



CICLO DE ENTREVISTAS: ANDRES MEIROVICH

El día de hoy continuamos con esta iniciativa de CFA Society Chile de entrevistar a profesionales destacados dentro de la industria financiera local y que desempeñan roles estratégicos en nuestro mercado de capitales. En esta ocasión nos acompaña Andrés Meirovich, destacado profesional de la industria financiera, quien es Co Founder & Managing Partner de Genesis Venture y director de la Asociación Chilena de Venture Capital (ACVC). La idea de la entrevista es tener una conversación principalmente del mercado de venture capital y los desafíos locales que tenemos en manejo de inversiones en dineros institucionales.

Por Hugo Aravena, CFA y Francisco Barañao, CFA

¿Cuáles son las principales características del venture capital y private equity?

La inversión en venture capital se caracteriza por el financiamiento en empresas que están en una etapa temprana de gestación, con una base tecnológica alta y con un crecimiento alto, donde se necesita inversión de capital al tampoco existir muchas garantías que faciliten el endeudamiento, por ejemplo. Muchas veces el concepto de private equity es como la continuación del venture capital, es la etapa siguiente una vez que la compañía es más estable.

Recientemente Notco hizo un levantamiento de capital en EE. UU por USD 235 millones, valorizando la compañía en USD 1.5b ¿Cuál es el estado de la industria de venture capital en Chile?

Llevo en la industria de venture capital casi 10 años. Mirando el lado del vaso medio lleno es muy positivo el número de empresas que están relacionadas a venture capital como Fintual, Not Company, Betterfly, Cornershop, por ejemplo, han sido un éxito, y han demostrado cómo empresas de base tecnológica pueden escalar al mundo. En Chile históricamente no había nada de esto, pero era cosa de tiempo, cada país se toma un tiempo en formar un ecosistema para que se transforme en industria.

El costo de financiamiento para startups locales es altísimo hoy en día. Las tasas de retorno que le exigen a estas empresas son significativamente más altas que el para las empresas IPSA. Si este nivel de existencia de capital se aplica para estas últimas la gran mayoría de estas empresas IPSA quebraría. Chile hoy esta fragmentado entre mega compañías y micro pymes.

El PIB de Chile lo representa el 20% las pymes. En el caso de la OECD esto representa más del 50%. En EE. UU el 13% del financiamiento para empresas de baja capitalización viene del banco. En Chile esto es un 54%.

¿Cuál ha sido el rol del gobierno y en especial programas CORFO en la industria de venture capital en Chile?

El estado de Chile y la CORFO han contribuido notablemente en la industria, de la misma forma que lo hizo Israel o la ciudad de Boston en Estados Unidos décadas atrás, CORFO por ejemplo ha desarrollado un mecanismo para disminuir el costo de la deuda y por lo tanto viabilizando el desarrollo de muchas start ups. Actualmente en Chile existen alrededor de 50 fondos de venture capital, donde los fondos activos son unos 25-30 fondos, todos estos fondos representan aproximadamente USD 1b. Los últimos años, sin embargo, ha disminuido la velocidad del crecimiento de estos fondos. Si bien CORFO ha ayudado mucho en una etapa incipiente de la industria hay muchas restricciones de estos fondos para empresas que tengan aspiraciones más globales, por ejemplo.

Lo ideal es generar condiciones para fomentar el mercado de venture capital y crear nuestro propio hub de venture capital. En Chile la falta de competencia o la falta de incentivos para fomentar emprendimientos con impacto hace que sea más rentable desarrollar un fondo de real estate, por ejemplo, que un fondo innovador de venture capital.

¿Cuál es el rol del sistema financiero en el apoyo de emprendimientos?

El nivel de desarrollo del sistema financiero va de la mano al crecimiento de la industria de venture capital. Es fundamental tener un mercado de capitales profundo para que apoye el emprendimiento. Tenemos el ejemplo de Argentina, que ha tenido muchos emprendimientos exitosos, pero no tiene un mercado financiero desarrollado, lo que finalmente se traduce que todos los levantamientos de capital ocurren precisamente en el extranjero. Lo ideal para Chile es generar condiciones para que los impuestos, headquarters, contratación de personal queden en nuestro territorio, ahí aprovechamos el real impacto del emprendimiento. ¿Por qué no crear un hub local de emprendimiento? como Singapur, Cayman, Delaware, etc. En Delaware por ejemplo se generaron las condiciones para atraer capital, pues la disponibilidad de financiamiento atrae buenas ideas e inversiones.

¿Cuál es la proyección que podría tener Chile como plataforma de venture capital en la región?

Chile por su tamaño difícilmente podría ser un referente en la industria de venture capital hoy, sin embargo, podría ser por lejos el referente en la región, en Latam. Esto, porque tenemos una historia de más estabilidad y actual desarrollo de nuestro mercado con relación a nuestros vecinos. Falta hacer una legislación específica para Venture Capital, como incentivo para que inversionistas inviertan a través de Chile en Latam. No puede ser que existan beneficios tributarios a las ganancias de capital en empresas que transan públicamente y que no haya una legislación moderna para el desarrollo del venture capital en el país. En Brasil por ejemplo se está avanzando muy rápido para que las empresas se estén quedando en el país y los inversionistas no tengan que ir a buscar capital o que se instalen en otro país. Este impacto en crecimiento y empleo, por ejemplo, es increíble para los países.

¿Cuál son los principales inversionistas en venture capital Chile y que buscan estos inversionistas en la industria de venture capital?

Los principales inversionistas son los inversionistas institucionales, fondos de pensiones, compañías de seguros, family offices y grandes compañías. En general mediante la inversión en venture capital se genera impacto mediante el desarrollo de industrias disruptivas. Es una fuente de

retornos elevados de las inversiones y que genera acceso democrático al financiamiento.

¿Con respecto a la propuesta de democratizar las inversiones en venture capital de la asociación de venture capital, cuáles son los principales puntos a desarrollar?

Los estudios muestran que por \$1 invertido en venture capital se genera para la economía \$7, por lo tanto, el impacto es brutal. En el caso de inversionistas institucionales la propuesta de fondo de fondos permitiría diversificar las inversiones y a la vez facilitar las inversiones de este inversionista institucional. Adicionalmente disminuyendo el headline risk al invertir en empresas que tiene riesgos altos, pero también con altas expectativas de retorno.

Para motivar la inversión en venture capital se tiene que avanzar en que los tomadores de decisión se atrevan a invertir en un asset class atractivo y otra alternativa es modificar la normativa para facilitar o fomentar su inversión.

Existe un status quo en la industria local que facilita continuar haciendo lo mismo en vez de desarrollar nuevas industrias. En Chile existe mucha concentración patrimonial de la riqueza que limita la competencia.

Los 10 grupos económicos más grandes de Chile controlan el 57% de IPSA, y los 3 grupos más grandes controlan el 35% del IPSA. Eso es brutal. En Chile hay una lógica que viene de hace muchos años y que está prohibida en países como EE. UU e Israel: un grupo económico no puede ser dueño de un banco y al mismo tiempo de una empresa productiva, por los riesgos que eso tiene.

Todo esto configura un escenario que no debiera ocurrir porque limita la competencia. Por ejemplo, los bancos no tienen incentivos para financiar a compañías competidoras de empresas del mismo grupo.

Así, hay un grupo de empresas (básicamente el IPSA) que se financia con los fondos de pensiones, y una gran masa de empresas que se financia a UF+24%.

Mirando ahora la participación de las empresas en inversiones de venture capital, hay un informe de Wayra que muestra que Chile está muy atrás en corporate venture capital. Hay casos recientes muy interesantes como Copec, que lanzó su fondo WIND y se fue a Silicon Valley. Este es un caso extraordinario, ojalá hubiera muchos WIND. Han sido uno o dos.



Justo hoy, por coincidencia, Cencosud anunció su fondo Cencosud Ventures.

No tengo los detalles pero hay informes que te dicen como hacer un corporate venture capital. Básicamente tiene que ser un fondo grande, con un horizonte de inversión de 12 años, con equipos independientes. WIND es eso. No tengo los datos pero habrían invertido USD 70m en un año. Eso es un venture capital de verdad. Hay muchos con el nombre "venture" pero son aceleradoras o incubadoras, para afirmarse con el ecosistema. Eso está bien, pero no es lo mismo. Y hay que diferenciar porque muchas veces el nombre engaña. Porque más que la relación, los hackatones o la innovación abierta y todas esas cosas que son más bien rimbombantes tienen poco impacto, pues lo importante es la inversión. Yo mido los venture capital por cuánta plata invierten, más que por lo que dicen. Y por eso destaco tanto WIND (no tengo nada que ver con ellos): sin mucho ruido armaron su fondo, invirtieron y ya tuvieron un exit. Es un world class y ojalá que muchos en Chile lo sigan.

Piensen en Israel, que es un caso que conozco de cerca. Tenía el mismo problema de Chile: mucha concentración económica y con bancos que eran dueños de las empresas. Se hizo un cambio de ley para exigir una separación, en un plazo de seis años. El impacto de ley en el venture capital, en la baja de precios y en la competencia, fue increíble.

Hoy día tenemos que tener un remezón, nosotros como elite, para ver qué cambios estamos haciendo nosotros para fomentar a que haya competencia. Que una micro pyme pueda llegar a ser una mega empresa. Eso es lo que tiene Israel y EE. UU. Hoy en Chile eso es imposible. Esa es la realidad. Otro dato: sólo un 6% de las pequeñas empresas pasan a ser medianas empresas. Eso es gravísimo.

En resumen, viendo el vaso medio lleno, estamos infinitamente mejor que hace 5 o 10 años. Y viendo el vaso medio vacío, Chile por lejos, y lo digo absolutamente convencido, tiene, puede y debe ser el hub de venture capital para el cono sur. Tiene todo. Es cosa de ponerlo como proyecto país y poner los incentivos adecuados.

Si tuvieras que elegir 4 políticas públicas bien dirigidas, que pudieran desarrollar el Venture capital en Chile, ¿cuáles propondrías?

1 SAFE: simple agreement for future equity. es un acuerdo entre un inversor y una empresa similar a un warrant que proporciona derechos al inversor para el capital futuro de la empresa, excepto en que no determina un precio específico por acción en el momento de la inversión

- 1.- Fondo de fondos
- 2.- Participación de los fondos de pensiones. Yo creo que tienen que estar.
- 3.- Ley I+d. Hoy ya hay un beneficio para las empresas que desarrollan innovación internamente. Se debiera ampliar ese beneficio, manteniendo el mismo presupuesto, a las empresas grandes que invierten en start ups, como se hace.
- 4.- Ley para fomentar la competencia.

Uno de los problemas que se le imputa al venture capital es que es una clase de activo "poco transparente", en el sentido de que es difícil de proyectar y de valorar en términos de flujos de caja. ¿Cómo ves esto, es algo que hay que mejorar, o es una característica intrínseca de la clase de activos y hay que aprender a jugar con esas reglas?

Hay fondos en varias fases. En las primeras etapas es posible conseguir algunos bechnmarks y utilizar todas las herramientas de análisis como opciones reales, pero al final va a ser un "bluf". Por eso hoy hay mecanismos como SAFE1 y deuda convertible que van específicamente en esa etapa. Pero para valorizaciones de empresas en etapas más avanzadas ya hay múltiples e indicadores como lifetime value y crecimiento. Lo que pasa es que no es una valorización del curso de Finanzas 1 en base a proyecciones de flujos de caja, VAN, TIR, inflación, etc. Y uno se pierde porque uno busca certezas. En un proyecto inmobiliario hay certezas. Pero aquí va a haber incertezas porque típicamente en un fondo de 10 inversiones va a haber 2 ó 3 a las que les va a ir bien. Lo que se evalúa es el fondo. Y por eso el fondo de fondos es el vehículo más usado. Hoy hay una rentabilidad promedio de la industria de fondos. Si uno busca una certeza típica de un negocio inmobiliario, no va a estar nunca.

Pero ya hay diversos indicadores y muchos de los fondos en el mundo se están metiendo a venture.

En teoría de inversiones a mayor riesgo mayor retorno esperado a largo plazo, y mientras mayor iliquidez mayor premio. En este sentido, ¿que nos puedes contar de los premios por riesgos de esta clase de activos y del momento actual, donde las valorizaciones de compañías públicas están elevadísimas y los spreads de bonos están en mínimos históricos?

inicial. El inversor SAFE recibe las acciones futuras cuando se produce una ronda de inversión o evento de liquidez con un precio.



Como todo, cuando la clase de activos está “hot”, suben las valoraciones. Pero hoy LATAM sigue siendo muy relevante. Hay informes que muestran que hay un arbitraje de 4,5 veces entre EE. UU. y LATAM. Es decir, si uno invierte en una serie A en Chile y después vas a la serie B en USA, es 4,5 veces más rentable que ese mismo ejercicio para una start up que nace en USA. Obviamente cuando uno dice que NotCo vale USD 1,5b, eso es más que el valor bursátil de Entel. Y uno se pregunta cómo puede ser que sea una empresa que hace mayonesa, sin la infraestructura que tiene Entel. Pero es así. Una de las grandes críticas que se hacía es que era un juego de valorizaciones, sin que nunca se hiciera caja hoy en día, con la cantidad de transacciones de M&A o salidas a bolsa, ese mito ha ido saliendo. Por razones obvias hay fracasos, como WeWork. Pero en ese caso hay que hacer “doble click”: si el mismo fondo es el único inversionista, de cuatro rondas, y ellos mismos se aumentan su valorización 15 veces, eso no es falla de la clase de activos. Pero eso es una excepción. Para seguir con el ejemplo de NotCo, cuando en una ronda entran siete inversionistas de distintas partes del mundo, todos con la misma valorización, uno puede asumir que está bien o que es lo que el mercado está dispuesto a financiar, pero no se está inflando el precio.

Diría entonces que es un modelo distinto de valorizar, que hoy día esta muy bien normado. Obviamente como en todo mercado va a haber ajustes de acuerdo a oferta y demanda. Piensa en cómo han subido los arriendos de casas y han bajado los de departamentos como consecuencia del COVID, por ejemplo.

Desde ese punto de vista el análisis es que estamos en un mundo donde todo está más caro: tasas bajas, spread más bajo, múltiplos de empresas públicas altísimos en EE. UU., por ejemplo APPLE transa a 28x trailing PE múltiplos impensados. Pero estos spreads que deberían tener los VC sobre los activos tradicionales deberían seguir siendo atractivos, si uno hace los doble click y revisa los gobiernos corporativos y que todo esté bien hecho.

Así es. De todas maneras. Obviamente aquí va a haber empresas a las que les va a ir bien y a otras que les va a ir mal. Pero si uno es un fondo serio y hace los buenos análisis, y sobre todo si uno va con co-inversionistas, tu riesgo baja muchísimo.

Hemos hablado bastante de inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones. Sabemos que por el momento estas administradoras están más bien preocupadas de que pudiera ocurrir con ciertas leyes o

eventuales retiros. Pero también hay otros inversionistas que ya están invirtiendo en esta clase activos o que lo hacen en el extranjero, como algunos family office, gente que tiene más recursos o algunos fondos soberanos extranjeros que quiera invertir en Chile porque cree en alguna industria. ¿Qué experiencia tienes con este tipo de personas o agentes?

Va todo muy de la mano. Obviamente cuando un fondo extranjero que ve que ni un mismo fondo chileno invierte, es una mala señal. Pero mirando el vaso medio lleno, hemos tenido inversionistas de fuera de Chile que están entrando porque ven a Chile como la puerta de entrada a Latam. También hay algunos family offices que están entrando. Por ejemplo, el de la familia Ibáñez, que tiene un fondo para despegar que se llama Kayak Ventures, y otros de las familias Casanueva, Matte y Luksic. Hay varios que se están armando, pero estamos a años luz de lo que puede pasar. Te diría que lo que se está dando en los family office es que las generaciones dos y tres están forzando a que se invierta en cosas distintas, porque ya no basta con las inversiones tradicionales en acciones, bonos y bienes inmobiliarios. Esta ya no es una inversión absurda sino que para ser más eficiente, dentro de tu portafolio vas a tener que tener venture capital. Algunos tendrán un 10%, otros un 7%, otros un 1%. Pero hoy en día ya está obsoleto discutir financiera o estratégicamente la razón por qué invertir en venture capital. Hoy en el mundo hay fondos de pensiones de profesores que tienen venture capital. Hoy no es si hay que hacerlo o no. Es cómo hacerlo de la mejor forma, y cómo darnos cuenta del impacto que tiene. Hay family office que lo hacen por el impacto o porque tienes acceso más democrático al financiamiento. Y finalmente tienes rentabilidad. Pero por lo que quieras, no hay otro activo financiero que tenga estos tres impactos.

Para ir cerrando, somos una red de profesionales en finanzas que tenemos interés en aprender nueva información. Una parte de nuestro currículo tiene una parte de venture capital. Sin embargo, siempre es mejor profundizar más. ¿Qué fuentes de información, papers, autores o compañías nos recomendarías para interiorizarnos más de este mundo?

Aquí yo soy juez y parte, pero yo soy director académico del Diplomado en Venture Capital que dicta la Universidad Adolfo Ibáñez con la ACVC. Vamos en la versión dos y el nivel de alumnos es extraordinariamente bueno y senior. Hoy día el único programa académico de Venture capital que hay en Chile es este. Si uno mira afuera, todas las mejoras escuelas



de negocios como MIT y Harvard tienen programas de venture capital. También hay algunos cursos. Con respecto a papers, hay algunos muy interesantes como uno que cuenta el impacto de la entrada de los fondos de pensiones en EE. UU. a Venture capital, que es brutal. La realidad es que Silicon Valley como se conoce hoy nació en 1979 con la llegada de los fondos de pensiones al Venture capital. Ese es el papel con el que yo sueño todos los días para ver cómo lo hacemos en Chile.

Pero esto es mucho más práctico, de viveza, de hablar con los founders, de hablar con los fondos, de saber cuáles son los pros y los contras.

Te diría que el diplomado es la mejor opción para hacer un barrido en 120 horas que ha funcionado muy bien.

