



endeavor

EL CAMINO DEL VENTURE CAPITAL EN CHILE

CON EL
APOYO DE





Índice

03

LO QUE TIENES
QUE SABER
PREVIAMENTE

08

LA INDUSTRIA
DE CAPITAL
DE RIESGO
EN CHILE

20

MANEJO DE
UN EVENTO
DE LIQUIDEZ

29

CONCLUSIONES

31

GLOSARIO

33

BIBLIOGRAFÍA

Lo que tienes que saber previamente

¿QUÉ ES UN FONDO DE VENTURE CAPITAL?

El *venture capital* (VC) es un tipo de activo alternativo caracterizado por una alta relación riesgo-retorno. Los fondos de VC se nutren de compromisos de capital de inversionistas institucionales como fondos de pensiones, *endowments*, aseguradoras y *family offices*. Usualmente, tienen un periodo de inversión cercano a cinco años y una vida total de diez años (con posibles extensiones). Por esta razón, el capital invertido es ilíquido y los retornos sólo se materializan en el largo plazo.

En cuanto a la forma de generar retornos, existen tres mecanismos principales de salida. El más común es una salida a través de Fusiones y Adquisiciones (M&A), en la que otra empresa compra la compañía del portafolio. La segunda vía es la Oferta Pública Inicial (IPO), cuando la empresa comienza a transar en la bolsa. Finalmente, están las ventas secundarias (*secondaries*), en las que el fondo vende su participación a otro fondo o inversionista, sin que la empresa cambie necesariamente de control.

Los dos actores principales que dan vida al fondo son los Limited Partners y los General Partners.

LIMITED PARTNERS (LPS)

Son los inversionistas que aportan el capital del fondo y firman un *Limited Partnership Agreement* (LPA) con el VC. No se involucran en las decisiones de inversión, por tanto, no pueden instruir que el fondo invierta en una empresa específica. Esa restricción, es parte de la estructura legal (*limited partnership*) que les otorga protección y responsabilidad limitada.

GENERAL PARTNER (GP)

Es el gestor del fondo. Decide y ejecuta las inversiones, genera oportunidades, evalúa empresas, negocia los términos y condiciones de cada inversión y gestiona la cartera. Actúa como la capa de administración exigida por la ley, lo que permite a los LPs mantener sus protecciones al no dirigir inversiones específicas. En la jerarquía de firmas VC, los *Managing Directors* o *General Partners* son quienes toman las decisiones finales. En muchas ocasiones, los GP también invierten su capital personal en el fondo, para alinear sus intereses con los inversionistas.

En simple. Los LPs financian el fondo y los GPs lo administran.

¿CUÁL ES LA MATEMÁTICA BÁSICA DE UN FONDO DE VENTURE CAPITAL?

- Para un fondo *early-stage de venture capital* chileno de US\$20M que invierte en 20 empresas (promedio $\approx$ US\$1M por empresa), en un horizonte de diez años.
- El fondo pretende obtener una rentabilidad bruta de 3x (US\$60M), lo que representa algo cercano a una rentabilidad neta de 2,4x (US\$48M). Esto que genera una Tasa Interna de Retorno (TIR) bruta de 10%-12% (vs. 8-10% neta) en función de la temporalidad de los flujos de caja. La distribución esperada de los resultados es: 1/3 de pérdidas (siete empresas con rentabilidades 0x), 1/3 de reembolsos (siete empresas con rentabilidades 1x), 1/3 de éxitos (seis empresas con rentabilidades significativas).
- La expectativa es que dentro de las seis empresas exitosas, al menos una sea un *fund returner* (es decir, una compañía cuya salida por sí sola devuelva el total del fondo). Las otras cinco se consideran *salidas significativas*, entendidas como empresas que, en conjunto, aportan retornos suficientes para alcanzar la rentabilidad bruta objetivo de 3x. En términos simples, cada salida significativa debería generar al menos un tercio del valor del fondo, de modo que entre todas sostienen la rentabilidad global esperada.

¿CÓMO GANAN DINERO LOS GESTORES DEL FONDO DE VENTURE CAPITAL?

Un fondo de VC se financia y genera utilidad principalmente de dos formas. Primero, cobra un *management fee*, típicamente 2% anual sobre el tamaño comprometido del fondo (siguiendo con el ejemplo anterior, US\$4M en 10 años), que funciona como ingreso fijo para cubrir gastos operativos, como salarios, *due diligence* y oficina; segundo, obtiene el *carried interest* (*carry*), normalmente el 20% de las ganancias que queden una vez que los inversionistas (LPs) hayan recuperado el capital aportado, y en muchos casos, superado un *hurdle rate*¹ mínimo de rentabilidad. Mientras el *management fee* asegura la operación del fondo, el verdadero *upside* económico para los socios del VC proviene del *carry*, dado que, si el portafolio tiene grandes éxitos y distribuye retornos sustanciales, el fondo participa directamente de esas utilidades, capturando una porción significativa del valor creado.

A modo de ejemplo, si un fondo chileno adquiere 20% de una empresa por US\$1M y en las siguientes rondas se diluye a un 15%, para considerarla una salida significativa el valor de venta de la empresa debe ser de US\$44M (consiguiendo un retorno para el fondo de US\$6,6M). Por otro lado, con el mismo 15% de propiedad sobre la empresa, para considerarse un *fund returner* la compañía debe venderse a US\$133M (obteniendo US\$20M de retorno para el fondo). Como se puede ver, a medida que disminuye la participación del fondo en la empresa, mayor debe ser el precio de venta para cumplir la premisa del retorno esperado².

¹ Es la rentabilidad mínima (expresada normalmente como TIR anual acumulada) que un fondo debe generar y distribuir a sus LPs antes de que los gestores empiecen a cobrar el "carry".

² Respecto de una salida significativa, si la participación final baja al 10%, el mismo retorno exigiría un exit de 66 M US\$; si sube a 20%, bastaría 33 M US\$. La sensibilidad a la dilución es clave para validar la tesis de retorno.

En este sentido, una compañía que busca levantar capital con un VC debe tener en cuenta que **el negocio del VC no define su éxito minimizando sus errores, sino que maximizando sus aciertos, por ende³:**

1. El VC necesita grandes salidas: Los VC deben alcanzar, como mínimo, su *hurdle rate* (usualmente entre 7 y 10%) y, además, compensar las múltiples inversiones fallidas inherentes a un portafolio de empresas. Por esto, el fundador tiene que demostrar que el potencial de su empresa puede generar un retorno extraordinario.

2. El VC necesita una participación significativa: El negocio del VC se basa en pocos grandes aciertos. Si el fondo posee una fracción accionaria reducida en un buen acierto, el retorno no basta para “devolver el fondo” ni generar el *carry*. Los fondos *seed* suelen exigir al menos un 10% de propiedad, y los fondos de Serie A apuntan a un 20%. No es coincidencia; es la lógica de su modelo, ya que sin ese umbral de participación, ni siquiera la mejor compañía alcanzará a generar el múltiplo necesario para retornar parte importante del fondo.

¿CUÁNDO SE GENERAN RENDIMIENTOS EN UN FONDO DE VC?

Obtener retornos en un modelo de inversión de venture capital es extremadamente difícil. Tan difícil como encontrar empresas que generen un *fund returner* para el fondo, es encontrar fondos que tengan consistencia en el tiempo para entregar retornos a sus inversionistas. Esto ocurre principalmente por dos razones: primero, porque es un juego a largo plazo; y segundo, porque está cargado de incertidumbre. Si el fondo tiene un horizonte de diez años de vida, probablemente en los últimos cuatro se observen salidas y, por tanto, los retornos de capital. Si las salidas no llegan bajo la premisa inicial, el rendimiento del fondo se comienza a mermar sustancialmente.

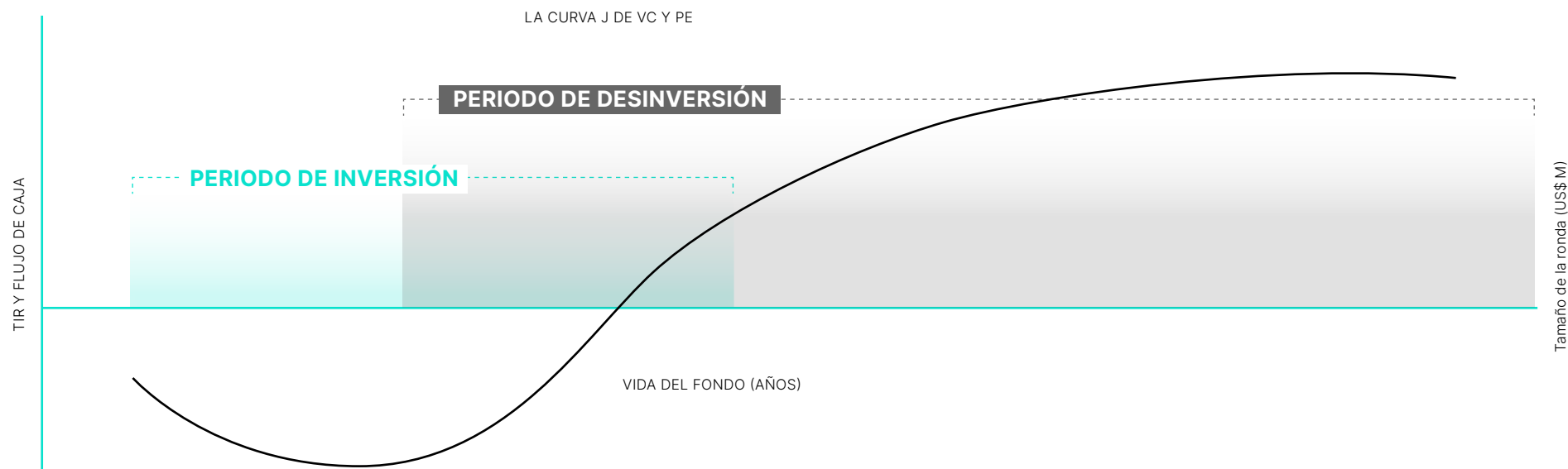
Una forma clásica de entender este modelo es utilizando la “curva J”. Durante los primeros años, en la etapa de inversión, las métricas del fondo suelen ser negativas, ya que las comisiones de adminis-

tración y los gastos propios del fondo comienzan a devengarse. Solo cuando las empresas del portafolio maduran y llegan las salidas, la curva se endereza y los retornos se aceleran, generando la pendiente positiva que completa la “J”. Sin embargo, si las condiciones de mercado cambian, las valorizaciones de las compañías disminuyen o las salidas se atrasan, el tramo negativo de la curva se profundiza y alarga, reduciendo la rentabilidad neta del fondo.

Por eso, en la gestión de un vehículo de venture capital no basta con encontrar una empresa ganadora; se requiere también una gestión activa que acorte el valle de la “curva J”. Por lo tanto, desplegar capital de forma escalonada, habilitar co-inversiones o ventas secundarias para dar liquidez temprana, y acompañar operativamente a las startups para alcanzar hitos que habiliten salidas en plazos competitivos, son condiciones necesarias de la gestión de un buen GP.

³ Esta es una adaptación de “The non-obvious guide to fundraising” de NFX.

GRÁFICO 1 Curva J de VC



Entendiendo esta dinámica, un LP de un fondo de VC va tener siempre en cuenta el *Distributed to Paid-In capital* (DPI) del fondo. Es decir, la cantidad de efectivo devuelto a los inversionistas en relación al capital aportado. Esta medida, es importante para los inversionistas, dado que representa la rentabilidad real del capital invertido, una vez deducidas las comisiones y gastos.

En una industria orientada al largo plazo y con alta incertidumbre, se espera que el DPI sea cero durante los primeros años del fondo y que, al acercarse el plazo de cierre establecido, comience a aumentar hasta recuperar el capital invertido ($DPI = 1,0$) y eventualmente, generar los retornos esperados sobre ese capital ($DPI > 1,0$). En este sentido, el DPI de un fondo que sigue invirtiendo o madurando sus compañías muestra el estado actual de sus distribuciones de capital, pero no determina su rendimiento futuro ni el retorno consolidado al cierre del fondo. Esto adquiere especial relevancia al observar los retornos de los fondos más recientes.

¿QUÉ RENDIMIENTOS SE PUEDEN ESPERAR EN UN FONDO DE VC?

La expectativa de retorno para un fondo de venture capital (VC) a diez años es una TIR anualizada del 11,5%. No obstante, los resultados varían significativamente según el gestor del fondo. Por ejemplo, un gestor ubicado en el cuartil superior puede alcanzar retornos del 20%, mientras que uno en el decil superior puede llegar hasta un 31% (Pitchbook, 2025). Esta dispersión de resultados también está influenciada por el año en que se lanza el fondo, especialmente en el escenario actual en que las valorizaciones de las compañías se han ajustado a la baja.

Según un análisis de Carta (2025) a los fondos más jóvenes les está tomando más tiempo retornar capital a sus LPs. Considerando una muestra de 1.700 fondos de capital de riesgo estadounidenses, si se compara al quinto año de vida, sólo el 37% de los fondos con año de lanzamiento 2019 había efectuado distribuciones de capital, frente al 72% correspondiente al año 2017.

Este fenómeno se debe, en parte, a que los fondos más jóvenes han atravesado el periodo de ajuste de mercado más importante de la última década, lo que ha generado menor liquidez y menor apetito por riesgo. Como consecuencia, su capacidad de retornar capital a sus inversionistas se ha visto rezagada en comparación con fondos que comenzaron antes y que decidieron liquidar sus portafolios en condiciones óptimas, como las observadas entre 2021 y 2022.

En Brasil, el mayor mercado de VC latinoamericano, los fondos con más de diez años de antigüedad exhiben una TIR media de 15,6%, un DPI medio de 2,1x y el 62% de los fondos con esa antigüedad ya devolvió al menos el capital comprometido (Spectra Investments, 2022). Cabe destacar que, los resultados también están condicionados por el año de lanzamiento de los fondos. En la métrica de los fondos brasileños no se consideran los resultados de los fondos con año de lanzamiento superior a 2012. Por lo tanto, la historia reciente no está considerada en este análisis.

La industria de capital de riesgo en Chile

La historia del capital de riesgo en Chile no puede entenderse sin el rol protagónico de la Corporación de Fomento de la Producción (Corfo). Desde sus inicios, la agencia ha sido el principal impulsor del desarrollo de esta industria, diseñando instrumentos financieros que han permitido a los fondos iniciar una industria orientada a emprendimiento dinámicos.

Esta sección aborda el funcionamiento de ese engranaje institucional, los ajustes que ha tenido con el paso del tiempo y los desafíos que enfrenta en su búsqueda por fortalecer un ecosistema en desarrollo.

¿CÓMO FUNCIONA EL ENGRANAJE DE CORFO?

Desde 1997, CORFO opera como prestamista de largo plazo para gestoras privadas de fondos. Durante 2023 y 2024 perfeccionó sus programas para alinearlos mejor con la lógica del *venture capital* y reforzar la gestión de riesgo. Dentro de las modificaciones, subió los rangos de las líneas de crédito, redujo el apalancamiento máximo, extendió el vencimiento del crédito hasta 15 años, eliminó el tope para invertir en empresas chilenas con aportes provenientes del extranjero, endureció causales de incumplimiento y sanciones y elevó requisitos de gobernanza. Estas medidas reducen la exposición fiscal sin anular el efecto palanca en escenarios de buenas salidas, habilitando fondos más grandes y de mayor duración.

En la práctica, el esquema opera como deuda senior del fondo, es decir, un crédito con prioridad de pago sobre otras deudas del vehículo y sobre el capital de los aportantes. **Por lo tanto, Corfo aprueba una línea de crédito; el fondo invierte en empresas que luego se venden y, al final, el crédito se paga en una sola cuota con los recursos del fondo.** Si esos recursos son insuficientes, Corfo debe ejercer acciones legales de cobro. Sólo una vez satisfecha la deuda se distribuyen remanentes a los aportantes privados. En consecuencia, el apalancamiento amplifica tanto los retornos en casos de éxito como las pérdidas cuando las salidas no se materializan.



MARCO REGULATORIO

Al trazar su historia, se observa que la industria nace a finales de la década de los noventa debido a modificaciones legales y programas de incentivo originados a partir de los ochenta y acumulados durante los años siguientes (CAF, 2012; BID, 2022; ACAFI, 2018; Calderon, 2012). Particularmente, durante los ochenta y noventa se moderniza el marco legal de valores y sociedades anónimas y se crea la figura de los fondos de inversión. Esto permitió canalizar ahorro hacia vehículos administrados profesionalmente y bajo supervisión. Dicho período instaló la infraestructura institucional y regulatoria sobre la que, más adelante, se apoyaría el desarrollo de la industria de VC.

En los 2000, la Ley de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y la primera Reforma al Mercado de Capitales (MKI) profundizaron el mercado e incentivaron la formación de fondos de inversión privados. En 2007, se produce con la Modernización del Mercado de Capitales II (MKII)⁴, concebida para impulsar la industria de

capital de riesgo. La MKII marcó el giro explícito “pro-VC”; introdujeron incentivos y ajustes tributarios, se facilitó financiamiento a compañías pequeñas y se mejoraron las reglas de competencia y regulación. Además, se habilitaron garantías de deuda para fondos, reduciendo el costo de capital. La MKIII (2010) siguió con liquidez, integración y estandarización del mercado; su efecto en fondos de inversión fue indirecto pero consolidó el entorno para emisores e intermediarios.

Posteriormente, la promulgación de la Ley Única de Fondos (2014) ordenó el marco de administración, eliminó asimetrías y ajustó el tratamiento a inversionistas extranjeros, avances clave para profesionalizar la industria. En 2017, el nuevo régimen de inversiones permitió a las AFP invertir en activos alternativos⁵, tanto de manera directa como indirectamente a través de fondos. Sin embargo, en la actualidad esto no se ha traducido en inversiones institucionales directas en fondos chilenos de venture capital.

⁴ Esta reforma, crea la Sociedad por Acciones (SpA), un tipo societario flexible que facilita rondas, cap tables dinámicos y pactos de accionistas. Además, instala incentivos tributarios específicos como exención de ganancia de capital en acciones de empresas de capital de riesgo y traspaso del beneficio a los tenedores de cuotas. Finalmente, flexibiliza la Ley 18.815, elevando el techo de endeudamiento (hasta 100% vía reglamento) y eliminando la distribución obligatoria del 30% de utilidades, algo crucial en una clase de activo ilíquida y de retornos tardíos como el VC.

⁵ Resoluciones N°87 y N°88.

La historia del capital de riesgo en Chile puede dividirse en dos grandes ciclos.

El primero, de génesis y exploración, se extiende entre

1997

2010

Y se caracteriza por iniciativas de fomento que comenzaron a trazar el camino hacia un **ecosistema de emprendimiento más sofisticado y diverso**. A pesar de contar con marcos regulatorios adecuados, la consolidación de un mercado robusto de *venture capital* y su profesionalización no ocurrieron de forma inmediata.

Recién en el segundo ciclo, desde

2010

HASTA LA
ACTUALIDAD

El país entra en una etapa de **crecimiento y proyección global**.

Esta evolución responde a una combinación de factores. **Si bien las instituciones formales -como leyes, regulaciones e incentivos- fueron una condición necesaria, no resultaron suficientes para generar un ecosistema dinámico.** Tal como mencionan Bustamante, Mingo y Matusik (2021), **los avances más significativos se produjeron cuando esta arquitectura formal se complementa con cambios culturales** que legitiman el emprendimiento dinámico, ampliando así la base de fundadores con ambición y capacidad para liderar proyectos innovadores.

GÉNESIS Y EXPLORACIÓN

El primer ciclo de la historia del capital de riesgo (1997-2010)

Los primeros esfuerzos de Corfo por atraer inversiones de capital de riesgo en empresas dinámicas comenzaron en 1997 con el **Programa de Financiamiento a los Fondos de Inversión (F1)**. Esta línea otorgaba apalancamiento por una vez el capital y estuvo vigente siete años, entregó financiamiento a cinco fondos que invirtieron en total US\$81,1 millones en 39 empresas.

Por el lado de CORFO, los créditos otorgados en la línea F1 fueron devueltos en su totalidad, con un retorno promedio de 1,1 veces su inversión. Desde la perspectiva de los aportantes privados de los fondos, no es posible saber con exactitud qué resultados obtuvieron. No obstante, un estudio de Dufeu et al. (2023) obtuvo que el ROA bruto⁶ promedio de la línea F1 fue de -4%, lo que sugiere que algunos fondos no lograron retornar utilidades a sus aportantes⁷.

Poco después, en 2005, se creó el Programa de Financiamiento a Fondos de Inversión para el Fomento del Capital de Riesgo (F2). Esta línea permite apalancar hasta tres veces el aporte privado de los fondos. Con esto, CORFO ponía a disposición más capital que en la línea anterior y, por cierto, aumentaba el riesgo que podían asumir los fondos. Los cinco fondos suscritos ejecutaron la relación deuda-capital de 3:1. No obstante, considerando que la palanca fue mucho mayor que en el programa anterior, el monto total invertido aumentó sólo un 19,5%, desplegando inversiones por US\$97 millones, invertidos en 29 empresas.

En el caso de CORFO los resultados también fueron positivos con la línea F2, ya que en promedio obtuvo un múltiplo de 1,2x. Respecto del retorno para los aportantes privados de los fondos, el estudio de Dufeu et al. (2023) calculó un ROA bruto promedio de 4,7%⁸. Esto indica que, en términos agregados, los aportantes privados lograron obtener utilidades de su participación en los fondos. Sin embargo, es importante mencionar que el promedio está condicionado por un solo fondo que obtuvo resultados excepcionales frente al resto.

La línea F3, la última de esta generación, cerró el primer ciclo de la industria de capital de riesgo. Comenzó en 2006 y, hasta la fecha, es **la línea que más capital ha desplegado en la historia de estos programas.** Permitiendo, bajo ciertas condiciones, una palanca 3:1, la cual será ejecutada por la mitad de los fondos del programa. En total, la línea F3 suma US\$372,6 millones invertidos en 95 empresas a través de 17 fondos de inversión. En comparación con la línea F2, los montos invertidos aumentaron en un 284% y suscriben el instrumento tres veces más fondos.

Cabe señalar que la mayoría de los fondos de esta primera generación no operaron como vehículos de *venture capital*, sino más bien como vehículos de *private equity* (PE). Esto se explica, en parte, por la inmadurez de la industria y la escasez de empresas tecnológicas en el país. En esos años, todavía no existía Start-Up Chile ni *managers* con *track-record* en la industria, por lo que las inversiones se dirigían

⁶ Medido en dólares.

⁷ En la línea F1 se analizaron tres de cinco fondos disponibles.

⁸ En la línea F2 se analizaron tres de cinco fondos disponibles.

frecuentemente a negocios tradicionales, maduros y con activos tangibles. Tal como señalan Bustamante, Mingo y Matusik (2021), los instrumentos de fomento no establecieron requisitos de orientación tecnológica, lo que condujo a que los fondos se concentraran en oportunidades de bajo riesgo en lugar de startups innovadoras.

Las primeras administradoras reconocidas por sus pares como fondos puramente de *venture capital*, que invirtieron en empresas tecnológicas utilizando términos legales propios de las industrias VC más desarrolladas, fueron: **Austral Capital (*vintage* 2008)** y **Aurus Capital (*vintage* 2010)**. En el caso de Aurus Capital, constituyeron dos fondos bajo la línea F3: Aurus Bios y Aurus Tecnología. Cada uno invirtió cerca de US\$30M con una palanca 3x de CORFO. En el caso de Austral Capital, el fondo del mismo nombre invirtió casi US\$40M con la palanca 3x de CORFO.

El primer ciclo se cierra con la aparición de estos primeros fondos de *venture capital*. De allí en adelante, con la conformación de las nuevas líneas de CORFO, aparecerán una gran cantidad de fondos nuevos e incluso fondos regionales, lo que combinado con la profesionalización de las compañías y el desarrollo de la cultura emprendedora, irán conformando el desarrollo del ecosistema de empresas dinámicas en Chile.



CRECIMIENTO Y PROYECCIÓN GLOBAL

El segundo ciclo de la historia del capital de riesgo (2010-2025)

Alrededor de 2010 se produjo un punto de inflexión en el ecosistema emprendedor chileno. La creación de Start-Up Chile se transformó en un catalizador cultural clave para el desarrollo de una mentalidad emprendedora. Este programa público atrajo a emprendedores extranjeros con el objetivo de fomentar una visión de negocios global entre los emprendedores locales, impulsando así la creación de más y mejores startups.

En años anteriores, la oferta de capital con apoyo público había sido robusta. Sin embargo, lo que comenzaba a consolidarse en esta nueva etapa era la legitimación social del emprendimiento tecnológico, que dejó de ser una rareza para convertirse en una opción profesional válida y valorada.

A partir de la experiencia acumulada con los programas de primera generación, CORFO reorganizó la oferta de las líneas de financiamiento para fondos de *venture capital*. El objetivo era cubrir todo el ciclo de vida de una startup, desde la validación temprana hasta su expansión internacional, atrayendo capital privado que, de otro modo, no asumiría ese nivel de riesgo en un ecosistema aún en formación.

Así, en 2012 surgieron los programas Fondos de Etapas Tempranas (FT) y Fondo Desarrollo y Crecimiento (FC), y en 2015, los Fondos de Etapas Tempranas Tecnológicas (FET). Estos nuevos instrumentos exigieron un mayor orden y rigor a los fondos, incorporando fichas de negocio detalladas para cada inversión y auditorías anuales, lo que contribuyó a la profesionalización de las administradoras.

La implementación de estos programas marcó un hito tanto a nivel institucional como cultural. Por un lado, comenzaron a instalarse fondos de *venture capital* con estilos de inversión más alineados a los de ecosistemas desarrollados. Por otro, aumentó significativamente la cantidad y calidad de startups que nacían con una visión global desde sus inicios, impulsadas por la necesidad de escalar más allá del mercado chileno.

Este nuevo escenario propició la aparición de fondos con características distintivas. Algunos fueron liderados por fundadores de startups que habían logrado vender sus empresas; otros, por managers profesionales formados en el extranjero. También surgieron fondos regionales que decidieron instalarse en Chile bajo las condiciones ofrecidas por CORFO. Entre los nombres más destacados se encuentran NXTP Labs, Genesis, Nazca, Alaya, Alerce, Manutara, Devlabs, ChileGlobal Ventures, Invexor, Fen Ventures, Dadneo, Taram, Chile-Ventures y WeBoost, entre otros.

Una parte importante de estos fondos se acogió a la línea FT de CORFO. A través de este programa, 26 fondos han invertido US\$248M en 241 empresas en etapas tempranas. Le sigue la línea FC, con siete fondos que han destinado US\$243M a 34 empresas. Finalmente, la línea FET ha canalizado US\$54M en cinco fondos, financiando a un total de 96 empresas.

Hasta la fecha, aún no se conocen los rendimientos consolidados de los fondos de *venture capital* pertenecientes a este ciclo.



El único fondo que ha cerrado oficialmente su compromiso con CORFO es Manutara I, perteneciente a la línea FET. **Este fondo invirtió cerca de US\$9M en 16 empresas, generando para CORFO una TIR del 5,8% y un múltiplo de retorno de 1,28x sobre la línea de crédito pactada. El desempeño de Manutara I ha demostrado que los fondos de VC chilenos pueden generar retornos atractivos para sus LPs.**

Esta es una señal positiva para la industria chilena de VC. Sin embargo, para que el ecosistema logre consolidarse resulta fundamental que los mismos gestores construyan un *track record* sostenido con más de un fondo. Un único vehículo exitoso puede deberse a condiciones coyunturales; en cambio, son los resultados consistentes en una segunda y tercera generación los que validan la capacidad del manager para identificar y acompañar empresas de forma sistemática. Generando un impacto a largo plazo que intensifique el desarrollo de empresas dinámicas.

¿CUÁL ES EL ESTADO ACTUAL DE LAS RONDAS DE VC?

A nivel global, tras el ciclo de inversiones sin precedentes de 2021 (el año con mayor despliegue de capital en la historia reciente del *venture capital*), el flujo de inversión se contrajo hasta niveles similares a los de 2017. En este nuevo contexto, el mercado entró en un ajuste severo por las alzas de tasas (la Fed subió tipos de interés siete veces en 2022), el cierre de la ventana de IPOs y el desplazamiento de la atención hacia la inteligencia artificial (IA). Durante 2024, la IA concentró el 37% del monto total invertido en VC, tendencia que continuó en el primer trimestre de 2025 (CB Insights, 2025). Este ajuste generó que un gran número de compañías con valorizaciones muy elevadas tuvieran dificultades para levantar nuevas rondas y comenzaran a despedir personal.

Las dificultades para levantar capital también afectaron a los gestores. Quienes lanzaron su primer vehículo entre 2021 y 2023 enfrentan un problema de temporalidad: deben salir a levantar su Fondo II en un contexto de escasez de salidas y tasas elevadas. Además, quienes invirtieron en múltiples altos en 2021 se vieron golpeados por las revalorizaciones a la baja, afectando los resultados del fondo. Con LPs más exigentes y el capital concentrado en IA, levantar un segundo fondo pondrá a prueba a los 85 gestores que levantaron fondos por primera vez en la región (Cuantico, 2025).

En cuanto a América Latina, CB Insights (2025) indica que la región sigue representando el 2% de las transacciones globales. En este contexto, la inversión se estabilizó en torno a los US\$4,5 mil millones en 2024, lo que representa un aumento interanual del 8%. Sin embargo, este desempeño contrasta con el auge registrado en el año 2021, cuando la inversión pasó de US\$4 a US\$16 mil millones. Durante este período de ajuste, la distribución del capital entre países

se mantuvo constante, con Brasil y México concentrando el 70% de la inversión a nivel regional y Chile recibiendo el 4% (LAVCA, 2025).

En términos de rondas, el *early stage* sigue siendo la categoría más activa, concentrando ocho de cada diez transacciones en la región (CB Insights, 2025). La ronda mediana de Serie *Seed* se estabilizó en US\$500 mil y la Serie A en US\$10M. Por el contrario, las rondas de crecimiento disminuyeron su ticket mediano a US\$25,5M, un 30% de caída respecto del año anterior (LAVCA, 2025). Estos datos reflejan que los inversionistas de la región están siendo más cautelosos y selectivos al asignar capital.

En Chile también se observó un gran ajuste. En 2024, la inversión cayó 65% en comparación con 2023 y totalizó US\$311M invertidos (ACVC, 2025). La contracción se explicó más por el tamaño de los tickets que por la cantidad de operaciones. Muchos fondos priorizaron hacer *follow-ons* selectivos, reduciendo la emisión de nuevos cheques y, con ello, el promedio por ronda. El impacto se concentró en compañías en crecimiento. El capital invertido en esta etapa sumó cerca de US\$100M, seis veces menos que el año anterior.

La Figura 2, muestra el registro histórico de todas las rondas levantadas por startups chilenas, clasificadas en tres etapas: *seed*, *early* y *later stage*.

Como se observa en la Figura 2, el ecosistema chileno mantiene un flujo sólido de startups en etapas tempranas, *pre-seed* y *seed*, que logran levantar capital. Esto se debe, por un lado, a que la mayoría de los fondos locales se enfocan en este segmento, y por otro, a la maduración del entorno emprendedor, que ha logrado

generar condiciones favorables para el surgimiento constante de nuevas empresas.

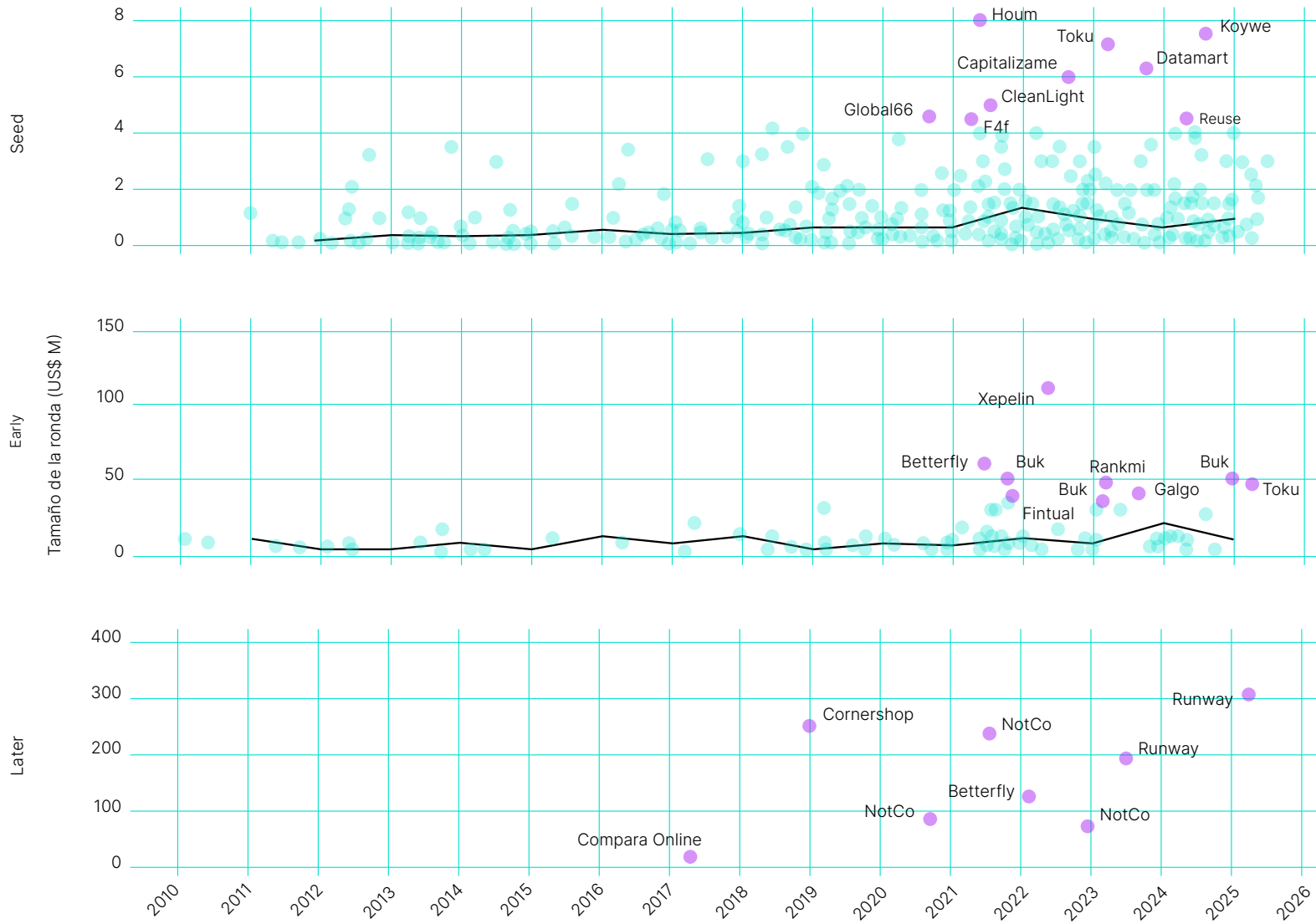
Sin embargo, al avanzar hacia las rondas *early stage* (Series A y B), el número de compañías se reduce considerablemente. Esta disminución responde a la dificultad de levantar una ronda de este tamaño sin antes internacionalizar la compañía. Difícilmente un fondo va adquirir participación en una startup chilena sin antes visualizar su expansión a otros mercados. Por ello, solo algunas de las empresas más prometedoras acceden a este segmento, como lo demostraron recientemente Buk y Tokú. Además, es relevante considerar que, por el tamaño de estas rondas, los fondos chilenos no son capaces de participar, salvo contadas excepciones, lo que obliga a las startups a recurrir principalmente a capital internacional.

El segmento *later stage*, orientado a compañías con escala global (Serie C en adelante), es el más afectado por el ajuste de la industria. En Chile, son pocas las startups que han alcanzado el tamaño y los resultados necesarios para atraer capital internacional en etapas avanzadas. No fue sino hasta 2017 que comenzaron a aparecer algunos casos destacados, como ComparaOnline, y el icónico caso de Cornershop en 2019. Desde entonces, el ecosistema chileno ha tenido únicamente tres compañías más en este segmento: NotCo y Betterfly, creadas en Chile y Runway, fue fundada por chilenos en Nueva York.



FIGURA 2: Rondas de startups chilenas invertidas por VC

Línea: mediana anual (excluyendo Later)



Fuente: Elaboración propia con datos de Pitchbook y Endeavor Research, el registro contempla hasta el 12-08-25.

En definitiva, levantar capital es en muchos casos la antesala natural de un evento de liquidez. Este proceso permite al fondo materializar retornos y responder ante sus LPs, al mismo tiempo que devuelve capital y reputación al ecosistema. A su vez, permite que los fundadores reinviertan su experiencia y recursos como ángeles, mentores o nuevos gestores, generando el efecto multiplicador que fortalece la industria.

EVENTOS DE LIQUIDEZ DEL ECOSISTEMA

Desde 2021, el número de *exits* en América Latina ha disminuido de forma sostenida. En 2024 se registraron 79 salidas de startups financiadas por VC, casi 30% menos que en 2021, reflejo de la contracción de los mercados de M&A e IPO (Cuantico, 2025). Este contexto ha empujado a las compañías a permanecer privadas por más tiempo, priorizando la rentabilidad y asegurando su sostenibilidad financiera a largo plazo.

La Figura 3, muestra el número anual de *exits* de startups chilenas. Para este análisis, entendemos por startup una empresa emergente -típicamente de base tecnológica- que se caracteriza por su alto potencial de crecimiento y su búsqueda de innovación y escalabilidad. Definimos *exit* como (i) una operación de M&A, es decir, la venta total o parcial de la propiedad a un tercero; o (ii) una salida a bolsa (IPO), en particular aquellas reportadas en el mercado local a través de ScaleX. La inclusión no depende del origen del financiamiento, se consideran tanto compañías respaldadas por venture capital como autofinanciadas.

Entre 2010 y 2018, no hubo más de tres *exits* promedio anuales, claro reflejo de un ecosistema en sus primeras etapas. Estos prime-

Con esto en mente, a continuación observamos el estado actual de los eventos de liquidez y las salidas que se han generado en el ecosistema en los últimos años.

ros casos —Atakama Labs, Clandescuento, QueHambre y FayerWayer, entre otros— mostraron que desde Chile se podían construir startups tecnológicas que se vendieran a compañías globales. Esos primeros *deals* inspiraron a otros, creando referentes, fortaleciendo redes entre *founders*, y creando una primera camada de emprendedores que luego invirtieron, asesoraron y fundaron nuevas compañías. En un ecosistema incipiente, esos ejemplos son una hoja de ruta para la siguiente generación.

En 2021 y 2022 se registraron 17 eventos de liquidez por año -casi el triple que en 2020- y, desde 2019, Chile promedia 11 *exits* anuales. Este salto coincide con la entrada masiva de capital extranjero a América Latina y la resignificación de la región como *asset class*. Más aún en un ciclo económico de tasas históricamente bajas y abundante liquidez, lo que profundizó el mercado de capitales y abrió ventanas para M&A.

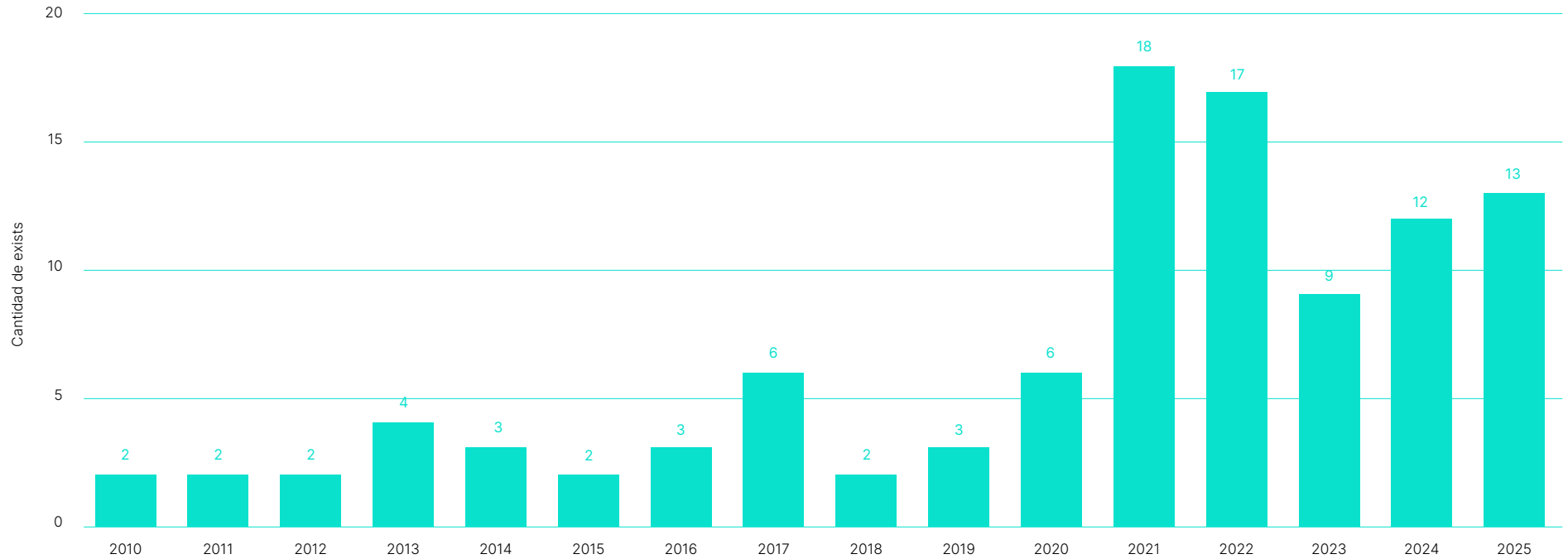
En ese contexto, el mayor exit del ecosistema chileno se produjo en 2021, cuando Cornershop fue adquirida por Uber por US\$3.000 millones. Para cuantificar la magnitud de este evento de liquidez, la valorización de Cornershop al momento de la venta la ubicaría



dentro de las veinte empresas más valiosas de Chile actualmente⁹.

A nivel global, no deja de sorprender la envergadura del *exit*, considerando que dentro del portfolio de Endeavor Catalyst -uno de los VC más diversificados del mundo- es la empresa que ha conseguido el mayor múltiplo del fondo en la historia. Este hito demostró que desde Chile es posible construir startups de clase mundial.

⁹ Utilizando el *market cap* de las empresas listadas en la Bolsa de Santiago, Cornershop se ubica en la 18° posición.

FIGURA 3: Cantidad de *exits* de startups chilenas por año**EXITS DE STARTUPS CHILENAS POR AÑO**

Fuente: Elaboración propia con datos de Pitchbook y Endeavor Research, registro contempla hasta el 12-08-25.

Otro dato relevante es que, entre 2021 a 2025, en promedio el 30% de las salidas provino de adquisiciones realizadas por otras startups chilenas. Antes de 2020 este fenómeno era prácticamente inexistente, pero en 2021 alcanzó un 39%, en 2022 llegó a 41% y, en lo que va de 2025, marca un 31%. En este sentido, las startups que han levantado rondas previamente o que disponen de capital para invertir se han transformado en un actor relevante dentro del mercado de salidas. Entre las principales destacan Buk, con cinco adquisiciones; seguida por Betterfly y Colegium, con tres cada una; y finalmente Medismart y Capitalizarme, con dos adquisiciones respectivamente.

Una parte significativa de estas operaciones se concretó cuando las startups adquiridas aún se encontraban en etapas tempranas de desarrollo. Esto demuestra que es posible consolidar tecnología y generar valor dentro del ecosistema emprendedor chileno. Es lo que Endeavor denomina el *efecto multiplicador*: emprendedores que invierten, apoyan y aceleran el crecimiento de nuevas startups como forma de retribuir al ecosistema la experiencia adquirida. Este círculo virtuoso se convertirá en la clave del desarrollo de nuevas startups en el futuro.

Manejo de un Evento de Liquidez

Dado que el ecosistema actual atraviesa un proceso de reorganización, marcado por nuevas expectativas de crecimiento y potenciales salidas, resulta crucial contar con una guía que oriente a los emprendedores frente a escenarios de liquidez.

Aunque este tipo de transacciones representa una oportunidad para capturar valor y materializar años de trabajo, es importante entender que recibir una oferta de salida es solo el inicio de un proceso complejo. A partir de ese momento, se desencadenan varias etapas que incluyen la negociación de términos, la definición de los mecanismos de venta y, sobre todo, la distribución del valor entre los distintos actores de la sociedad.

Con este objetivo, presentamos a continuación un **caso de estudio desarrollado por nuestro partner DLA Piper, que simula un evento de liquidez en una startup chilena.** El análisis se enfoca en los principales aspectos que deben considerar los fundadores y el directorio al evaluar un *term sheet* de salida, inspirado en situaciones reales del mercado.



CASO DE ESTUDIO

Imaginemos una scaleup que comercializa un SaaS B2B, con 8 años de existencia, 35 empleados, operaciones en Chile y México y un ARR aproximado de US\$5M, a la cual llamaremos Innovación SpA. La sociedad tiene deudas operacionales con bancos por la suma de US\$3M.

Esta empresa recibió una carta de intención de una empresa extranjera Innova Tech, Inc., apalancado por un conocido fondo de inversión de private equity, para adquirir el 100% de las acciones de Innovación SpA por una valorización cercana a los US\$30M. La empresa ha contactado asesores legales y financieros para ayudar-

los en la transacción, los cuales han estimado que sus honorarios serán de aproximadamente US\$1M.

Para mantener el ejemplo simple, Innovación SpA tendrá su vehículo holding en Chile, aunque podría estar constituida en el extranjero, como es usual para emprendimientos chilenos que han tenido rondas de financiamiento con inversionistas extranjeros.

El cap table de Innovación SpA se encuentra conformado de la siguiente manera:

1. Los fundadores, Nicolás y Valentina, tienen un 60% de las acciones de la sociedad, todas de clase ordinaria o común, es decir, sin ninguna preferencia o derecho especial.
2. Un 5% de las acciones corresponde a inversionistas ángeles, familia y amigos que invirtieron al comienzo de la empresa, también con acciones comunes.
3. Un 10% del cap table son opciones de empleados, las cuales se encuentran íntegramente devengadas y suscritas al momento de recibir la oferta.
4. El restante 25% se encuentra en manos de un fondo de inversión privado chileno denominado FIP Andes, que participa de la sociedad luego de haber invertido US\$5M en la Serie A, con una valorización *post-money* de US\$20M.

Además, existen dos notas convertibles con el family office Capitalino & Cía. que se encuentran vigentes producto de una ronda *bridge* posterior a la Serie A, por un total de US\$2M y con un CAP *post-money* de US\$25M.

La oferta contempla un precio en efectivo, con un pago inicial de US\$25M y US\$5M a dos años, sujeto al cumplimiento de ciertas metas comerciales del negocio (el conocido *earn-out*). El estándar en este tipo de transacciones es que la fórmula del precio asume que la compañía se vende sin deuda y sin caja (lo que se conoce como *cash free, debt free*). El comprador ha ofrecido además un paquete de opciones de acciones en su vehículo para los fundadores que ha valorizado en US\$1M.

Se proponen dos modalidades de ajuste al precio:

- El primero a ser realizado a 90 días del cierre de la transacción, en virtud del cual el comprador va a revisar las cuentas de deuda, caja y calculará el capital de trabajo. En caso de que el saldo de capital de trabajo al cierre sea menor a \$50,000 USD, los vendedores tendrán que reembolsar la diferencia.
- En caso de materializarse contingencias en la sociedad, que no fueron identificadas antes del cierre, los vendedores deberán indemnizar al comprador por los daños que estas contingencias significan para el comprador o la sociedad, lo que significa una rebaja implícita del precio. Esta obligación durará dos años desde el cierre y tendrá un tope del 20% del precio, es decir, por hasta US\$6M.

Para asegurar el cumplimiento de estos ajustes el comprador está solicitando reservar US\$1,5M del precio (llamado *holdback*), el cual será liberado a los vendedores a los dos años en caso de no haber ningún ajuste. Sino el comprador va a devolver solamente el saldo que quede luego de los ajustes antes explicados.

Una carta de intención probablemente contendrá otras materias, como obligaciones de no competencia y no solicitud¹⁰ de los fundadores, las condiciones de cierre, las representaciones y garantías que espera en el contrato, entre otras que tendrán que ser negociadas, pero para efectos de este estudio preferimos concentrarnos en los términos económicos.

El directorio de Innovación SpA, Nicolás y Valentina están emocionados por la oferta y el precio, ya que es mayor que la valorización de la última ronda y el CAP de los SAFE, pero no saben bien qué implica para los fundadores y el resto de los accionistas.

¿En qué deberían fijarse?

ORDEN DE PAGOS

Deudas y gastos de la transacción

Si el precio ofrecido se calculó sobre la base cash free, debt free, de los US\$30M se pagarán primero los acreedores de Innovación SpA. Así, asumiendo que la compañía no tiene mucha caja, solo habría que restar la deuda bancaria de US\$3M y los honorarios de los asesores quedando US\$26M a ser repartidos. Aquí también se deduce cualquier otro costo asociado a la transacción, como bonos de empleados, gastos registrales, notaría, etc. En caso de haber caja se sumaría al precio, pero dado el requerimiento de dejar US\$50,000 de capital de trabajo, el efecto no es relevante para este ejemplo.

¹⁰ En ese contexto, no solicitud (o non-solicitation) se refiere a una obligación de los fundadores de no solicitar ni captar empleados, clientes o proveedores de la empresa después de su salida o durante un período determinado.

Instrumentos Convertibles

Las notas convertibles tienen para estos casos una regulación especial. Normalmente, los inversionistas de este tipo de instrumento establecen en los documentos que, en caso de un evento de liquidez, se les pague el mayor valor entre el monto de su inversión, en este caso serían US\$2M, o bien la proporción que les corresponda por las acciones que adquirirán por convertir al CAP. A veces también solicitan un múltiplo sobre el monto invertido, pero no lo incluimos en este ejemplo.

En caso de un SAFE, la regulación es bastante similar, aunque no se trate de una deuda de la sociedad. Normalmente, los SAFEs incluyen que este instrumento se paga luego de las deudas, pero al mismo tiempo que los accionistas preferentes.

Suponiendo que Capitalino & Cía. opta por llevarse su monto invertido, se rebajaría de los US\$26M, quedando US\$24M para ser distribuidos entre los accionistas. Más adelante explicaremos qué sucede si deciden convertir, para lo cual es clave el CAP negociado.

Preferencias de Liquidación

Luego de pagar a los acreedores, comienza la participación de los accionistas de la sociedad. Como mencionamos, Innovación SpA tiene un inversionista con acciones Serie A, las cuales tienen usualmente una preferencia de liquidación en caso de un *exit*. Esto implica que los inversionistas preferentes tienen derecho a recibir el mayor valor entre el monto invertido y su proporción a pagar en base al porcentaje

de acciones que tienen en la sociedad. Al igual que en las notas o SAFE, los inversionistas pueden haber negociado un múltiplo, pero no lo incluimos para simplificar los cálculos.

Lo anterior significa que FIP Andes se llevará como mínimo los US\$5M invertidos y solamente aceptará la proporción si la valorización de la compañía es tal que les de un mayor retorno. En este caso, luego de pagar las deudas quedarían US\$24M lo cual es mayor a la valorización *post-money* de la Serie A de US\$20M, por lo que el inversionista va a escoger llevarse su proporción equivalente a US\$6M¹¹.

Ahora bien, si Capitalino & Cía. decide convertir para el evento de liquidez, el análisis es un poco más complejo. Dado que las notas tienen un CAP de US\$25M y luego de pagar las deudas quedan US\$26M disponibles, es razonable asumir que también les convendría más la conversión. En ese caso, las participaciones de los inversionistas y su derecho a recibir el precio cambiaría como se indica en la tabla de abajo:

Inversionista	FD%	Monto Invertido	Pro rata
FIP Andes	25%	US\$5M	US\$6M
Capitalino & Cía.	8% ¹²	US\$2M	US\$2M
Total Preferencias de Liquidación		US\$7M	US\$8M

¹¹ US\$24M por 25%

¹² Monto invertido/CAP

Considerando que la preferencia de liquidación es mayor en el caso de la pro rata, vamos a continuar el ejercicio asumiendo que tanto los inversionistas de la Serie A como los de las notas deciden llevarse los US\$8M. Así, estarían quedando US\$18M a repartir entre los accionistas ordinarios.

Accionistas Ordinarios

Afortunadamente, en este ejemplo, el precio es lo suficientemente alto para alcanzar a pagar las deudas y preferencias de liquidación, pero si esto no fuera así, los fundadores, inversionistas iniciales y empleados no recibirían ningún pago por la venta.

Los US\$18M restantes se distribuyen entre los accionistas ordinarios en base a su participación, sin considerar la serie preferente que ya fue pagada. Luego de la conversión, la distribución se vería así:

Accionista	% Common	Monto a Recibir
Fundadores	80%	US\$14.4M
Ángeles, Familia y Amigos	7%	US\$1.2M
ESOP	13%	US\$2.4M

Es relevante considerar si se otorgó derecho a las acciones preferentes de participar en los resultados de las acciones comunes (los llamados participation rights) o un dividendo acumulativo que se devenga año a año, aunque la sociedad no tenga utilidades. Si Innovación SpA hubiera otorgado estos derechos a sus inversionistas de la Serie A, el cálculo cambiaría significativamente ya que FIP Andes tendría derecho a una mayor parte del precio de venta.

Otro aspecto importante es si las opciones de los empleados se encuentran devengadas al momento del cierre de la transacción. En este caso asumimos que sí y que ya han sido ejercidas. Sin embargo, si algún empleado todavía no cumpliera la cantidad de años trabajando o metas para tener el 100% de su opción vesteeda, queda sujeto a negociación entre los vendedores y el comprador si se van a acelerar esas opciones o bien la parte no devengada se reparte entre los accionistas.

También es importante considerar que los empleados deben pagar por sus acciones. Si alguno no ha ejercido su opción, lo usual es netear el precio de compra de la acción con el precio de venta, o bien que el empleado desembolse el precio de compra, el cual se suma a la caja de la sociedad y entra al cálculo de distribución. En escenarios menos favorables que nuestro caso de estudio, puede que incluso al empleado no le convenga ejercer su opción si el precio que recibiría por vender las acciones es menor al precio de adquisición.

FORMA DE PAGO, AJUSTES DE PRECIO

Y RETENCIONES DEL COMPRADOR

Si bien la oferta representa una valorización de la compañía donde se alcanzan a pagar todas las deudas y preferencias, quedando un saldo a repartir entre los accionistas ordinarios, no deben descuidarse las otras condiciones económicas del *term sheet*, ya que pueden tener un impacto relevante en el ejercicio teórico.

Pago Inicial vs. Earn-Out

La forma de pago del precio es crucial, ya que la parte del precio que queda sujeta a condiciones termina típicamente siendo a riesgo de los accionistas ordinarios. Esto se debe a que los acreedores tienen derecho a recibir un monto por la deuda sin importar la transacción, y los inversionistas preferentes no están dispuestos a asumir el riesgo de que no se cumplan las metas comerciales para el *earn-out*, lo que podría reducir el precio final a solo US\$25M.

Por ejemplo, en el día del cierre, los bancos, asesores e inversionistas recibirán sus US\$12M, y los accionistas ordinarios el saldo de US\$13M, debiendo cumplirse las metas comerciales para alcanzar el precio hipotético de US\$18M. En estos casos, es fundamental tener claridad sobre las condiciones a cumplir y el nivel de involucramiento que tendrán los fundadores en el negocio una vez controlado por el comprador. De lo contrario, podrían frustrarse las posibilidades de obtención del *earn-out*, por ejemplo, si depende de un nivel de EBITDA y el comprador decide aumentar sostenidamente el costo fijo de Innovación SpA durante los dos años o cambiar el monto cobrado a los clientes por la suscripción del SaaS.

En situaciones donde las ganancias del evento de liquidez son más limitadas, existe la posibilidad de negociar con los preferentes para ver si corren todos los accionistas el riesgo del *earn-out*, pero debe evaluarse caso a caso.

Efectivo vs. Acciones

De manera similar, la modalidad de pago es extremadamente importante. En el ejemplo, el comprador ofreció, además del precio, un paquete de opciones para los fundadores, lo que representa potencialmente US\$1M adicionales a recibir por la transacción.

Ahora bien, es común que los compradores estratégicos ofrezcan estas opciones como parte del precio y no como un monto aparte (para reducir el monto a ser pagado en efectivo), o que los propios inversionistas exijan que se considere como parte del precio (para incrementar el monto a recibir por su preferencia).

En esos casos, la lógica es similar al punto anterior: los acreedores e inversionistas exigirán que su precio se pague solo en efectivo. Lo anterior dado que resulta difícil validar la valorización del paquete accionario que ofrece el comprador, especialmente si es una compañía privada que no cotiza en la bolsa.

Ajustes de Precio

De manera similar, en caso de producirse ajustes de precio por diferencias en el capital de trabajo estimado y el revisado por el compra-

dor, esto no afecta el derecho de los acreedores, y los inversionistas de la Serie A querrán protegerse ya que no tienen mucha injerencia en los cálculos que hagan los fundadores.

Respecto de las indemnizaciones al comprador, normalmente los accionistas preferentes solo aceptarán ser responsables por contingencias relacionadas con sus acciones, pero no con el negocio en general. Lo anterior dado que no están involucrados en la administración del día a día y por tanto no querrán asumir la responsabilidad por contingencias. Así serán los fundadores quienes deberán responder en caso de materializarse una contingencia.

Retenciones de Precio

Por último, si el comprador solicita que se retenga una parte del precio, ya sea por él o por un agente, para asegurar el cumplimiento de los ajustes, esta retención se deduce del precio inicial y usualmente del monto que reciben los accionistas ordinarios.

Esto es una consecuencia natural de las explicaciones anteriores. Si los acreedores e inversionistas no son responsables por dichos pagos, no aceptarán que se les retenga de su precio.

En el caso de Innovación SpA, en realidad los accionistas ordinarios recibirán US\$11,5M el día del cierre y los restantes US\$6.5M están sujetos a que no haya ajustes de precio y se cumplan las condiciones comerciales del *earn-out*.

RECOMENDACIONES

Como podrán evidenciar los lectores, lo que en un principio parece una muy buena oferta, puede tener complicaciones importantes.

Al recibir un *term sheet* o carta de intención, los fundadores y el directorio deben hacer un análisis preliminar de las condiciones, como se explica anteriormente. Este cálculo, denominado comúnmente un *liquidation waterfall*, es una herramienta que permite modelar cómo se distribuirán los fondos en un evento de liquidez entre los distintos *stakeholders* de la startup: inversionistas, acreedores, empleados con opciones y los fundadores.

Se recomienda modelar distintos escenarios de venta (con diferentes montos de precio, forma de pago, etc) para evaluar qué *stakeholders* recibirán retorno y en qué proporción. Esto permite negociar mejor con los compradores, sobre todo si es un proceso competitivo, y ajustar expectativas internas.

Idealmente, estos modelos deberían validarse con asesores legales y financieros antes de aceptar cualquier oferta, aunque sea no vinculante.

Es fundamental que los fundadores y el directorio se preparen con antelación para un proceso de exit, ya sea una venta, fusión o IPO.

Esta preparación debería incluir:

- Recopilación ordenada y actualizada de los antecedentes típicos requeridos en un proceso de *due diligence*, tales como contratos clave, estructura societaria, cap table, acuerdos de inversión, propiedad intelectual, cumplimiento regulatorio y documentación laboral.
- Identificar proactivamente posibles contingencias, como sueldos diferidos, cláusulas de conversión complejas en instrumentos SAFE o notas convertibles, y pactos de accionistas no formalizados, para abordarlas antes de iniciar negociaciones.
- Planificación tributaria adecuada, tanto a nivel societario como personal de los fundadores y empleados con opciones, para evitar sorpresas fiscales posteriores.

Un proceso de exit es, por naturaleza, largo, complejo y lleno de matices legales, financieros y estratégicos. Por ello, es altamente recomendable contar con asesores especializados desde las etapas iniciales. Contar con abogados corporativos, asesores tributarios y expertos financieros en fusiones y adquisiciones permite anticipar obstáculos, estructurar el deal de forma eficiente y proteger los intereses de todos los *stakeholders*. Estos asesores no solo ayudan a revisar la documentación clave y negociar con el comprador, sino que también aportan una mirada externa que facilita la toma de decisiones informadas y alineadas con los objetivos de largo plazo de la empresa.

Conclusiones

A lo largo de casi tres décadas, Chile ha experimentado dos ciclos de desarrollo en la conformación y evolución de su industria de capital de riesgo. El desarrollo de esta industria ha estado íntimamente ligado a la visión estratégica de Corfo, una institución pública que supo establecer las condiciones habilitantes para fomentar un ecosistema emergente. A través de la asignación de recursos públicos mediante créditos, se incentivó la participación de gestoras privadas de venture capital, permitiendo así sentar las bases de una industria fundamental para financiar empresas tecnológicas dinámicas.

A su vez, la profesionalización progresiva del ecosistema dio lugar a una nueva generación de emprendedores, mejor preparados y con ambición regional. Aquellos que lograron internacionalizar sus compañías sirvieron como referentes para las generaciones posteriores, bajo un incipiente efecto multiplicador. Con esto, nuevos fondos se fueron incorporando a la industria bajo una vibrante segunda etapa de evolución.

Muchos de estos fondos aún se encuentran en proceso de maduración de sus portafolios, por lo que sus resultados serán observables en un horizonte de cinco a diez años. Comprender que el largo plazo constituye una variable esencial en esta industria es clave para evaluar adecuadamente los resultados de la política pública, los gestores y las empresas.

Es por esto, que los eventos de liquidez son tan importantes para el ecosistema. Sin salidas para los fondos y emprendedores, el efecto

multiplicador no se produce. Y si bien la ventana de liquidez se ha cerrado a nivel global, los emprendedores chilenos han demostrado que tienen la capacidad de salir al mercado a comprar otras startups; creando sinergias de valor entre emprendedores nacionales.

Ahora bien, el emprendimiento dinámico no necesariamente debe transitar por la vía del *venture capital*. Si bien estos vehículos de financiamiento constituyen una ruta posible para el crecimiento, no son la única alternativa. En efecto, es posible desarrollar innovación y tecnología de clase mundial desde Chile sin recurrir al capital de riesgo. Por ello, resulta fundamental reconocer a aquellos emprendedores que, sin optar por el VC, han logrado construir productos de alto valor a nivel global.

En vista de los desafíos del ecosistema en el país, resulta imprescindible avanzar hacia una mayor integración regional y hacia estándares legales y tributarios más competitivos. Para consolidar un ecosistema robusto, se requiere habilitar tesis regionales gestionadas desde Chile, apoyadas por incentivos y esquemas de coinversión, reconociendo que las startups exitosas tienden a expandirse tempranamente en América Latina. Asimismo, muchas compañías de mayor tamaño continúan trasladando su domicilio fuera del país, no solo por la escasez de capital local, sino por las ventajas que ofrecen jurisdicciones más estandarizadas y eficientes. Frente a este escenario, armonizar los marcos legales es clave para reducir fricciones, evitar migraciones innecesarias y permitir que el crecimiento, los retornos y la gobernanza se consoliden desde Chile hacia la región.

Sobre este estudio

Este estudio fue realizado por el equipo de Endeavor Research Chile.

EQUIPO ENDEAVOR RESEARCH CHILE

Andrés Alvarado Valencia
Director Endeavor Research

Alonso Quezada Rubio
Investigador Senior

Pablo Torrejón Aguirre
Investigador Senior

Agradecemos también a todas las personas y actores del ecosistema que nos apoyaron en este estudio:

Alex Seelenberg	Cristóbal Silva L.
Hernán Cheyre	Matías Zegers
Ángel Morales	Felipe Camposano
Jaime Arrieta	Pilar Concha
Antonia Rojas	Felipe Matta
Laura González-Estefani	Susana García
Carlos Marín	Francisco Meneses
Leo Prieto	Teresita González
Cristián Olea	Francisco Sandoval
Magdalena Guzmán	Victor Besoain
Cristóbal Silva B.	Gonzalo Miranda
Marcelo Díaz	

Cómo citar:

Quezada, A., Alvarado, A., & Torrejón, P. (2025). El camino del Venture Capital en Chile. Endeavor.

Para conocer otros estudios de Endeavor Research, visita la página www.endeavor.cl/research

Glosario

M&A

Mergers & Acquisitions, proceso por el cual una compañía se fusiona con otra o adquiere total o parcialmente sus activos o acciones, implicando consolidación o adquisición de control.

IPO

Initial Public Offering, Proceso mediante el cual una empresa privada emite acciones por primera vez al público en una bolsa de valores, convirtiéndose en una compañía pública. Esto permite recaudar capital y ofrecer liquidez a los inversionistas iniciales.

DPI

Distributed to Paid-In Capital, es un indicador clave de desempeño en fondos de *Private Equity* y *Venture Capital*. Mide cuánto capital en efectivo ha sido devuelto a los inversionistas en relación con el capital total que aportaron al fondo.

Follow on

Es una ronda de inversión adicional que realizan los mismos inversionistas (o nuevos) después de la inversión inicial, ya sea para aportar más capital a la startup o para mantener su porcentaje de participación.

Ronda Seed

Primera ronda oficial de financiamiento mediante equity. Ya existe un prototipo funcionando y se busca tracción o validación del producto-mercado, con inversionistas como VC o ángeles.

Ronda Pre seed

Es la etapa más temprana de financiamiento para startups, previa a la ronda Seed. Suele destinarse a validar la idea, desarrollar el producto inicial y encontrar el product-market fit. Frecuentemente se financia mediante aportes de los fundadores, familiares, amigos (los "3F") o ángeles inversionistas.

Ronda Bridge

Es una ronda de financiamiento que busca "hacer puente" entre dos rondas principales de capital (por ejemplo, entre una Serie A y una Serie B). Su objetivo es dar liquidez a la startup para mantener operaciones, acelerar crecimiento o alcanzar hitos necesarios antes de levantar la siguiente gran ronda.

Pre-money valuation

Es la valoración de una empresa inmediatamente antes de recibir una nueva inversión de capital. Se utiliza para calcular la participación que recibirán los nuevos inversionistas.

Post-money valuation

Es la valoración de una empresa después de recibir una nueva inversión, incluyendo el capital nuevo.

SAFE

Simple Agreement for Future Equity, es un contrato de inversión que da derecho al inversionista a recibir acciones de la empresa en el futuro, cuando ocurra una ronda de financiamiento o evento de liquidez. No es deuda, no tiene interés ni vencimiento, y simplifica la entrada de capital en etapas tempranas.

Notas Convertibles

Son instrumentos de deuda que se convierten en acciones en una futura ronda de financiamiento, generalmente con un descuento o un tope de valoración (valuation cap). A diferencia del SAFE, sí generan intereses y tienen fecha de vencimiento.

Vesting

Es el proceso por el cual los fundadores o empleados de una empresa adquieren progresivamente el derecho de propiedad sobre sus acciones u opciones en la empresa a lo largo del tiempo.

Term Sheet

Documento que establece los términos y condiciones principales de una inversión, incluyendo valoración, porcentaje de participación, derechos de los inversionistas, cláusulas de gobierno corporativo, entre otros.

LPA

Limited Partnership Agreement, es el contrato que regula la relación entre los LPs y el GP en un fondo de inversión. Establece los derechos y obligaciones de cada parte, incluyendo estructura de comisiones, distribución de retornos, gobierno del fondo y duración.

ESOP

Employee Stock Option Plan, es un plan que otorga a los empleados la posibilidad de adquirir acciones de la empresa en el futuro a un precio preferente. Se usa como herramienta de retención y alineación de incentivos, normalmente sujeto a un calendario de vesting.

Cap Table

Es un registro que muestra la estructura de propiedad de la empresa: accionistas, tipo de acciones, número de participaciones y porcentajes. Permite visualizar dilución tras rondas de inversión y escenarios de salida.

Bibliografía

Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI). (2019). *Reporte Anual Venture Capital & Private Equity 2018-2019*. ACAFI.

Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI). (2023). *Venture Capital & Private Equity 2022-2023*. ACAFI.

Asociación Chilena de Venture Capital (ACVC). (2025). *Impact Report ACVC 2025*. ACVC.

Atlantico. (2024). *Latin America Digital Transformation Report 2024*. Atlantico.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID). (2023). Dufeu, C., Cortés, J., & Muñoz, A. *Programas públicos de apoyo al capital de riesgo: la experiencia de CORFO en Chile (Nota técnica N° 2740)*. BID.

Banco Mundial. (2023). Rudolph, H. P., Miguel, F., & Gonzalez-Uribe, J. *Venture Capital in Latin America and the Caribbean*. World Bank.

Bustamante, C., Mingo, S., & Matusik, S. (2021). Institutions and venture capital market creation: A historical analysis of an emerging market. *Journal of Business Research*, 124, 127–139. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.11.054>

Calderón, P. (2014). *Mercado de capitales: Una mirada en retrospectiva*. Universidad de Chile, Facultad de Economía y Negocios.

CB Insights. (2024). *State of Venture: Global 2024 recap*. CB Insights.

Corporación de Fomento de la Producción (CORFO). (2025). *Informe Público Capital de Riesgo: Resultados acumulados al 31 de diciembre de 2024*. CORFO.

Cuanto. (2025). *Latin America Venture Capital Report 2025*. Cuanto.

González-Uribe, J. (2015). *The case of Start-up Chile: A pioneering program to attract talent and promote entrepreneurship*. Public Policy and Productive Transformation Series, N°18. CAF.

Hidalgo, G., Kamiya, M., & Reyes, M. (2014). *Emprendimientos dinámicos en América Latina: Avances en prácticas y políticas*. Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva N°16. CAF.

Inspira, Spectra, & ABVCAP. (2023). *Performance of Brazilian Private Equity and Venture Capital Investments 1994-2023*. ABVCAP.

KPMG. (2025). *Venture Pulse Q1 2025*. KPMG Private Enterprise.

LAVCA. (2025). Ramos de la Vega, C., Hernandez, E., & Menezes, T. *Trends in Tech 2025*. LAVCA.

PitchBook Data & NVCA. (2025). *PitchBook-NVCA Venture Monitor Q2 2025*. PitchBook & National Venture Capital Association.

Rivas, G. (2012). *La experiencia de CORFO y la transformación productiva de Chile: Evolución, aprendizaje y lecciones de desarrollo*. Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva N°3. CAF.

An aerial photograph of a city, likely Santiago, Chile, with the snow-capped Andes mountains in the background. A large, vibrant teal band with a white wavy line pattern stretches horizontally across the middle of the image, partially obscuring the city and mountains.

endeavor

CON EL
APOYO DE

