



# CAMBIOS EN EL VENTURE CAPITAL

## FELIPE CORREA

La industria del Venture Capital (VC) es una forma de financiamiento a través de capital privado a empresas nuevas que se cree tienen un potencial de crecimiento a largo plazo importante. En otras palabras, los fondos de VC compran participación en las empresas de manera de convertirse en los “socios capitalistas”. Esto es una manera de entregarle liquidez a empresas que de otra manera no podrían acceder a financiamiento debido a su alto nivel de riesgo. Además de dinero, las empresas de VC entregan también conocimientos, redes de contactos, y todo tipo de asesorías. En la actualidad hay tres tipos principales de fondos de inversión: tradicionales, mixtos y no tradicionales. Los primeros corresponden a los fondos de VC que se especializan en invertir en las distintas etapas de crecimiento de los startups, contando al mismo tiempo con altas capacidades para apoyar a las empresas de otras formas. Los segundos están menos especializados en las etapas iniciales e invierten tanto en empresas privadas como públicas, en esta categoría hay fondos como Tiger o Softbank. Los no tradicionales por su parte son inversores de fondos de capital privado, fondos soberanos, fondos de cobertura, empresas y family offices, que en general están menos especializados en dar consejos o acceso a redes que las dos categorías anteriores.

En cuanto a su evolución, el VC ha cambiado bastante desde los 90; pasó de ser una industria financiera de nicho en un valle cercano a San Francisco, alejada de Wall Street, a una con impacto global, presencia en distintos países y una integración cada vez mayor con el sistema financiero. Si bien este camino no fue lineal, ya que hubo episodios como el de la burbuja “.com” a comienzos de siglo, no cabe duda de que la trayectoria ha sido al alza.

En el Gráfico N°1 se puede observar cómo la cantidad invertida en la industria ha crecido fuertemente en el tiempo, sobre todo en los últimos años. Sólo en 2021 el flujo aumentó casi un 50% relativo al 2020. Se puede ver también la importancia que han tenido en esto los inversores no tradicionales, ya que, si bien las firmas de Venture Capital tradicional han crecido, lo han hecho en menor proporción que los inversores “híbridos” y “no tradicionales”. De hecho, según The Economist, a finales del año pasado sólo tres de las diez principales empresas (medidas por activos) que invierten en esta industria son VCs “tradicionales”.

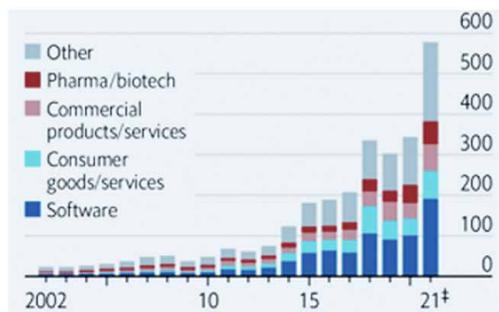
GRÁFICO N°1: INVERSIONES EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES POR TIPO DE INVERSOR Y PAÍS.



Fuente: The Economist y Pitchbook.



GRÁFICO N°2: ACTIVIDAD GLOBAL EN VC EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES SEGÚN INDUSTRIA.

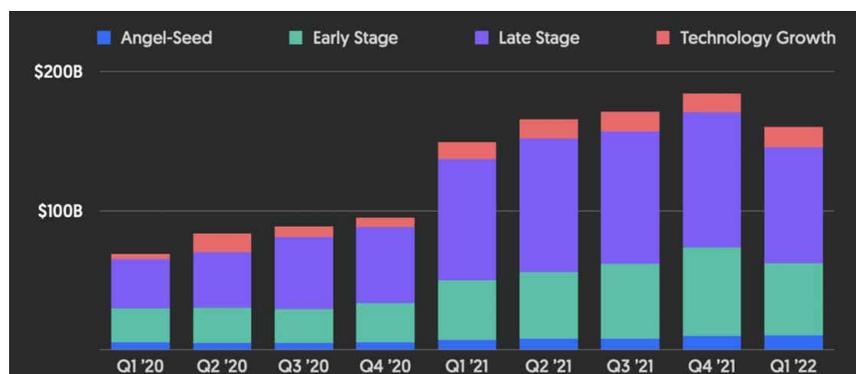


Fuente: The Economist y Pitchbook.

Este aumento en los flujos ha tenido distintos efectos. El primero es que ha permitido que la industria crezca geográficamente, con importantes inversiones fuera de Estados Unidos, sobre todo en China y Europa. El segundo es que, si bien las empresas intensivas en software siguen siendo la especialidad de los VCs, hay otras áreas como biotecnología, que han crecido, diversificando de esta forma la industria.

Estos mayores flujos han permitido también financiar etapas de crecimiento más avanzadas de las firmas. En el Gráfico N°3 se puede ver la gran proporción que son estas últimas etapas del total y el salto que hubo en esta categoría a comienzos del 2021. Otra muestra de lo mismo es el crecimiento que ha tenido en el mismo período el número de “unicornios”, que son startups que tienen valorizaciones mayores a US\$1.000 millones de dólares, que están en el Gráfico N°4.

GRÁFICO N°3: VOLUMEN INVERTIDO EN VENTURE CAPITAL POR TRIMESTRE Y ETAPA (Q1 2020 - Q1 2022)



Fuente: Crunchbase.



GRÁFICO N°4: VOLUMEN INVERTIDO EN VENTURE CAPITAL POR TRIMESTRE Y ETAPA (Q1 2020 – Q1 2022)



Fuente: Crunchbase.

Una discusión interesante es si esta tendencia a etapas de crecimiento previo a la apertura o venta del startup más prolongadas crean valor para la sociedad como un todo. El argumento a favor es que el estar abierto en bolsa implica una serie de costos, tanto administrativos como de divulgación de información que pueden traducirse en un crecimiento menor. El argumento en contra es que una apertura más tardía permite a los gestores de fondos cobrar comisiones por administración del dinero por más tiempo, comisiones que son bastante más altas que las que cobrarían administrando un fondo que invirtiera en esa empresa en bolsa. Luego habría incentivos “buenos” y “malos” que apuntan a atrasar las aperturas a bolsas.

Dejando de lado aquella discusión, es importante mencionar que todos estos flujos no llegaron por casualidad a esta industria, hubo factores de oferta y demanda que se combinaron para lograr este boom. Por el lado de la demanda, desde la crisis financiera del 2009 las tasas de interés de largo plazo se han mantenido bajas en Estados Unidos, lo que ha hecho que muchos inversionistas, sobre todo institucionales, que están desesperados por oportunidades de inversión con retornos mayores, estén dispuestos a tomar riesgos. Por el otro lado, en cuanto a la oferta, empezó a hacer noticia el éxito de los principales fondos de VC en la segunda década del siglo, con aperturas en bolsa (IPO por sus siglas en inglés) muy exitosas, como las de Facebook, Twitter y Alibaba entre los años 2012 a 2014, o Snapchat, Dropbox, Spotify y Flipkart entre el 2018 y 2019, lo que permitió a algunas firmas acumular cuantiosos retornos en sus fondos. Estos dos factores llevaron a que entraran montos elevados de recursos disponibles para inversión, lo que permitió que creciera la oferta también, expandiendo de esta forma la industria.

### 2022: ¿FIN DE LA FIESTA?

Es difícil mantener tasas de crecimiento tan altas como las vistas en 2021, de hecho, en lo que va del año la industria del VC ha empezado a caer relativo al último trimestre del 2021. En febrero de este año se empezaron a observar disminuciones en lo recaudado por las startups, sobre todo en las series más avanzadas. Según información del gestor de fondos de VC “Carta”, en aquel período la mediana de montos levantados en las series C<sup>1</sup> cayó un 37%, mientras que en las series B y A cayó un 8 y 14% respectivamente. Los Gráficos

<sup>1</sup> Después de las rondas de capital “semilla” o iniciales, vienen en general las series A, B y C de levantamiento de capital (ordenadas cronológicamente). Más información en: <https://g2consultores.com.mx/2021/05/04/como-funcionan-las-series-a-b-c-de-los-venture-capital/>



# CAMBIOS EN EL VENTURE CAPITAL

## FELIPE CORREA

N°3 y 4 corroboran la hipótesis. En el primero se puede ver que durante el comienzo del 2022 el volumen de financiamiento cayó a niveles ligeramente superiores a los de comienzos del 2021, similar a lo que se observa en el segundo, donde la cantidad de nuevos “unicornios” cayó a 129 a comienzos de este año, cifra ligeramente inferior a los 132 del primer trimestre de 2021. Esta última caída siguió agravándose en mayo, donde el número de nuevos unicornios fue de 34, cifra inferior a los 43 por mes que hubo en los primeros tres meses de 2022.

Dado que los fondos que invierten en este mercado no se transan en los mercados de valores y las inversiones no se pueden recuperar fácilmente por parte de los aportantes, es difícil saber exactamente cómo está evolucionando esta industria en el día a día. Una de las aproximaciones disponibles es el Refinitiv Venture Capital Index, que intenta estimar el valor de la industria de VC en Estados Unidos a través de la información disponible de empresas del área<sup>2</sup>. Este índice ha caído un 56% desde su peak en noviembre de 2021 a junio de este año, lo que sugiere que hay una disminución más pronunciada que la que se observa a través de los datos de volumen de financiamiento entregado, probablemente debido a que aquel proceso no es algo que se desarrolla en un solo día, y que muchos fondos tienen todavía dinero recaudado del 2021 que aún no han invertido.

### ¿Por qué la caída?

La principal razón es que las valoraciones de los startups están determinadas en última instancia por lo que valga la empresa al momento de salir de la industria. Esto se puede lograr de tres formas principales: a través de una IPO, donde la empresa entra a cotizar en alguna bolsa de valores, segundo, que otra empresa más grande compre el startup, como WhatsApp que fue adquirido por Facebook, y tercero, a través de una Special Purpose Acquisition Company (SPAC), compañías que levantan capital a través de una IPO y luego usan este para comprar empresas. Esta última tiene la ventaja de ser más rápido que la primera vía.

El problema para el Venture Capital viene de que las valoraciones en los mercados de empresas tecnológicas han caído fuertemente desde sus máximos del 2021, como puede verse en el gráfico a continuación.

GRÁFICO N°5: PRINCIPALES ÍNDICES TECNOLÓGICOS Y S&P500 (VALOR AL 31-05-2018 = 100)



Fuente: Bloomberg. \*Nasdaq GD o “Golden Dragon” sigue empresas tecnológicas enfocadas en China que cotizan en la bolsa de Estados Unidos.

<sup>2</sup> Más información en: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/fact-sheets/venture-capital-indices-overview-fact-sheet.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/fact-sheets/venture-capital-indices-overview-fact-sheet.pdf)



# CAMBIOS EN EL VENTURE CAPITAL

## FELIPE CORREA

Entonces ¿Cuáles son las principales teorías para explicar lo sucedido? A continuación revisamos tres, desde la menos a la más importante.

La primera teoría es que los mercados de ciertas empresas han mostrado ser más competitivos de lo que se pensaba, como ha sido el caso de Netflix en el streaming, con la llegada de Disney y HBO, o el de Meta con la llegada de TikTok. Argumentos que apoyan lo anterior a nivel de industria son el gran flujo de nuevos competidores financiados por la industria de VC durante los años. Acá hay que tener en cuenta que esto no tiene por qué ser una competencia directa en el mercado, también hay muchas empresas que están copiando modelos establecidos y haciéndolos funcionar en nuevas regiones, como el caso de Flipkart en India, o Mercado Libre en la región, que entraron a intentar ser el “Amazon” en nuevos mercados.

El problema de este argumento es que, si bien es cierto que más competencia destruye las rentas monopólicas que se esperaba muchas empresas pudieran obtener (y con ello el valor en bolsa de estas empresas), el cambio no es discreto, y lleva bastante tiempo sucediendo. De todas maneras, puede ayudar a explicar cierto sentimiento de recelo por parte de los inversionistas.

Una segunda explicación, más relevante que la anterior, ha sido la campaña de las autoridades chinas contra las principales empresas de la industria tecnológica en aquel país, que se está llevando a cabo desde finales del 2020, cuando cancelaron la IPO de la filial financiera de Alibaba, operación que se estimaba podía convertirse en una de las aperturas de bolsa más cuantiosas de la historia. Luego de esto el gobierno ha impartido múltiples multas y nuevas regulaciones a las empresas del rubro. Dentro de las regulaciones nuevas, destacan reglas para dificultar nuevas IPOs de empresas chinas en Estados Unidos, lo que se tradujo en cuantiosas pérdidas para algunos inversionistas de la industria del VC con fondos en China, sobre todo a los híbridos que invierten en startups y en empresas transadas en bolsa, como Tiger y Softbank.

El efecto de toda esta campaña fue más fuerte desde febrero de 2021 y se pueden observar tanto en el Nasdaq GD como en el China MSCI top100 del Gráfico N°5.

Lo anterior es relevante desde una perspectiva sistémica también, ya que las pérdidas en China le quitan espacio de nuevo financiamiento en otros países a las empresas de VC antes mencionadas. De todas maneras, durante 2021 parece que la oferta de crédito creció con más fuerza, contrarrestando este efecto por un tiempo, ya que tanto el Nasdaq como las valorizaciones de nuevas startups siguieron con su trayectoria ascendente.

La tercera razón, y más importante para explicar el deterioro reciente en la industria, es la caída generalizada que han tenido los mercados financieros, tanto de renta fija como de renta variable. Esto se puede ver en que tanto la renta variable como la fija han caído desde fines del 2021, lo que algunos han llamado “el fin de la FED put” o del concepto de que la Reserva Federal de Estados Unidos, desde 1987 en adelante, siempre que había problemas en la economía terminaba ayudando con su estímulo monetario a recuperar las pérdidas en los mercados.



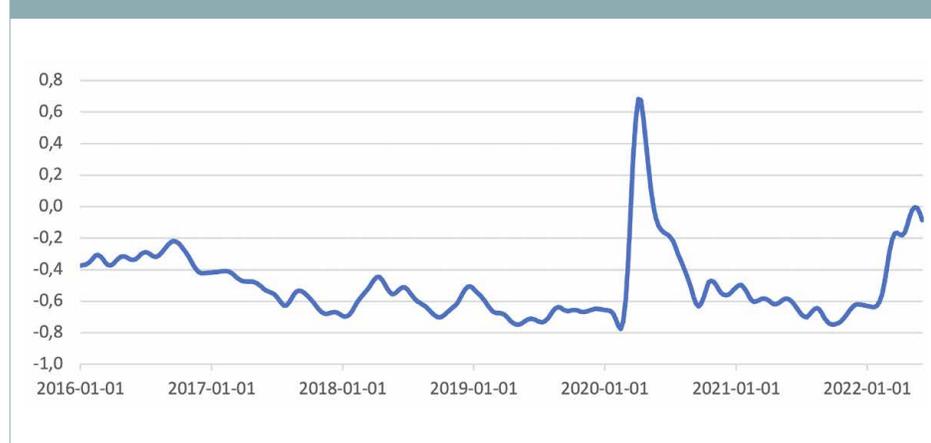
# CAMBIOS EN EL VENTURE CAPITAL

## FELIPE CORREA

La causa de lo anterior no es que Wall Street haya sobornado a los gobernadores de la FED, sino que los shocks principales desde esa fecha en adelante habían sido no inflacionarios o derechamente deflacionarios, por lo que las intervenciones de la FED han consistido en entregar estímulo vía disminuciones en las tasas de interés, de manera de llegar a la inflación meta, al mismo tiempo que mantenían bajo el desempleo.

En cambio, lo que ha sucedido en esta ocasión es que las disrupciones en la oferta han persistido más de lo esperado, lo que ha generado presiones inflacionarias importantes. Luego, la FED ha debido intervenir para retirar el estímulo, a través de alzas en la tasa de referencia, lo que ayudará a reducir la inflación, pero que tiene como contrapartida que los inversionistas tienden a retirar el financiamiento de industrias más riesgosas, ya que ahora se puede lograr un nivel de retorno equivalente en activos menos riesgosos. En otras palabras, cae la demanda por activos riesgosos. En el gráfico a continuación se muestra el índice ajustado de condiciones financieras para Estados Unidos. Este índice toma valores mayores a cero cuando las condiciones de crédito son restrictivas y menores a cero cuando son expansivas. Se puede observar que luego del shock al comienzo del Coronavirus, las condiciones fueron bastante expansivas hasta llegar al máximo de expansividad en septiembre y octubre del 2021, esto al mismo tiempo que observamos el período de mayores valoraciones y actividad en el Venture Capital, para luego comenzar a retroceder y llegar a valores cercanos a cero entre mayo y junio de este año, coincidiendo nuevamente con la disminución en actividad de la industria de VC.

GRÁFICO N°6: ÍNDICE AJUSTADO DE CONDICIONES FINANCIERAS EN ESTADOS UNIDOS.



Fuente: Chicago FED.



### Efectos del retiro de estímulo en valoraciones de startups

Toda la explicación anterior del retiro de estímulo y aumento de los retornos exigidos a cada nivel de riesgo puede parecer muy teórica, por ello en esta sección mostramos en qué traduce lo anterior para los flujos exigidos a las nuevas startups que estén buscando el status de unicornio.

La Tabla N°1 tiene información de startups del área de Software que se abrieron hace pocos años al mercado. En el panel izquierdo están los ratios de valoración dividido en los ingresos de las startups<sup>3</sup> y en el derecho los ingresos que se le exigiría a una compañía con aquel ratio para convertirse en unicornio (valorización mayor a mil millones de dólares), es decir, dejamos fija la valoración a la que queremos llegar y vemos cuánto tienen que aumentar los ingresos para poder llegar a la meta, comparando esto entre el momento de mayor y menor estímulo (21 de octubre del 2021 y 22 de mayo del 2022).

CUADRO N°1: CAMBIO EN LOS FLUJOS EXIGIDOS PARA SER UN UNICORNIO EN EMPRESAS DE SOFTWARE AS A SERVICE

EMPRESAS:	Ratio valoración / ingresos			Flujos exigidos Unicornio (MM USD\$)		
	oct-21	may-22	Cambio	oct-21	may-22	Cambio
Salesforce	11,6	6,1	-47%	86,2	163,9	90%
Zoom	19,9	7,5	-62%	50,3	133,3	165%
Qualtrics	21,8	6,2	-72%	45,9	161,3	252%
Unity	36,9	9,1	-75%	27,1	110	305%

Fuente: SaaS Capital Index, SaaS Capital.

Se puede observar que, de las cuatro empresas seleccionadas, Salesforce fue la menos afectada, ya que era la empresa que estaba entregando retornos presentes más importantes relativo a los ingresos futuros o en otras palabras, su ratio valoración/ingresos era el más bajo. De todas maneras, el retiro la afectó y su ratio cayó de 11,6 a 6,1 o un 47%. Si nos ponemos en el caso hipotético de que una nueva startup, con el mismo perfil de ingresos que Salesforce, quiere optar a ser valorizada sobre los 1.000 millones de USD\$, tenemos que esta caída de 47% en el ratio, implica que para llegar a su meta los ingresos que debe conseguir son un 90% mayores hoy que lo que se le exigía en octubre.

La más afectada en la tabla fue la startup Unity, la cual, producto de la disminución del apetito por riesgo, registró una caída de su ratio de valoración / ingresos de 75%, lo que implica que una empresa con un perfil de ingresos similares que estuviera intentando recaudar fondos para llegar a ser un unicornio hoy debe mostrar que tiene ingresos de 110 millones de dólares, versus los 27,1 que se le exigía en octubre.

<sup>3</sup> Un ratio de 10 significa que estoy dispuesto a pagar 100 hoy por una compañía que está produciendo ingresos anuales de 10.



Obviamente hay muchos factores que influyen en las valoraciones de las firmas, en la misma tabla se puede ver cómo en octubre Salesforce tenía un ratio de 11,6 y Unity uno de 36,9, pero todas tienen en común que luego de que se restringieron las condiciones financieras tuvieron una caída en los ratios. La idea de este ejercicio es mostrar cómo, dejando fijo el proyecto o idea, el cambio en las condiciones de mercado está haciendo mucho más difícil recaudar los fondos necesarios para financiarla.

### CONCLUSIONES

Esta industria ha logrado que las buenas ideas logren financiamiento. Se puede decir que el Venture Capital ha sido la cuna de la mayoría de las grandes empresas que han surgido en los últimos 30 años, generando de paso un sistema global de innovación. Ejemplo de lo anterior es que múltiples startups de Chile han logrado levantar capital con éxito en Estados Unidos.

Actualmente, hay bastante incertidumbre sobre el futuro de la industria, pero siguiendo al veterano inversor de VCs David Sacks<sup>4</sup>, se pueden agrupar los escenarios posibles para la industria en tres casos principales:

1. Recesión leve: similar a lo vivido cuando partió el Coronavirus, se retiran los capitales durante algunos meses, las condiciones financieras mejoran y vuelve a fluir capital a la industria.
2. Recesión: un escenario similar al vivido posterior a la crisis de los años 2008-2009, alrededor de 18 meses en volver a crecer.
3. Invierno nuclear: un escenario similar a lo vivido entre los años 2000-2003, luego de la burbuja “.com”.

Algunos aspectos en los que hay más certeza es que el daño al sistema de Venture Capital dependerá bastante de la duración de la contracción en el crédito, no solo porque las empresas nuevas se les exija mayores flujos de caja (como mostramos en el ejercicio de la sección anterior), sino que también porque las startups que ya están en proceso fueron financiadas con ciertos modelos de negocio que a lo mejor no son capaces de entregar las nuevas rentabilidades exigidas. Esto puede llevar a su quiebra y a la de sus fondos respectivos, sobre todo si ya estaban en etapas cercanas a su apertura en bolsa, con inversiones altas.

Lo que suceda finalmente es claramente un continuo entre los escenarios, además no hay que olvidar que pueden ocurrir interacciones con otras situaciones en el resto de la economía (como por ejemplo: guerra en Ucrania, cambios regulatorios, etc.) que pueden alterar los resultados. De todas maneras, ya es claro que estamos viendo una contracción de la industria relativo a los niveles del 2021.

---

<sup>4</sup> Link al seminario donde presenta este análisis, además de una serie de consejos prácticos para las startups: [https://www.youtube.com/watch?v=xU0F8VZj\\_cY&t=2742s](https://www.youtube.com/watch?v=xU0F8VZj_cY&t=2742s)



Obviamente hay muchos factores que influyen en las valoraciones de las firmas, en la misma tabla se puede ver cómo en octubre Salesforce tenía un ratio de 11,6 y Unity uno de 36,9, pero todas tienen en común que luego de que se restringieron las condiciones una caída en los ratios. La idea de este ejercicio es mostrar cómo, dejando fijo el proyecto o idea, el cambio en las condiciones de mercado está haciendo mucho más difícil recaudar los fondos necesarios para financiarla.

### CONCLUSIONES

Esta industria ha logrado que las buenas ideas logren financiamiento suficiente. Se puede decir que el Venture Capital ha sido la cuna de la mayoría de las grandes empresas que han surgido en los últimos 30 años, generando de paso un sistema global de innovación. Ejemplo de lo anterior es que múltiples startups de Chile han logrado levantar capital con éxito en Estados Unidos.

Actualmente, hay bastante incertidumbre sobre el futuro de la industria, pero siguiendo al veterano inversor de VCs David Sacks<sup>4</sup>, se pueden agrupar los escenarios posibles para la industria en tres casos principales:

1. Recesión leve: similar a lo vivido cuando partió el Coronavirus, se retiran los capitales durante algunos meses, las condiciones financieras mejoran y vuelve a fluir capital a la industria.
2. Recesión: un escenario similar al vivido posterior a la crisis de los años 2008-2009, alrededor de 18 meses en volver a crecer.
3. Invierno nuclear: un escenario similar a lo vivido entre los años 2000-2003, luego de la burbuja “.com”.

Algunos aspectos en los que hay más certeza es que el daño al sistema de Venture Capital dependerá bastante de la duración de la contracción en el crédito, no solo porque las empresas nuevas se les exija mayores flujos de caja (como mostramos en el ejercicio de la sección anterior), sino que también porque las startups que ya están en proceso fueron financiadas con ciertos modelos de negocio que a lo mejor no son capaces de entregar las nuevas rentabilidades exigidas. Esto puede llevar a su quiebra y a la de sus fondos respectivos, sobre todo si ya estaban en etapas cercanas a su apertura en bolsa, con inversiones altas.

Lo que suceda finalmente es claramente un continuo entre los escenarios, además no hay que olvidar que pueden ocurrir interacciones con otras situaciones en el resto de la economía (como por ejemplo: guerra en Ucrania, cambios regulatorios, etc.) que pueden alterar los resultados. De todas maneras, ya es claro que estamos viendo una contracción de la industria relativo a los niveles del 2021.