.** "Primer fondo de fondos colombiano: un impulso a los emprendedores latinoamericanos". 2021. Disponible en: <https://www.bancoldex.com/blog/primer-fondo-fondos-colombiano>

**Bancoldex.** "Inversión en fondos". Disponible en: <https://www.bancoldex.com/inversion-en-fondos/inversion-en-fondos-3776>

**CAF.** "Rol de los Bancos de Desarrollo en la Industria de Capital Privado". 2019. Disponible en: <https://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/1434/Rol%20de%20los%20bancos%20de%20desarrollo.pdf?sequence=1>

**COFIDE.** "COFIDE administrará Fondo para Emprendimientos Innovadores". 2020. Disponible en: [https://www.cofide.com.pe/COFIDE/noticia\\_detalle.php?id=40](https://www.cofide.com.pe/COFIDE/noticia_detalle.php?id=40)

de los Ríos Sastre, S., Rodríguez García, I., & Sáenz-Díez Rojas, R. "Emprendedores y capital riesgo en España: el caso de Fond-ICO Global". Icade. Revista de la Facultad de Derecho, 2015. Disponible en: <https://revistas.comillas.edu/index.php/revistaicade/article/view/5428>

**European Investment Fund.** "Portugal Venture Capital Initiative (PVCi)". Disponible en: [https://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/PVCi/index.htm](https://www.eif.org/what_we_do/resources/PVCi/index.htm)

**Government of Canada.** "Venture Capital Catalyst Initiative". Modificado en diciembre de 2020. Disponible en: [https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/eng/h\\_03052.html](https://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/eng/h_03052.html)

**Gobierno de Argentina.** "Acceder al programa Fondo Expansión". Disponible en: <https://www.argentina.gob.ar/acceder-al-programa-fondo-expansion>

**Gobierno de Perú.** "Decreto Supremo N° 375-2020-EF". Disponible en: <https://www.gob.pe/institucion/mef/normas-legales/1368540-375-2020-ef>

**ICO.** "FOND-ICO Global". Disponible en: <https://www.ico.es/web/ico/fond-ico-global>

**Korea Venture Investment Corp.** "Fund of Funds". Disponible en: [https://www.kvic.or.kr/en/business/business1\\_1](https://www.kvic.or.kr/en/business/business1_1)

**Lavca.** "Argentina's FONDCE to invest US\$12M in Latin American VCs & accelerators (en español)". 2017. Disponible en: <https://lavca.org/2017/11/29/62729/>

**Lavca.** "Softbank commits US\$15m to Colombian Government Fund of Funds (en español)". 2019. Disponible en: <https://lavca.org/2019/07/31/softbank-commits-us15m-to-colombia-en-espanol/>

**Millán, P.** "EIF Equity Due Diligence model and planned initiatives in the Portuguese Market". EIF, 2018. Disponible en: [http://www.ifd.pt/wp-content/uploads/Documents/apresentacoes/PABLO\\_MILLAN.PDF](http://www.ifd.pt/wp-content/uploads/Documents/apresentacoes/PABLO_MILLAN.PDF)

## Una mirada a los fondos de fondos del mundo

País	Iniciativa y año de inicio	¿De qué se trata?	Administración	Tamaño total (USD MM)	Limited Partners	Condiciones de inversión	Avances y resultados	Otros hallazgos
 México	México Ventures - CMIC (2010)	Fondo de fondos público-privado	Co-administrado por un banco de desarrollo público y gestora privada.	200	Instituciones públicas, la CAF, un fondo de pensiones local y un FFOO.	Fondos +15 millones interesados en MX. 10% de participación promedio por fondo. También realiza co-inversión directa en startups.	La industria superó los 700 millones en el año 2019. Atrajo a los mejores inversionistas internacionales y permitiendo a startups y scaleups locales alcanzar rondas por sobre los 100 millones.	La colaboración de inversionistas extranjeros fue clave para el desarrollo y Sun Mountain fue clave para atraer dichos inversores.
 Colombia	Fondo de Fondos - BANCOLDX (2019)	Fondo de fondos público-privado	Administrado por Bancoldex (banco de desarrollo local).	34 hasta la fecha	Bancoldex, diversos organismos públicos, CAF y SoftBank.	Fondos involucrados activamente en el ecosistema local, que inviertan 2 veces el aporte, tengan equipos con <i>track record</i> y focalizados en comercio, servicios, turismo e industria.	A abril 2021, existen compromisos con 2 fondos, se han aprobado otros 3. Quedan 23 en el pipeline para seguir trabajando.	El fondo cuenta con un <i>feeder fund</i> en Canadá. También planea crear una rama de PE.
 Perú	Fondo de Fondos - COFIDE (2020)	Fondo de fondos público	Administrado por COFIDE (banco de desarrollo local).	20 hasta la fecha	Estado peruano, a la espera de multilaterales.	Fondos locales e internacionales. Máximo un 49% de participación en fondos locales y 20% en regionales.	20 millones levantados por parte del Estado.	Aún en fase inicial, cuentan con el apoyo técnico de multilaterales. Realizaron cambio de ley para conseguir participación del Estado.
 Argentina	Fondo Expansión - FONDCE (2016)	Fondo de fondos público	Selección de fondos por jurado internacional independiente.	36	FONDCE	5 criterios para la selección de fondos. Se debían cumplir por lo menos 3.	El FdF llegó a invertir en 3 fondos, uno argentino, uno mexicano y uno estadounidense. Luego no prosperó.	Existía un subsidio de gastos operacionales de inicio de un fondo. Existía una opción de recompra a los 5 años.
 España	Global Fond-ICO (2013)	Fondo de fondos público	Administrado por Axis (gestora pública, asesorada por Deloitte).	1,460	100% financiado por ICO (banco de desarrollo español).	Fondos seleccionados por una serie de criterios ponderados, como volumen de inversión local, experiencia u oficinas en España. Los fondos deben invertir el doble de lo recibido en empresas españolas.	93 fondos seleccionados. Inyección estimada de 7,000 millones de euros en empresas españolas.	Criterios ponderados otorgan transparencia y facilitan una mejor selección de fondos. ICO se financia emitiendo bonos.

**35** Listado de fuentes del benchmark internacional en Anexo. Ver en la página 00.

**36** Banco de Desarrollo de América Latina.

**37** Cambio de euros a dólares estadounidenses al 6 de junio de 2021, por Morningstar.

**38** Fondo de inversiones estadounidense que co-administró México Ventures.

**39** Holding multinacional con inversiones gigantes en compañías financieras, de tecnología, energía, entre otros. Invertió en Rappi en 2019.

**40** Corresponde a una la creación de una figura legal aparte del fondo de inversiones, normalmente creada en un país con un

marco regulatorio conveniente para la captación de capital para el fondo de inversión principal.

País	Iniciativa y año de inicio	¿De qué se trata?	Administración	Tamaño total (USD MM)	Limited Partners	Condiciones de inversión	Avances y resultados	Otros hallazgos
 <b>Argentina</b>	Fondo Expansión - FONDCE (2016)	Fondo de fondos público	Selección de fondos por jurado internacional independiente.	12	FONDCE	5 criterios para la selección de fondos. Se debían cumplir por lo menos 3.	El FdF llegó a invertir en 3 fondos, uno argentino, uno mexicano y uno estadounidense. Luego no prosperó.	Existía un subsidio de gastos operacionales de inicio de un fondo. Existía una opción de recompra a los 5 años.
 <b>España</b>	Global Fond-ICO (2013)	Fondo de fondos público	Administrado por Axis (gestora pública, asesorada por Deloitte).	1,460	100% financiado por ICO ( banco de desarrollo español).	Fondos seleccionados por una serie de criterios ponderados, como volumen de inversión local, experiencia u oficinas en España. Los fondos deben invertir el doble de lo recibido en empresas españolas.	93 fondos seleccionados. Inyección estimada de 7,000 millones de euros en empresas españolas.	Criterios ponderados otorgan transparencia y facilitan una mejor selección de fondos. ICO se financia emitiendo bonos.
 <b>Portugal</b>	PVCI - EIF (2008)	Fondo de fondos público privado	Administrado por EIF junto a un directorio. Comité de inversiones externo selecciona los fondos. Solo un asiento del comité es de EIF.	135	EIF, el Estado portugués y privados, principalmente bancos.	Fondos portugueses.	En 10 años generaron 50 deals por un total de más de 320 millones. Más de 6.000 nuevos empleos en startups y scaleups.	El levantamiento de capital fue posible gracias a un excelente desempeño del Ministro de Economía como articulador. Fondo planificado a 15 años, solo 5 de inversión, luego follow-on.
 <b>Corea</b>	KFoF - KVIC (2005)	Fondo de fondos público	KVIC (gestora pública), más un comité de inversión.	5,000	Varios LP's, todos públicos.	Fondos con interés en startups coreanas. Se espera una inversión de 1:4. Iniciativa especial para fondos extranjeros.	Compromisos con 800 fondos de VC, habiendo llegado a más de 6.000 startups.	Están muy concentrados en atraer a los principales fondos globales, conseguir unicornios y catalizar la industria local. Duración planificada de 30 años.
 <b>Australia</b>	AFOF's (2013)	Marco regulatorio para acreditar y apoyar FdF privados.	FdFs 100% privados reciben certificación estatal y pueden invertir en fondos de VC certificados.	No aplica.	No aplica.	El FdF debe ser una nueva sociedad la cual se crea bajo esta figura legal.	9 AFOF's.	Existen industrias emergentes de FdFs privados. Consideraron exenciones tributarias para el desarrollo de fondos de fondos.
 <b>Canadá</b>	VCCI (2017)	Iniciativa pública que invierte en fondo de fondos privados	Administración pública.	1,000	Fondos públicos.	Los FdF deben levantar \$2.25 por cada \$1 público. Tamaño mínimo comprometido por el fondo de fondos de USD150 millones con un máximo USD400 millones. Es requisito haber recaudado la mitad antes de asegurar el primer cierre.	Se han beneficiado 4 fondos de fondos hasta la fecha.	Existen industrias emergentes de FdFs privados.
 <b>Israel</b>	Yozma (1992)	Fondo de fondos público	Administración pública.	100	Fondos públicos.	Inversión en la creación de nuevos fondos de VC en Israel administrado por gestores extranjeros. Debían armar un fondo de 20 millones. Cómo máximo Yozma participaba de un 40% de cada fondo y el otro 60% no podía estar compuesto solo por VC local. Debían atraer fondos extranjeros.	10 fondos de VC participaron del programa, invirtiendo en 217 empresas, las cuales más de la mitad lograron exits.	Los fondos podían re-comprar el equity público a los 5 años a un precio favorable. Todos lo hicieron. 164 startups en 7 años. En los siguientes 10-15 años aparecieron más de 5,000 startups.

41 Australian Fund of Funds, utilizado para referirse a estos

fondos de fondos privados regulados por el estado. I.

**endeavor**

---

Cualquier duda o comentario, puedes contactarnos a **[endeavor@endeavor.cl](mailto:endeavor@endeavor.cl)**