

---

## **Informe de Evaluación Final**

### **Proyecto Creación de un Mercado Alternativo de Inversiones para PYMES en Chile**

---

**Preparado para La Fundación Emprender  
por Bonilla y Asociados**

23 de octubre 2017

Claudio Bonilla\*  
Patricio Navarro\*\*

---

\*Claudio Bonilla es Profesor Titular de la Universidad de Chile, Socio de Bonilla y Asociados y Ph.D. en Economía de la University of Texas at Austin.

\*\*Patricio Navarro es Consultor Senior de Bonilla y Asociados, Master en Sociología de la UK de Leuven y especialista en métodos de evaluación.

Bonilla y Asociados Consultores, Av. La Plaza 2340, Oficina 5, Las Condes.  
[www.bonillayasociados.cl](http://www.bonillayasociados.cl)

## Tabla de contenido

I	Introducción.....	3
a.	Antecedentes.....	3
i.	Propósito de la Evaluación.....	3
ii.	Actores relevantes.....	3
b.	Descripción del Proyecto.....	4
i.	Marco lógico.....	4
ii.	Estado general de la ejecución del proyecto.....	8
c.	Metodología de Evaluación.....	10
i.	Diseño/estrategia general.....	10
ii.	Fuentes de información.....	11
iii.	Instrumentos.....	12
iv.	Limitaciones.....	14
II.	PERTINENCIA Y RELEVANCIA DEL DISEÑO.....	14
a.	Cambios en el contexto y Revisión de Supuestos.....	14
b.	Validez de la lógica y Relevancia del Proyecto.....	19
III.	Análisis evaluativo.....	20
a.	Eficacia (Resultados y Productos).....	20
i.	Análisis de resultados.....	20
ii.	Análisis de Productos.....	26
iii.	Análisis de calidad.....	32
b.	Eficiencia y Economía.....	37
i.	Manejo de los recursos (inputs) del Proyecto.....	37
IV.	Gestión y Comunicación.....	39
a.	Estrategias de gestión y Comunicación.....	39
b.	Elementos estratégicos.....	41
V.	Sostenibilidad y continuación del proyecto.....	42
VI.	Lecciones aprendidas.....	44
VI.	Conclusiones globales.....	46
VII.	Recomendaciones.....	47
VIII.	Anexos.....	49
	Anexo 1 Pauta General de Entrevista.....	49
	Anexo 2 Listado de Empresas con Financiamiento.....	51
	Anexo 3 Empresas y Proyectos de Inversión inscritas en la plataforma levantado Capital.....	52
	Anexo 4 Listado de Inversionistas inscritos en la plataforma.....	54

## **I Introducción**

### **a. Antecedentes**

#### **i. Propósito de la Evaluación**

El presente informe entrega la Evaluación Final del proyecto "Creación de un Mercado Alternativo de Inversiones para las PYMES en Chile" que es llevado a cabo por la Fundación Emprender y cuenta con el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Los profesionales del equipo consultor de Bonilla y Asociados han venido haciendo el seguimiento del proyecto desde sus inicios en que se analizó el diseño – los objetivos e indicadores propuestos en la Matriz de Marco Lógico – para posteriormente dar cuenta de los avances intermedios. En esta oportunidad se hace el balance final de los logros alcanzados que corresponde al tercer y último año del proyecto. Específicamente, se abordan los resultados (Impactos) y productos obtenidos, haciendo la vinculación con las metas propuestas.

Se revisa el diseño considerando el contexto en que se desarrolló la intervención y los supuestos incluidos, así como lo que fue el proyecto en su ejecución. Asimismo, se consideran para efecto del análisis elementos de la gestión y comunicación que se consideran relevantes al momento de ponderar los aportes y obstáculos que ello significó para el proyecto.

Además, se considera la continuidad de la iniciativa que debe estar en sintonía con la sostenibilidad del mismo. Por último, se establecen las lecciones aprendidas, conclusiones y recomendaciones que surgen del análisis.

Consignamos que la información proporcionada por el equipo de la Bolsa Emergente no ha sido objeto de auditoría de parte del equipo consultor y, por lo tanto, las conclusiones del informe quedan sujetas a dicho alcance.

#### **ii. Actores relevantes**

Existen diversos actores relevantes que están vinculados directa o indirectamente con la intervención y que están interesados en el desarrollo del proyecto y sus resultados, a saber:

**Banco Interamericano de Desarrollo (BID).** En su calidad de administrador del Fondo Multilateral de Inversiones que es la entidad que financió el proyecto y está interesado en sus procesos, productos y resultados, buscando impulsar otras iniciativas semejantes de apoyo al sector empresarial con aportes del sector público y privado y para obtener lecciones que sirvan para apoyar iniciativas similares.

**Fundación Emprender.** Organización sin fines de lucro que aporta a generar espacios para el mundo empresarial y que fue el impulsor y contraparte del proyecto en consonancia con su misión de potenciar a las empresas aportando en “ su desarrollo integral, junto con potenciar sus metas, redes y resultados.”<sup>1</sup>

**Gobierno de Chile.** En particular el Ministerio de Economía, Fomento y Turismo a través de sus diversos servicios que está interesado en promover el apoyo a las iniciativas empresariales y, en especial a las PYME.

**Empresarios y Compañías PYME.** Potenciales beneficiarios directos del proyecto y que buscan financiamiento para sus emprendimientos.

**Inversionistas.** Actores directos del proyecto y que constituyen la oferta de recursos financieros. Acá se incluyen particulares, empresas familiares y fondos de capital de riesgo y capital de inversión.

**Bolsas de Valores de Chile** (Bolsa de Comercio de Santiago y Bolsa Electrónica de Chile) que pueden aprender de esta iniciativa y adoptar algunos de los conceptos desarrollados en el proyecto y específicamente, en la gestión y uso de la plataforma con foco en empresas de menor tamaño.

Finalmente, se puede considerar otros actores que están en el entorno del proyecto, pero que potencialmente pueden impulsar el desarrollo de la plataforma, como pueden ser los bancos comerciales, inversionistas institucionales, cooperativas de crédito, fondos de pensiones y entidades similares.

## **b. Descripción del Proyecto**

### **i. Marco lógico**

A continuación se presenta la Matriz de Marco Lógico (MML) que se utilizará para realizar la evaluación

---

<sup>1</sup> <http://www.fundacionemprender.cl/v1/quienes-somos/>

**Cuadro 1**  
**Matriz de Marco Lógico del Proyecto**

Objetivos	Indicadores. (Enunciado y fórmula de cálculo)	Supuestos
<p><b>Propósito</b> Aumentar el acceso de las PYME a inversiones de capital por medio de una plataforma para un mercado de inversiones alternativo.</p>	<p><b>Eficacia</b> 1. Porcentaje acumulativo de empleos creados (desglosado por el sexo de los propietarios o gerentes PYME) respecto de la meta.  (N° de empleos creados, año3/N° de empleos planificado crear, año 3) *100</p>	<p>Economía chilena mantiene un crecimiento positivo en los próximos años</p>
	<p><b>Eficacia</b> 2. Porcentaje de PYME que reciben inversiones de capital (desglosado por el sexo de sus propietarios) respecto de lo planificado.  (N° de PYME que reciben inversiones de capital respecto de lo programado, año t/N° de PYME programadas apoyar, año t)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 3. Porcentaje de inversiones de capital en PYME respecto de lo programado.  (Monto total invertido en PYME, año t/Monto programado invertir en PYME, año t)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 4. Porcentaje de inversionistas que invierten en la plataforma respecto de lo programado.  (N° de inversionistas que invierten en la plataforma, año t/N° de inversionistas que invierten programado)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 5. Porcentaje de PYME que realizan el proceso de due dilligence y listados en la plataforma respecto de lo programado.  (N° de PYME que realizan el proceso de due dilligence y listados en la plataforma/N° de PYME programadas)*100</p>	
<p><b>Componente 1</b> Funcionalidad de TI y directrices operativas de la</p>	<p><b>Eficacia</b> 1. Plataforma en pleno funcionamiento a los 12 meses.</p>	<p>Los empresarios PyME utilizan la plataforma</p>

plataforma.	<p><b>Eficacia</b> 2. Plataforma cuenta con un mercado electrónico seguro, donde los usuarios pueden realizar transacciones a los 18 meses.</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 3. La plataforma ha establecido procesos internos para el funcionamiento a los 12 meses.</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 4. La plataforma ha elaborado contratos para los inversionistas y las PYME que operan en la plataforma.</p>	
<p><b>Componente 2</b> Campaña de información dirigida a posibles empresas participantes y a inversionistas</p>	<p><b>Eficacia</b> 1. Porcentaje de veces que se menciona la plataforma en la prensa y en la TV respecto a lo programado</p> <p>(N° de veces que se menciona la plataforma en la prensa y en la TV respecto a lo programado/N° de veces de menciones programadas)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 2. Porcentaje de alianzas institucionales o comerciales respecto a lo programado</p> <p>(N° de alianzas institucionales o comerciales realizadas/N° de alianzas institucionales o comerciales programadas)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 3. Porcentaje de personas que participan en eventos para promover la plataforma.</p> <p>(N° de personas que participan en eventos para promover la plataforma/ N° de personas que participan en eventos para promover la plataforma programada)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b> 4. Porcentaje de compañías que han solicitado la admisión o han presentado la solicitud inicial a la plataforma.</p> <p>(N° de compañías que han solicitado la admisión o han presentado solicitud/ N° de compañías programadas para que soliciten la admisión o presenten solicitud)*100</p>	
<p><b>Componente 3</b> Desarrollo de la capacidad de los interesados e</p>	<p><b>Eficacia</b> 1. Porcentaje de inversionistas inscritos en la plataforma respecto a lo programado</p>	<p>Riesgos Climas de inversiones sigue siendo propicio</p>

implementación de la plataforma para un mercado de inversiones alternativo.	(N° de inversionistas inscritos en la plataforma/N° de inversionistas programados inscribir en la plataforma)*100	
	<p><b>Eficacia</b></p> <p>2. Porcentaje de Compañías inscritas respecto a lo programado</p> <p>(N° de compañías inscritas/N° de compañías programadas inscribir)*100</p>	
	<p><b>Eficacia</b></p> <p>3. Porcentaje de PYME que aumentan su capacidad para integrarse a listado de la plataforma.</p> <p>(N° de PyME que aumentan su capacidad para integrarse al listado/N° PyME con capacidad para integrarse programada)*100</p>	
<b>Componente 4</b> Captación de conocimientos y difusión de los resultados de la iniciativa.	<p><b>Eficacia</b></p> <p>1. La plataforma cuenta con sistemas de seguimiento y éstos pueden desglosar los datos por sexo.</p>	Riesgos Climas de inversiones sigue siendo propicio
	<p><b>Eficacia</b></p> <p>2. Realización y difusión de un estudio de casos relacionado con las lecciones aprendidas.</p>	
	<p><b>Eficacia</b></p> <p>3. Porcentaje de veces en que se ha presentado la plataforma en eventos nacionales e internacionales respecto a lo programado</p> <p>(N° de eventos en que la plataforma ha sido presentado/N° de eventos de presentación programados)*100</p>	

Fuente: Elaboración propia a partir del convenio entre el BID y Fundación Emprender (2014); Reportes del proyecto al BID 2014 – 2017; Información proporcionada por Bolsa Emergente

Es importante mencionar que la Matriz de Marco Lógico (MML) ocupada en la presente evaluación es una versión actualizada de la MML originalmente diseñada para el proyecto. La MML contiene porcentajes de avance del proyecto en vez de números absolutos como indicadores del logro de las metas. La comparación de lo real con lo presupuestado usando coeficientes permite observar el nivel de cumplimiento parcial o total del proyecto y además, permite tener cierta flexibilidad ante posibles cambios de escenarios que requieran ajustes a las metas absolutas propuesta inicialmente.

Por otro lado, es importante mencionar que la literatura económica especializada en evaluación de impacto demuestra que una intervención toma tiempo para tener efectos en variables como el número de empleados contratados y posibles aumentos en ventas. Al respecto, se señala que deben transcurrir al menos 5 años antes de realizar una evaluación de impacto vía el método de diferencia en diferencias para observar el efecto sobre un grupo tratado versus un grupo de control y que dicho cálculo, tenga cierta significancia estadística<sup>2</sup>. Esto es importante pues una vez terminados los apoyos de BID al proyecto Bolsa Emergente ha de existir todavía un rezago de tiempo, antes de precisar cuál fue el efecto del tratamiento en el número de empleos creados producto de la intervención.

Finalmente es importante destacar que la MML original contenía información muy general respecto de los medios de verificación necesarios para realizar el monitoreo de las empresas que conseguían el financiamiento. Como consultores se propusieron los medios de verificación mucho más detallados, como incluir las un archivo pdf con la planillas de empleados o también incluir los estados financieros anuales auditados a la plataforma<sup>3</sup>.

## ii. Estado general de la ejecución del proyecto

**Cuadro 2**  
**Medición de indicadores Matriz de Evaluación del proyecto, período 2015-2017**

<b>Propósito</b> Aumentar el acceso de las PYME a inversiones de capital por medio de una plataforma para un mercado de inversiones alternativo.				
<b>Indicador</b>	<b>Meta</b>	<b>Abril 2015</b>	<b>Abril 2016</b>	<b>Agosto 2017</b>
1.- Porcentaje acumulativo de empleos creados respecto de la meta.	Final			Sin información
2.- Porcentaje de PYME que reciben inversiones de capital respecto de lo planificado.	Final	2/12*100 16,7%	3/12*100 25%	5/12*100 41,7%
2.1 N° de PYME que operan deuda y factoring	Final			9

<sup>2</sup> Ver C. Bonilla and C. Cancino, "The Impact of Government Support Programs for the Development of Businesses in Chile", **Management Decision**, 2015, Vol 58 (8), pp 1736 – 1734. Alternativamente ver Tan, Hong. **Evaluating SME Support Programs in Chile Using Panel Firm Data**. Policy Research Working Paper 5082 Impact Evaluation Series No. 39. The World Bank Latin America and Caribbean Region. Poverty Reduction Division. October 2009.

<sup>3</sup> Ver Informe Final Estudio de línea Base para el desarrollo de un mercado de Inversiones alternativo, 2015, Bonilla y Asociados Consultores.



3.- Porcentaje de inversiones de capital en PYME respecto de lo programado.	Final	USD 1.975.831/ USD 15.000.000 *100 13,2%	USD 2.051.360/ USD 15.000.000*100 13,7%	USD 3.864.049 <sup>4</sup> / USD 15.000.000*100 25,8%
3.1 Montos en USD de operaciones en deuda y factoring				USD 624.915 <sup>5</sup>
4.- Porcentaje de inversionistas que invierten en la plataforma respecto de lo programado.	Final	3/40*100 7,5%	4/40*100 10%	5/40*100 12,5%
4.1 N° de inversionistas que operan con deuda y factoring				<b>1</b>
5.- Porcentaje de PYME que realizan el proceso de due dilligence y listados en la plataforma respecto de lo programado.	Final	2/20*100 10%	8/20*100 40%	36/20*100 180%
<b>Componente 1 Funcionalidad de TI y directrices operativas de la plataforma.</b>				
1.- Plataforma en pleno funcionamiento a los 12 meses.	Final	Sí		
2.- Plataforma cuenta con un mercado electrónico seguro, donde los usuarios pueden realizar transacciones a los 18 meses.	Final	Sí		
3.- La plataforma ha establecido procesos internos para el funcionamiento a los 12 meses.	Final	Sí		
4 La plataforma ha elaborado contratos para los inversionistas y las PYME que operan en la plataforma.	Final	Sí		
<b>Componente 2 Campaña de información dirigida a posibles empresas participantes y a inversionistas</b>				
1.- Porcentaje de veces que se menciona la plataforma en la prensa y en la TV respecto a lo programado	Final	12/30*100 40%	20/30*100 67%	19/30*100 63%
2 Porcentaje de alianzas institucionales o comerciales respecto a lo programado	Final	2/8*100 25%	6/8*100 75%	10/8*100 125%
3 Porcentaje de personas que participan en eventos para promover la plataforma.	Final	500/1500 * 100 33%	1000/1500 * 100 67%	582/1500*100 39%
4 Porcentaje de compañías que han solicitado la admisión o han presentado la solicitud inicial a la plataforma.	Final	15/50*100 30%	35/50*100 70%	88/50*100 176%
<b>Componente 3 Desarrollo de la capacidad de los interesados e implementación de la plataforma para un mercado de inversiones alternativo.</b>				

<sup>4</sup> El total de equity corresponde en pesos a 2.558.000.000 que al 31 de marzo del presente año equivale a USD 3.864.048.

<sup>5</sup> Las operaciones en deuda son de USD 553.625 y en factoring son de USD 71.290.

1 Porcentaje de inversionistas inscritos en la plataforma respecto a lo programado	Final	25/80*100 31%	70/80*100 88%	107/80*100 133,8%
2 Porcentaje de Compañías inscritas respecto a lo programado	Final	2/20*100 10%	10/20*100 50%	64/20*100 320%
3 Porcentaje de PYME que aumentan su capacidad para integrarse a listado de la plataforma.	Final	3/30*100 10%	15/30*100 50%	36/30*100 120%
<b>Componente 4 Captación de conocimientos y difusión de los resultados de la iniciativa.</b>				
1 La plataforma cuenta con sistemas de seguimiento y éstos pueden desglosar los datos por sexo.	Final	Sí		
2 Realización y difusión de un estudio de casos relacionado con las lecciones aprendidas.	Final			No cumplido
3 Porcentaje en que se ha presentado la plataforma en eventos nacionales e internacionales respecto a lo programado	Final	2/6*100 33%	Sin data	5/6*100 83%

Fuente: Elaboración propia a partir de Reportes del proyecto al BID 2014 – 2017; Información proporcionada por Bolsa Emergente.

### **c. Metodología de Evaluación**

#### **i. Diseño/estrategia general**

Esta evaluación apunta a medir y analizar la relevancia, eficacia, eficiencia y sostenibilidad alcanzada en el proyecto, así como también las lecciones aprendidas de la implementación del programa. En consecuencia, el trabajo consideró: (i) cambios de contexto, (ii) productos (componentes) entregados (iii) resultados (propósito) alcanzados, (iv) medición del desempeño y metas alcanzados, (v) aspectos de la gestión y comunicación, (vi) sostenibilidad del proyecto, y (vii) continuidad, replicabilidad, y escalabilidad del proyecto.

En este contexto, se hizo una revisión de la documentación disponible relacionada con el proyecto. Posteriormente, se realizó el trabajo de campo con entrevistas en profundidad a los actores relevantes del proyecto. Finalmente, se hizo un análisis de los datos recolectados que incluyó el levantamiento de la información cuantitativa respecto del cumplimiento de las metas previamente definidas, así como la evaluación cualitativa del cumplimiento de las mismas en relación a posibles cambios al contexto macro del país o bien cambios internos que experimentó el proyecto durante su desarrollo.

Figura 1. Modelo de Proceso de Evaluación Final realizado



## ii. Fuentes de información

Documentación del proyecto, a saber:

- a) Documento del diseño de proyecto
- b) 6 Reportes semestrales del proyecto, desde el 2° semestre del 2014 al 1° semestre 2017
- c) Planes operativos y de adquisiciones
- d) Estudios de línea base y Evaluación Intermedia
- e) Informes de consultorías realizadas dentro del proyecto

Entrevistas semiestructuradas realizadas a actores relevantes del proyecto

Al respecto se identificaron los actores que permitieran entregar distintos puntos de vista del desarrollo del proyecto. Entre estos están los que operan el proyecto (responsables), usuarios (inversionistas y empresas), representantes de entidades públicas y privadas vinculadas al área en que se desenvuelve el proyecto y, patrocinadores o sostenedores del proyecto.

El detalle de las personas entrevistadas es el siguiente:

Nombre	Entidad	Fecha	Tipología de entidad
Aníbal Pinto Pablo Astudillo	Bolsa Emergente. Director Ejecutivo y Gerente de Operaciones	20 junio y 3 octubre	Responsables proyecto
Gustavo Anania	RedCapital Gerente	3 julio	Inversionista
Carolina Carrasco	Banco Interoamericano de Desarrollo (BID). Especialista Senior	14 agosto	Patrocinante o sostenedor
Emilio Ponce	Austral Cereals. Gerente General	16 agosto	Empresa
Aníbal Pinto	Bolsa Emergente. Director Ejecutivo.	28 agosto y 2 de octubre	Responsables proyecto

Ricardo Valdivieso	Fundación Emprender. Director Ejecutivo	28 agosto	Patrocinante o Sostenedor
José Antonio Martínez Nicolás Almazán Claudia Sotelo	Bolsa de Comercio. Gerente General  Gerente de Planificación y Desarrollo Sub Gerente de Planificación	30 agosto	Entidades privadas
Alejandra Dagnino	Ministerio de Economía. División de Empresas de Menor Tamaño. Jefe División.	1 septiembre	Entidades Públicas
Carolina Carrasco  Evelyn López	Banco Interoamericano de Desarrollo (BID). Especialista Senior  Fondo Multilateral (BID)	28 septiembre	Patrocinante o sostenedor

### iii. Instrumentos

#### Matriz de Marco Lógico (MML)

Se operacionalizó el contenido de la MML – de acuerdo a pautas que el equipo Consultor había desarrollado en el Informe Intermedio anterior – explicitando los objetivos, enunciado y fórmula de cálculo de los indicadores, y supuestos.

Asimismo, se completó la tabla de indicadores de Resultado en su evolución período 2015 – 2017 (Ver punto I b Descripción del Proyecto). Se considera esta tabla como la base de los antecedentes para medir los resultados y productos alcanzados y que está en consonancia con el reporte de Enero – Junio 2017 presentado al BID (hay pequeñas diferencias en algunos casos, por la actualización de la información y precisión de conceptos para fines de esta evaluación).

#### Pauta temática

Se elaboró un desglose temático que sirvió de guía para registrar los datos de los indicadores y analizar los factores que influyeron en los resultados. Esta pauta se utilizó también para

revisar, tanto la documentación disponible del proyecto, como para la estructuración de los temas que se incluyeron en las entrevistas y también para seleccionar a los entrevistados.

La guía temática es la siguiente:

<b>Ámbitos</b>	<b>Temas</b>	<b>Fuentes de Información</b>
<b>Diseño</b>	Análisis Lógica Vertical y Horizontal	Matriz de Marco Lógico
<b>Evolución Interna</b>	Organización Modelo de negocio y marketing	Documentación interna y consultorías Informes de evaluación de inicio e intermedia Entrevistas <sup>6</sup> Responsables y Patrocinadores
<b>Evolución de contexto</b>	Situación Económica y social Vinculación con otros agentes económicos	Documentación interna Bibliografía especializada Entrevistas Responsables y de entidades públicas y privadas; Patrocinadores.
<b>Componentes</b>	Análisis de los productos alcanzados en: TI y Plataforma (Instalación y funcionalidad)	Indicadores MML Documentación interna Entrevistas Responsables, y Usuarios.
	Campaña de difusión (Conocimiento y acceso)	Indicadores MML Documentación interna Entrevistas Responsables, y Usuarios.
	Capacidades Inversionistas y Empresas (Acceso y satisfacción)	Indicadores MML Documentación interna Entrevistas Responsables, y Usuarios.
	Difusión y Conocimiento	Indicadores MML Documentación interna Entrevistas Responsables.
<b>Resultados (Propósito)</b>	Logros en los usuarios (Inversionistas – Empresas) Análisis de logros: Equity y	Indicadores MML Documentación interna Entrevistas Responsables,

<sup>6</sup> Se adjunta en anexo Pauta General de Entrevistas

	Deuda	usuarios, Patrocinadores
<b>Continuidad y Sostenibilidad</b>	Modelo de Negocio Proyección y tareas que se realizan: Replicabilidad (Lecciones aprendidas) Escalabilidad (Proyección)	Documentación interna. Bibliografía especializada. Entrevistas Responsables, entidades públicas y privadas, Patrocinadores

#### **iv. Limitaciones**

Los alcances de la evaluación están circunscritos a los resultados alcanzados inmediatamente terminado el proyecto. La duración del proyecto fue de tres años, y como explicaremos más adelante, una de las principales conclusiones sacadas de la intervención es que para un proyecto como el actual, se requiere al menos el doble de tiempo para obtener resultados satisfactorios. Por lo tanto, solo se pueden levantar hipótesis sobre la sustentabilidad<sup>7</sup> de los logros alcanzados en la población objetivo, es decir en los inversionistas y empresas, pero se debe considerar que los logros a esta altura del proyecto están muy limitados por la etapa de desarrollo el proyecto en la que se encuentra.

Por otra parte, como se mencionó en la introducción, se utiliza para levantar evidencia sobre lo proporcionado por la entidad Bolsa Emergente y que no responde a una auditoría de la documentación entregada.

## **II. PERTINENCIA Y RELEVANCIA DEL DISEÑO**

### **a. Cambios en el contexto y Revisión de Supuestos**

#### **Contexto**

Hubo importantes variaciones en el contexto desde el inicio del proyecto. En el ámbito macroeconómico, hubo cambios negativos desde el momento de la aprobación del proyecto en octubre del 2013. Un dato revelador es el precio del cobre, una de las principales fuentes

<sup>7</sup> Se entenderá por sustentabilidad que los logros alcanzados en la población objetivo permanezcan en el tiempo, en este caso, que los inversionistas involucrados en el proyecto continúen invirtiendo en las empresas de menor tamaño y que nuevas empresas reciban capital.

de ingreso para el erario nacional, que se cotizaba en el año 2013 a 332 centavos de dólar la libra, ha estado cayendo sistemáticamente en los años siguientes hasta alcanzar en el 2016 un valor de 239, lo que significó una caída del 28% en el período<sup>8</sup>.

Así mismo, el crecimiento para Chile tuvo una drástica reducción en el período 2013 – 2016. De este modo, en el año 2013 el PIB fue de un 4%, en el 2014 disminuyó a un 1,9%, en el 2015 llegó al 2,3% y en el 2016 tuvo su mayor caída con el 1,6%<sup>9</sup>.

Por otro lado, las expectativas de los agentes económicos también tuvieron un sistemático deterioro. Al respecto, en el Índice de Expectativas de los Consumidores (IPEC) que entrega Adimark<sup>10</sup>, muestra que en diciembre del año 2013 alcanzaba 56,6 puntos (de un máximo de 100) de expectativas positivas entre los consumidores, para el mismo mes en los años siguientes fue deteriorándose las expectativas, siendo de 45,3 en el 2014, de 37 en el 2015, de 40,1 el 2016 y, en marzo del 2017 este guarismo fue de 37,3. Así mismo, el Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) generado por ICARE y la Universidad Adolfo Ibáñez<sup>11</sup>, muestra que dicho indicador fue de 51,5 puntos (de un máximo de 100) en octubre del año 2013, alcanzando cotas negativas inferiores al 50% en los años siguientes, siendo de 41,5 en el 2014, de 42,9 en el 2015, de 42,7 en el 2016 y, para abril del presente año fue de 44,1. Todo lo anteriormente señalado sin duda afectó el grado de cumplimiento del proyecto.

Los efectos, podrían situarse más bien a nivel de los resultados (propósito) del proyecto, en cuanto las inversiones han tendido a financiar deuda por sobre equity en el último año del proyecto. Sus responsables plantean que esa debiera ser la tendencia futura del proyecto. Es un análisis que queda abierto a la discusión pues es evidente que un ambiente económico en general más complejo y con mayor incertidumbre, es más difícil no solo en encontrar proyectos, sino que también interesar a inversionistas disponibles a tomar riesgos. Sin embargo, el diagnóstico para las Empresas de Menor Tamaño (EMT) señala que históricamente son empresas que tienen dificultades para encontrar financiamiento<sup>12</sup> y es precisamente lo que este proyecto esperaba contribuir a aportar.

---

<sup>8</sup> Ver COCHILCO <https://www.cochilco.cl/Paginas/Estadisticas/Bases%20de%20Datos/Precio-de-los-Metales.aspx>

<sup>9</sup> <http://si3.bcentral.cl/setgraficos/#>

<sup>10</sup> Adimark. **Índice Percepción de la Economía**. Informe mensual Marzo 2017.

[http://www.adimark.cl/es/estudios/documentos/20170410\\_ipec%20marzo.pdf](http://www.adimark.cl/es/estudios/documentos/20170410_ipec%20marzo.pdf)

<sup>11</sup> Universidad Adolfo Ibáñez – ICARE. IMCE 2017. <http://www.icare.cl/imce-2014/imce>

<sup>12</sup> Para el caso de Chile se puede ver el documento Consejo de Financiamiento de Pymes y Emprendimiento. **Estrategia para Financiamiento de las PYMES y el Emprendimiento**. 7 de julio de 2015. La situación de América Latina puede consultarse en CEPAL – OCDE. **Perspectivas económicas de América Latina 2013**. Políticas de PYMES para el cambio estructural. LC/G.2545. 2012

Con todo, ha habido un aprendizaje de parte del equipo ejecutor, lo que ha llevado a un replantear algunos elementos del modelo de negocios que pueden mejorar las perspectivas de sostenibilidad del proyecto pero que al mismo tiempo plantea un cambio en el tipo de resultados<sup>13</sup>.

## Supuestos

Aquí se revisará lo que fue informado en los reportes semestrales la BID, específicamente en el capítulo 4 sobre Riesgos. Debe hacerse la precisión de que en este informe, se utiliza el concepto de supuesto en el contexto de la metodología del marco lógico, es decir, se trata de identificar las condiciones que deben ocurrir para que se logren los distintos niveles de objetivos y que están fuera del control de los ejecutores del proyecto. Por lo tanto, no se consideran como supuestos aquellas condiciones que deben ser identificadas como elementos de diagnóstico o que deben estar disponibles antes de iniciarse el proyecto o que forman parte de su ejecución. Por ejemplo: demanda de los servicios ofertados, implementación tecnológica adaptada a las necesidades de los usuarios, entre otros<sup>14</sup>. Los supuestos obligan a los que formulan el proyecto a explicitar los riesgos, y durante la ejecución estar pendientes de ellos para tomar las medidas de mitigación o ver alternativas para sortear los obstáculos.

En el cuadro siguiente se analizan los supuestos (riesgos) en el orden que fueron apareciendo durante la ejecución y que se explicitaron en los reportes.

Supuesto	Acción de mitigación	Comentario
N° 1. These targets are set under the assumption that systems will be harmonized, user friendly, and adaptable to the needs of SMEs. In addition these targets depend on demand for SME financing and participating in the platform (En todos los Informes)	The electronic exchange market should provide end-user rich knowledge on the systems and their harmonization (En todos los Informes)	En rigor no corresponde a la formulación de un supuesto, sino que a características que deben tener los bienes o servicios que provee el proyecto. Una de ellas hace referencia a que la Plataforma sea amigable para que los usuarios puedan usarla. Más abajo, en el análisis de los productos se comentará este punto.  El otro enunciado referido a que las SME demandan financiamiento tampoco es un supuesto, ya es uno de los fundamentos que justifican la

<sup>13</sup> Este punto se discutirá en los análisis de resultados, así como en los de continuidad y sostenibilidad

<sup>14</sup> DIPRES. **Metodología para la elaboración de la Matriz de Marco Lógico**. 2009



		existencia de este proyecto.
<p>N° 2. Los objetivos son definidos bajo el supuesto que las primeras empresas que postulan a la Plataforma se encuentran en orden, y el proceso de Due Diligence se cumple en forma satisfactoria sin mayores observaciones que retrasen el proceso de enlistamiento. (2° Semestre 2014 al 2° Semestre 2015) (2° S 2016)</p>	<p>Contratación de asesorías financieras y legales, para apoyar a estas empresas en el proceso de preparación para postular a la Plataforma, anticipando aquellos aspectos que pudieran ser objeto de observaciones de parte de las auditorías. (2° Semestre 2014 al 2° Semestre 2015) (2° S 2016)</p>	<p>Uno de los obstáculos que tienen las Empresas de Menor Tamaño (EMT) es precisamente que no necesariamente están en orden y eso puede retrasar el proceso de <i>due diligence</i>. La mitigación propuesta por el proyecto es una de las tareas que le corresponde como parte de los procesos para cumplir con la provisión de los servicios a las empresas.</p>
	<p>Se está migrando desde un modelo de equity a un modelo de emisión de deuda que permite acortar los tiempos de preparación de las empresas, y darle mayor liquidez y dinamismo al modelo. (2° S 2015 al 2° S 2016)</p>	<p>La medida tomada por el proyecto, no hace referencia a un supuesto, sino que más bien a una decisión estratégica que surge de la experiencia de ejecución, respecto al resultado que se espera lograr en las empresas. Este tema se analizará en el punto resultado.</p>
<p>N° 3 Los objetivos son definidos en el supuesto de que la economía de Chile mantiene un crecimiento positivo en los próximos años, lo cual podría verse afectado por las reformas internas en el país y por situaciones externas como el precio de las materias primas y la crisis de la unión europea. (1° S 2016 – 1° S 2017)</p>	<p>Se están tomando todos los resguardos necesarios para darle mayor fluidez a la Plataforma, desde la apertura del modelo de negocio a instrumentos de deuda hasta la creación de un fondo de inversión propio de la Plataforma. (1° S 2016 – 1° S 2017)</p>	<p>Este supuesto cumple con la condición de ser un riesgo externo al control del proyecto. Las medidas de mitigación fueron correctas, en el sentido de generar instrumentos que facilitarían el modelo de negocio. En todo caso, se dio la condición de que hubiera un crecimiento económico positivo durante todo el período de ejecución, aunque inferior al de épocas anteriores<sup>15</sup>.</p>
<p>N° 4. These targets are set under the assumption that the investment climate continues being conducive in Chile. These indicators are set</p>	<p>FE has prepared a number of companies that are ready and willing to enlist themselves to acquire equity financing. In addition, AIMP has been having conversations with family offices</p>	<p>Como en el supuesto anterior, este fue un riesgo que estuvo presente durante toda la duración del proyecto. La evolución del Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE) señala que a octubre del 2013 (fecha de</p>

<sup>15</sup> El crecimiento en el año 2011 alcanzó a un 6,1% y en el 2016 fue de solo 1,6%. Ver Banco Mundial <http://www.bancomundial.org/es/country/chile/overview#1>

<p>under the assumption that there will be enough interest from SMEs and investors, which may or may not be true. (En todos los Informes)</p>	<p>and high net worth individuals who are interested in investing. (En todos los Informes)</p>	<p>aprobación del proyecto) dicho indicador era de 51.5 puntos sobre 100 y en abril del año 2017 (hacia el término del proyecto) disminuyó a 44,11 puntos. (Ver más arriba el análisis de contexto)</p> <p>Las medidas de mitigación fueron las correctas, posibilitando en forma positiva el enlistado de Inversores y Empresas en el proyecto.</p>
<p>N° 5. No adaptar en forma oportuna el modelo de negocio preciso para un proyecto de esta naturaleza, considerando el tipo de servicio en que se agrega mayor valor a los clientes. Adicionalmente, es un riesgo no contar con el tiempo necesario para implementar este modelo en su integridad. (2° semestre 2016 al 1° S 2017)</p>	<p>Se ha expandido el modelo desde M&amp;A a un modelo de deuda y notas convertibles. Asimismo, se ha generado un modelo basado en la generación de alianzas en paralelo a prospectar empresas uno a uno, dado que contar con estas alianzas permiten acelerar la velocidad de ejecución del proyecto. (2° semestre 2016 al 1° S 2017)</p>	<p>Lo planteado como riesgos externos al proyecto, no corresponde. Así, la adaptación del modelo de negocio en forma oportuna, más bien concierne a la gestión de los responsables del proyecto de acuerdo a los resultados del seguimiento realizado y a las lecciones que surgen al término del proyecto. Por otra parte, la duración de 3 años del proyecto es una condición que se sabía previamente, por lo tanto, su ejecución debe considerar esos plazos.</p>
<p>N° 6.- Las empresas pueden demorarse más de lo esperado en pagar las comisiones por los servicios prestados por Bolsa Emergente. (1° S 2017)</p>	<p>Estimar la probabilidad de no pago y cobrar un anticipo en función del riesgo esperado de cada empresa (1° s 2017)</p>	<p>La demora en el pago de las comisiones por parte de las empresas y las medidas para mitigar dicha situación, atañe a la gestión del proyecto, por lo tanto, no debe considerarse un supuesto.</p>

La mayoría de los riesgos informados en los reportes no corresponden a supuestos, sino que a condiciones que debían darse previamente (N°1) o a actividades propias de la gestión (N°s 2-5 y 6) o servicios que debe proporcionar el proyecto (N° 1).

Son dos los supuestos correctamente formulados. Uno de ellos se refiere a que la economía chilena crezca (N° 3), lo que efectivamente ocurrió aunque a un ritmo muy inferior al momento de aprobarse el proyecto. Las medidas de mitigación realizados durante la ejecución para proporcionar los servicios se consideran adecuadas, en la medida que el proyecto

proporcionó en buena parte de los componentes comprometidos. El otro supuesto (N°4), se refiere al clima propicio para la inversión que más bien tuvo una tendencia negativa, pero con las medidas tomadas por los responsables del proyecto se pudo sortear con éxito esta dificultad. Más adelante, se analizará si estas condiciones económicas y el clima para invertir pudieron haber afectado el tipo de resultado que se logró con los usuarios.

**b. Validez de la lógica y Relevancia del Proyecto**

El problema que dio origen al proyecto sigue existiendo y es la falta de financiamiento para la innovación y crecimiento de las PYME. Se plantea que el propósito del proyecto es fomentar la innovación y el crecimiento de las PYME en Chile a fin de promover la creación de empleo y el desarrollo del sector privado. El resultado previsto del proyecto es un mayor acceso de las PYME al financiamiento de capital por medio de la creación de una plataforma para un mercado de inversiones alternativo.

Puede decirse que la Matriz de Marco Lógico (MML) tiene todos los elementos de validez de lógica vertical (objetivos), en el sentido que los componentes (1 plataforma operando; 2 campaña de información; 3 desarrollo de capacidades de usuarios; 4 conocimiento y difusión) levantados son los bienes y servicios necesarios y suficientes para cumplir el logro del propósito (acceso de las PYME a inversiones de capital). Además, siguen siendo los adecuados a pesar de los cambios del contexto que se planteó en el punto anterior. Es decir, sigue habiendo una importante demanda de capitales y ofertas de inversiones para ser colocadas en PYME con un perfil innovador y/o con buenas perspectivas de crecimiento.

La finalidad es saber si los supuestos que debieran darse – situación macroeconómica y clima de inversiones – se dieron para lograr los productos y el resultado propuesto. La impresión de los consultores es que Chile vivió una coyuntura económica frágil cuyos índices más relevantes ya se describieron. Sin embargo, la mala coyuntura económica no ha llegado al punto de estar cerca de una recesión económica ni mucho menos. Puede decirse que las condiciones se dieron “al límite” – crecimiento económico bajo y con un clima para las inversiones medio bajo, pero no debieran afectar la provisión de los servicios a los usuarios y de hecho, no lo hizo. A nivel de resultado está la discusión en qué medida estas condiciones “al límite” afectaron los logros a este nivel.

Por su parte, en la lógica horizontal los indicadores de eficacia levantados para medir los distintos niveles de objetivos (Propósito resultado; componentes y producto) son pertinentes ya que son los necesarios y suficientes para realizar el monitoreo y evaluación del proyecto en esta dimensión (eficacia). De todos modos, una de las carencias detectadas en el informe anterior de seguimiento fue la ausencia de indicadores de calidad que midan la satisfacción de

los usuarios respecto a los componentes. Por ejemplo, no existe en el componente 1 un indicador de satisfacción del usuario PYME respecto a su operación, claridad de la información y rapidez. Tampoco existe un indicador que mida la confiabilidad de la plataforma en cuanto al número de fallas o caídas que tenga el sistema en un período determinado.

Finalmente, no existe un indicador de calidad que mida en el Componente 3 la satisfacción de las compañías respecto a las orientaciones recibidas para ser enlistados en la plataforma.

### III. Análisis evaluativo

#### a. Eficacia (Resultados y Productos)

##### i Análisis de resultados

<b>Propósito</b> Aumentar el acceso de las PYME a inversiones de capital por medio de una plataforma para un mercado de inversiones alternativo.				
<b>Indicador</b>	<b>Meta</b>	<b>Abril 2015</b>	<b>Abril 2016</b>	<b>Junio 2017</b>
1.- Porcentaje acumulativo de empleos creados respecto de la meta.	Final			Sin información (SI)
2.- Porcentaje de PYME que reciben inversiones de capital respecto de lo planificado.	Final	2/12*100 16,7%	3/12*100 25%	5/12*100 41,7%
3.- Porcentaje de inversiones de capital en PYME respecto de lo programado.	Final	USD 1.975.831/ USD 15.000.000 *100 13,2%	USD 2.051.360 / USD 15.000.000*100 13,7%	USD 3.864.049/ USD 15.000.000*100 30%
4.- Porcentaje de inversionistas que invierten en la plataforma respecto de lo programado.	Final	3/40*100 7,5%	4/40*100 10%	5/40*100 12,5%
5.- Porcentaje de PYME que realizan el proceso de due dilligence y listados en la plataforma respecto de lo programado.	Final	2/20*100 10%	8/20*100 40%	36/20*100 180%

Se debe hacer la precisión que en este punto se analizarán los resultados obtenidos al término del programa y no se trata de una evaluación de impacto en el sentido reseñado en la Introducción b i). Lo que se espera saber es si los indicadores y metas propuestas por el proyecto a nivel de propósito se lograron en los plazos acordados (3 años).

#### 1.- Porcentaje acumulativo de empleos creados respecto de la meta.

Indicador del que no se dispone de información. Cabe señalar que los responsables de BE señalan que ellos no hacen el seguimiento de este indicador, ni tampoco de otros como el la

evolución de los ingresos, volumen de ventas y similares. Sin duda, esta es una dificultad cuando se mida la evaluación de impacto en el futuro, aunque puede reconstruirse revisando la documentación oficial de las empresas, en este caso, específicamente la planilla de remuneraciones.

## **2.- Porcentaje de PYME que reciben inversiones de capital respecto de lo planificado.**

Este indicador de resultado no se cumplió, ya que solo 5 PYMES recibieron capital de un total de 12 planteadas como meta (Chilerecicla, Cereales del Sur, Portan Finance, Strip Center y Recicladora de Componentes electrónicos), lo que porcentualmente representa un 41,7% de lo alcanzado respecto a lo planificado (Ver en anexo 2 listado de las empresas y su financiamiento).

De las entrevistas realizadas a los responsables del proyecto y empresarios que recibieron capital y de la documentación revisada, el proceso de due diligence requiere un ordenamiento y apoyo importante a las empresas y las negociaciones un cierto proceso de maduración, todo lo cual involucró plazos mayores a los esperados. De ahí que hubo un cambio en el proyecto, al postular incluir operaciones de deuda y factoring que no está asociado al contexto macroeconómico y el clima para inversiones más bien negativo en el país, sino que obedece a un cambio estratégico en la gestión del proyecto en el período de intervención (el último año predominó este tipo de operaciones) y hacia el futuro.

En efecto, al año y medio de ejecución del proyecto se informaba que se estaba desarrollando un modelo de deuda y que se había decidido darle un giro al proyecto colocando el foco en estos servicios, ya que permitía tener mayor liquidez, se diversificaban los servicios, disminuía el riesgo y se accedía a un mayor número de empresas<sup>16</sup>.

Adicionalmente, se constató que era mucho más efectivo asumir el rol de intermediario estableciendo alianzas con brokers e instituciones financieras que permitiera hacer crecer en forma importante el pipeline de colocaciones, en lugar de ir directamente buscando empresas una a una que involucra tiempos superiores.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> Ver Reporte Estado del proyecto julio – dic 2015. Lecciones prácticas. Así mismo en el Directorio de BE se plantea este aspecto: “El Directorio propone analizar la posibilidad de ampliar el modelo de negocio actual, incorporando el mercado de deuda como valor transable en la plataforma, argumentando que el mercado de deuda es un mercado más dinámico que el mercado de equity, y que eventualmente permitiría obtener mayor liquidez y diversificar el riesgo.” Acta Sesión de Directorio N°11 Empresas Emergentes S.A. Santiago, a 21 de Agosto 2015.

<sup>17</sup> Entrevistas a responsables y del Reporte Estado del proyecto enero – junio 2016. Lecciones prácticas.

Por lo tanto, se constató una limitación estructural del mercado de los equity para las PYME que se traduce en que no es fácil encontrar empresas con ideas innovadoras y antecedentes que avalen su trayectoria<sup>18</sup>. Para acceder a financiamiento del mercado de capitales chileno según la regulación actual este tipo de empresas debe pasar por un proceso de inscripción para ser emisores de valores de oferta pública, el cual lleva consigo una cantidad importante de información que debe ser entregada, y que está lejos de la realidad de estas empresas<sup>19</sup>.

Otra opción para levantamiento de capital es realizar una oferta de valor que no constituya oferta pública, que si bien es un proceso abierto que puede tener menores requisitos (sin embargo, en términos prácticos las PYMES deben cumplir todos los resguardos establecidas en la Norma de Carácter General (NCG) N°30 de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS)), restringe el tipo de inversionistas que pueden participar de la oferta dispuestos a asumir mayores riesgos y que no aparecieron en este proyecto.

Una alternativa en este contexto<sup>20</sup> pudiera ser la de facilitar la inscripción de emisores PYMES en los registros de valores, lo que a su vez les permita levantar capital en el mercado de capitales a través de una oferta pública, para lo cual la SVS debiera dictar una normativa especial que simplifique el proceso de inscripción de ciertos valores. Lo anterior se encuentra contemplado en el Artículo 4º de Ley 18.045 del Mercado de Valores al señalar que “la Superintendencia podrá eximir ciertas ofertas públicas del cumplimiento de alguno de los requisitos de la presente ley, mediante normas de carácter general”.

Esto iría asociado a la NCG N°336 del año 2012 (normativa que establece requisitos para no considerarlas ofertas públicas) que está dirigida a Inversionistas denominados Calificados<sup>21</sup> – entre los que están entidades reguladas en carácter de empresas bancarias, compañías de seguros, entidades de reaseguro, administradoras de fondos e intermediarios de valores - Para estos efectos, los intermediarios como BE a través de los cuales los inversionistas accederían a estos “mercados especiales”, ofertas y colocaciones correspondientes, informan detalladamente las características y riesgos particulares de los mercados e instrumentos objeto de la inversión, para lo cual informan que: los valores y sus emisores pueden contar con requisitos, parámetros y riesgos diferentes a aquéllos correspondientes al mercado general de valores, razón por la que sólo pueden participar inversionistas calificados; la SVS en

---

<sup>18</sup> Un empresario entrevistado subrayó este punto.

<sup>19</sup> Las normas aplicables a la inscripción de emisiones de acciones como a las emisiones de bonos y el procedimiento propiamente tal se encuentran establecidos en la Norma de Carácter General (NCG) N°30 dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) el año 1989.

<sup>20</sup> Lo que se describe a continuación surge de la conversación sostenida con los entrevistados de la Bolsa de Valores.

<sup>21</sup> Esta categoría está definida en la NCG N° 216 .

consideración a las características de determinados emisores de valores, al volumen de sus operaciones u otras circunstancias, está legalmente facultada para requerirles menor información y circunscribir la transacción de sus valores a los grupos de inversionistas que determine; la SVS a través de Normas de Carácter General, ha establecido menores requisitos de información para aquellos emisores que pretendan hacer oferta de sus valores en mercado especiales o dirigirlas exclusivamente a Inversionistas Calificados.

Lo descrito sería una alternativa para atraer inversionistas que están en condiciones de afrontar mayores riesgos y dinamizaría el mercado de equity para empresas de menor tamaño. Sin embargo, es una alternativa que no está disponible actualmente en el mercado de capitales chileno y fue una restricción para que BE lograra atraer a grandes inversionistas hacia su plataforma.

### 3.- Porcentaje de inversiones de capital en PYME respecto de lo programado.

De los USD 4.488.964 invertidos en las PYME durante el programa, a Equity corresponden USD 3.864.048 según puede verse en el cuadro siguiente:

**Cuadro 3**  
**Tipo de operación y monto**

Tipo de Operación	\$	USD	%
Equity	2.558.000.000	3.864.048	86
Deuda	366.500.000	553.625	12
Factoring	47.194.194	71.290	2
<b>TOTAL</b>	<b>2.971.694.194</b>	<b>4.488.964</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de información suministrada por BE

Por las características de los contratos de equity, y que fue lo que el proyecto colocó exclusivamente en los dos primeros años, los montos invertidos en 5 empresas representan el 86% del total. Las operaciones de deuda y factoring ocurrieron en los primeros 4 meses del presente año, por lo que las colocaciones son de aproximadamente 150.000 USD mensuales. Lo que espera BE que con un equipo comercial más potente se incrementen este tipo de operaciones en los próximos meses.

De todos modos, los montos de las inversiones materializadas en todos los instrumentos – USD 4.500.000 aproximadamente – representan el 30% de la meta de USD 15.000.000 planteada, por lo que este indicador no está cumplido.

### 4.- Porcentaje de inversionistas que invierten en la plataforma respecto de lo programado.

Este indicador está muy por debajo de los 40 inversionistas que se esperaba que participaran. En el informe de seguimiento de julio 2016 ya se había establecido que esta meta no se lograría, bajando esta proyección a 15, la que tampoco se logró. Los 5 inversionistas que participaron fueron: Hipotecaria Security Principal S.A., el Fondo de Inversión Social, Champion, Fondo Magma Partners y Patrick Lyon. Inicialmente se pensó que varias empresas pudieran invertir en una misma compañía, sin embargo, en la práctica se produjo esta vinculación de empresa mediante transacciones offline, las que suelen ser uno a uno. La Bolsa emergente ha señalado que siempre ha tenido inversionistas interesados en adquirir el 100% de las operaciones ofrecidas, considerando que el crowdfunding se justifica solo cuando no existe una base de inversionistas mínima para un determinado nivel de operaciones, lo que exige dividir las operaciones en un número mayor de inversionistas, pero con tickets menores, lo que no ha sido hasta el momento el caso<sup>22</sup>. Para deuda y factoring hay un solo inversionista que es RedCapital. Creemos que el no cumplimiento de este indicador es justamente una muestra de que el proyecto no tiene todavía la madurez necesaria para ser evaluado con el foco de haber cumplido la etapa de lanzamiento y operación inicial.

**5.- Porcentaje de PYME que realizan el proceso de due dilligence y listados en la plataforma respecto de lo programado.**

Este indicador está plenamente cumplido ya que actualmente existen 35 empresas enlistadas (la meta eran 20), que pasaron por un proceso de due dilligence, y se encuentran en condiciones de recibir financiamiento. Se adjunta en anexo 3 listado de empresas.

El detalle de estas empresas por el volumen de ventas puede verse en el cuadro siguiente:

**Cuadro 4**  
**PYME con due dilligence y listados en la plataforma**

Volumen de ventas MM USD	Empresas	
	N°	%
< 1	14	40
1 a 5	18	51
> 5	0	0
Proyectos de inversión	3	2,8
Totales	35	100

Fuente. Documento de BE 2016.

<sup>22</sup> Tomado de presentación de Bolsa Emergente. Mercado alternativo empresas emergentes en Latino América.PPT. agosto 2017



Sin duda este es un aporte interesante de BE, considerando que las empresas PYME no necesariamente presentan información con el suficiente orden y confiabilidad para los inversores. Es lo que se recogió de la entrevista que se hizo a Chile Recicla que ilustra muy bien este punto y que es válida para muchas empresas de menor tamaño:

*“...Hizo una primera evaluación del negocio y después me asignaron a un equipo netamente administrativo financiero.... Con ellos construimos la base más sólida del modelo, por ejemplo, nosotros cobramos por recibir el material que nosotros lo cobrábamos en kilo. Yo tenía muy claro cuánto material me entraba, puesto que cobraba por eso, pero yo no tenía bien estructurado de cuánto era el ingreso, cuánto era la producción y otras cuestiones que no estaban bien descritas en el funcionamiento. Si hoy día me preguntas cuánto aluminio produje años para atrás, lo tengo todo en un sistema....”<sup>23</sup>*

De acuerdo a lo informado por BE el procedimiento de Due Dilligence se inicia cuando la empresa cumple con dos requisitos mínimos para optar a financiamiento como son: realizar una solicitud sobre USD \$50,000 y contar con garantía real (inmobiliaria) cuya tasación sea el doble o más del monto a financiar. Cumpliendo con estos requisitos, se solicita la siguiente información para comenzar el análisis del caso:

- Últimos 3 balances de la empresa solicitante y relacionadas.
- IVA de los últimos 36 meses de la empresa titular y relacionada.
- Estado de situación (activos, pasivos) de la empresa titular, empresas relacionadas y socios.
- Declaraciones de renta de los últimos 3 períodos de la empresa titular, relacionadas y socios.
- DICOM de la empresa titular, empresas relacionadas y socios.
- Informe de Deuda de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) de la empresa titular, empresas relacionadas y socios.
- Tasación(es) vigente(s) de la(s) garantía(s) inmobiliaria(s).

A partir de la información anterior, se inicia el proceso de análisis de Balances e IVA, para determinar la solvencia de la(s) empresa(s) y determinar la capacidad de pago del solicitante. Desde el punto de vista de costo efectividad, el proceso de due dilligence es un aporte de BE para las partes vinculadas, es decir, los inversionistas y las PYMES. Lo anterior, sin perjuicio que inversionistas hagan su propio due dilligence posterior como usualmente ocurre.

Desde luego tener due dilligence es una primera etapa, el siguiente paso es encontrar inversores dispuesto a asumir capitales de riesgo, lo que evidentemente se ha visto dificultado como se ha visto en los indicadores de resultado analizados anteriormente.

---

<sup>23</sup> Entrevista realizada a Chile Recicla en junio 2016

**ii Análisis de Productos**

<b>Componente 1 Funcionalidad de TI y directrices operativas de la plataforma.</b>				
<b>Indicador</b>	<b>Meta</b>	<b>Abril 2015</b>	<b>Abril 2016</b>	<b>Agosto 2017</b>
1.- Plataforma en pleno funcionamiento a los 12 meses.	Final	Sí		
	Anual	Sí		
2.- Plataforma cuenta con un mercado electrónico seguro, donde los usuarios pueden realizar transacciones a los 18 meses.	Final	Sí		
	Anual	Sí		
3.- La plataforma ha establecido procesos internos para el funcionamiento a los 12 meses.	Final	Sí		
	Anual	Sí		
4 La plataforma ha elaborado contratos para los inversionistas y las PYME que operan en la plataforma.	Final	Sí		
	Anual	Sí		

La totalidad de los indicadores del componente 1 fueron alcanzados de acuerdo a lo planificado.

**1.- Plataforma en pleno funcionamiento a los 12 meses.**

Este indicador se cumplió en el tiempo estipulado durante el primer año.

**2.- Plataforma cuenta con un mercado electrónico seguro, donde los usuarios pueden realizar transacciones a los 18 meses.**

La Plataforma se encuentra operativa así como el motor transaccional y permite llevar en línea el registro de accionistas de las empresas que transan en la plataforma (es algo que está potencialmente disponible, pero aún no ha sido utilizada<sup>24</sup>). Adicionalmente, se encuentra implementado transbank para pagar la cuota de postulación y la reserva de las empresas que se transan.

<sup>24</sup> Op. cit. BE. agosto 2017

**3.- La plataforma ha establecido procesos internos para el funcionamiento a los 12 meses.**

Indicador está cumplido desde el primer año. Se han elaborado los manuales de procedimiento para la operación de la plataforma, para la adquisición de bienes y servicios, para las políticas de viáticos, etc. El consultor tuvo a la vista el reglamento operativo actual, así como diversos documentos relacionados con el funcionamiento de la plataforma.

**4 La plataforma ha elaborado contratos para los inversionistas y las PYME que operan en la plataforma.**

Indicador cumplido. El Consultor tuvo a la vista modelo de contratos, así como contratos firmados.

<b>Componente 2 Campaña de información dirigida a posibles empresas participantes y a inversionistas</b>				
<b>Indicador</b>	<b>Meta</b>	<b>Abril 2015</b>	<b>Abril 2016</b>	<b>Agosto 2017</b>
1.- Porcentaje de veces que se menciona la plataforma en la prensa y en la TV respecto a lo programado	Final	12/30*100 40%	20/30*100 67%	19/30*100 63%
2 Porcentaje de alianzas institucionales o comerciales respecto a lo programado	Final	2/8*100 25%	6/8*100 75%	10/8*100 125%
3 Porcentaje de personas que participan en eventos para promover la plataforma.	Final	500/1500 * 100 30%	1000/1500 * 100 67%	582/1500*100 39%
4 Porcentaje de compañías que han solicitado la admisión o han presentado la solicitud inicial a la plataforma.	Final	15/50*100 30%	35/50*100 70%	88/50*100 176%

**1.- Porcentaje de veces que se menciona la plataforma en la prensa y en la TV respecto a lo programado.**

Este es un indicador que se encuentra parcialmente logrado, ya que se han realizado 19 menciones de las 30 programadas. Es una de las falencias a nivel de los productos que la Bolsa Emergente reconoce y que debe ir avanzando hacia otras estrategias de marketing como son los medios digitales o directos<sup>25</sup>. Entre las notas de prensa que los consultores han verificado para el año 2017, se encuentran las entrevistas al Director Ejecutivo en la Revista Capital el 6 de julio<sup>26</sup> y en una sección de empresas del diario Las Últimas Noticias el 18 de abril 2017<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> Bola Emergente (agosto2017). Op cit.

<sup>26</sup> <http://www.capital.cl/negocios/2017/07/06/141087/negocios-b-tierra-de-nadie>

<sup>27</sup> <http://www.lun.com/default.aspx?dt=2017-04-18>

La Bolsa Emergente ha planteado una reformulación de su estrategia, para lo cual contrató una agencia para fomentar la difusión y desarrollar eventos (indicador 3).

Se tuvo a la vista un documento de la empresa publicitaria DIEHL+PARTNERS que en su propuesta de trabajo para el 2017, plantea desarrollar campañas comunicacionales en canales online y offline, implementar una oferta para incrementar la captación de PYME y desarrollar estrategias de fidelización, que permitan generar relación permanente con la cartera de clientes actuales<sup>28</sup>.

Este es un punto bastante crucial que se detectó como aspecto a mejorar por parte un usuario entrevistado, como se refleja en el siguiente testimonio: *“Como recomendación, yo buscaría formas de que fuera más público, que más gente conociera que existe. Porque de hecho yo no di con Bolsa Emergente, sino con Red Capital, fue por ese lado y ahí salió lo de la Bolsa Emergente. Entonces, falta diría yo mayor publicidad, una mayor promoción del trabajo que hacen.”*<sup>29</sup>

## **2.- Porcentaje de alianzas institucionales o comerciales respecto a lo programado**

Al término del proyecto se han establecido 10 alianzas con instituciones relevantes del ecosistema emprendedor que cumple la meta establecida que la había fijado en 8 alianzas. El consultor tuvo a la vista los contratos de 4 advisors (AFIN Ltda; Integral Chile; PWC y VR Broker.). Durante el año 2017 se declaran haber establecido alianzas con ACN Ventures y RedCapital<sup>30</sup> en la línea de establecer financiamiento vía deuda que, en el caso esta última, es claro que está en funcionamiento desde el momento que los financiamientos de deuda y factoring han salido desde esta entidad.

Acá es importante hacer notar que la empresa que recurre a la Bolsa Emergente tiene acceso a mostrarse a un conjunto de posibles inversionistas que pueden terminar interesados en el proyecto.

Se puede decir que una de las fortalezas que ha demostrado la Bolsa Emergente es la capacidad de establecer alianzas con entidades financieras de distinto tipo.

## **3.- Porcentaje de personas que participan en eventos para promover la plataforma.**

---

<sup>28</sup> DIEHL+PARTNERS. **Plan de Marketing 2017 Bolsa Emergente.**

<sup>29</sup> Entrevista empresa Cereales del Sur

<sup>30</sup> Reporte Estado del proyecto enero - junio 2017. Section Desempeño.

Este indicador no se encuentra cumplido puesto que solo se han registrado 582 participantes de los 1.500 propuestos como meta. Solo hubo un evento de difusión masivo importante que fue realizado en abril del año 2015 con un registro de 557 personas. La razón que explica esta poca realización de eventos y que al equipo consultor le parece razonable, es que se detectó que los eventos de difusión permiten llegar a un gran número de empresas, pero es difícil realizar un filtro muy exhaustivo de estas empresas para identificar empresas con alto potencial. Se consideró que fue más eficiente el acercamiento personalizado a instituciones gremiales y fondos de inversión para seleccionar y comprometer empresas e inversionistas.

En cualquier caso, la estrategia de ampliación de instrumentos de inversión requerirá recurrir a múltiples canales de difusión, siendo los de carácter masivo uno de ellos.

#### **4.- Porcentaje de compañías que han solicitado la admisión o han presentado la solicitud inicial a la plataforma.**

El indicador está cumplido. En efecto, al término del proyecto hay 88 empresas que han postulado a la plataforma (la meta eran 50). De las cuales 36 se encuentran enlistadas para recibir financiamiento (ver más abajo componente 3 indicador 3). Resulta evidente que existen empresas PYME que demandan financiamiento.

<b>Componente 3 Desarrollo de la capacidad de los interesados e implementación de la plataforma para un mercado de inversiones alternativo.</b>				
<b>Indicador</b>	<b>Meta</b>	<b>Abril 2015</b>	<b>Abril 2016</b>	<b>Agosto 2017</b>
1 Porcentaje de inversionistas inscritos en la plataforma respecto a lo programado	Final	25/80*100 31%	70/80*100 88%	107/80*100 133,8%
2 Porcentaje de Compañías inscritas respecto a lo programado	Final	2/20*100 10%	10/20*100 50%	64/20*100 320%
3 Porcentaje de PYME que aumentan su capacidad para integrarse a listado de la plataforma.	Final	3/30*100 10%	15/30*100 50%	36/30*100 120%

#### **1 Porcentaje de inversionistas inscritos en la plataforma respecto a lo programado**

El indicador está cumplido en un 134% ya que se encuentran inscritos 107 inversionistas. Es necesario hacer notar que en el reporte del estado del proyecto que la Bolsa Emergente emite al BID semestralmente aparecen 121 inscritos. Sin embargo, el número actualizado es de 107. (ver listado de inscritos en Anexo 4), siendo la meta de 80. En el cuadro siguiente puede verse un detalle de los montos a que están dispuestos a financiar.

**Cuadro 5**  
**Inversionistas por rangos de inversión declarados a colocar**

Rango de inversión a financiar M USD	Empresas	
	N°	%
< 150	21	19,6
150 – 500	5	4,7
500-2.000	2	1,9
Depende del negocio	13	12,1
Sin respuesta	66	61,7
Totales	107	100,0

Fuente: Elaboración propia en base a listado proporcionado por BE

El comentario que cabe realizar es que al igual que existen compañías que buscan financiamiento, se encuentran también inversionistas. La Bolsa Emergente ha tenido la capacidad de contactarlos para que se inscriban en la plataforma. Sin embargo, como se vio en el resultado anterior, al proyecto le ha costado materializar inversiones en capital, de acuerdo a la meta esperada al inicio del proyecto.

El proyecto no tiene ningún filtro especial de los potenciales inversionistas que en este caso son básicamente personas naturales. En general, se trata de un inversionista que naturalmente espera obtener una rentabilidad de la inversión y con el nivel de riesgo el más bajo posible. Las PYMES inscritas no interesaron a este tipo de inversionistas. Sin embargo, esta PYMES si podrían quizás interesar eventualmente a inversionistas “calificados” que son, en definitiva, inversionistas dispuestos a soportar mayor riesgo.

## **2 Porcentaje de Compañías inscritas respecto a lo programado**

Se tiene un sobrecumplimiento muy superior a la meta de 20 al final del proyecto. En efecto, actualmente se tienen 64 empresas inscritas, entendiendo por tal las que completaron su evaluación inicial en forma satisfactoria, y que están próximas (o ya están) a levantar su información y demanda de necesidades de capital en la plataforma.

### 3 Porcentaje de PYME que aumentan su capacidad para integrarse a listado de la plataforma.

También este indicador se encuentra cumplido respecto de la meta (120%). 36 PYME se encuentran levantando capital, es decir, ya cumplieron con el due diligence, y se encuentran en regla para recibir financiamiento de terceros vía equity y/o deuda. Todas estas empresas aumentaron su capacidad para integrarse a listado de la plataforma. De todos modos, se debe señalar que la Bolsa Emergente sólo hace el due diligence necesario de la empresa para determinar que cumple el estándar para ser enviado a los inversionistas. Son los inversionistas los que realizan tal labor de manera más profunda a la empresa y a su operación<sup>31</sup>.

<b>Componente 4 Captación de conocimientos y difusión de los resultados de la iniciativa.</b>				
<b>Indicador</b>	<b>Meta</b>	<b>Abril 2015</b>	<b>Abril 2016</b>	<b>Agosto 2017</b>
1 La plataforma cuenta con sistemas de seguimiento y éstos pueden desglosar los datos por sexo.	Final	Sí		
2 Realización y difusión de un estudio de casos relacionado con las lecciones aprendidas.	Final			No cumplido
3 Porcentaje en que se ha presentado la plataforma en eventos nacionales e internacionales respecto a lo programado	Final	2/6*100 33%	Sin información	5/6*100 83%

#### 1.- La plataforma cuenta con sistemas de seguimiento y éstos pueden desglosar los datos por sexo.

Indicador cumplido. De la plataforma se puede obtener un sistema de reporte que permite su desglose por sexo. Se ha explicado que las empresas completan su perfil – que se ha simplificado en el tiempo -, y que luego es validado por el equipo de la Bolsa Emergente, y desde que está online, la empresa puede generar cualquier tipo de operación de deuda: crédito, leasing, leaseback o factoring. Luego, se distribuye en forma automática el perfil de la empresa y de la operación respectiva, a todos los inversionistas de la plataforma interesados en este tipo de operaciones.

La tarea de la Bolsa Emergente es la de prospectar proyectos y conectarse con inversionistas. Cada inversionista debe contactar al emisor directamente a través de la plataforma y que queda registrado en la plataforma. Más abajo en el análisis de calidad se abordará el uso que se hace de la plataforma.

<sup>31</sup> BE (agosto2017). Op cit.

En cualquier caso, entendemos que esta plataforma está en un permanente proceso de adaptación, sobre todo porque se espera que en el futuro tenga un carácter regional.

## **2.- Realización y difusión de un estudio de casos relacionado con las lecciones aprendidas.**

Este indicador no se ha cumplido y se ha indicado que hacia septiembre<sup>32</sup> se realizarán las actividades y productos vinculados a este indicador. Se solicitó que idealmente se debiese tener para este informe algunas ideas que tienen los encargados, de cuál o cuáles son los casos o temas que quieren difundir. Más adelante en este informe, en la sección recomendaciones, se hacen algunas sugerencias al respecto.

## **3.- Porcentaje en que se ha presentado la plataforma en eventos nacionales e internacionales respecto a lo programado**

La Plataforma fue presentada inicialmente en el edificio Movistar en conjunto con otras empresas, en abril 2015. Posteriormente, en noviembre del 2015 en un seminario de la Universidad de Duke, donde fue invitado el Director Ejecutivo de la Bolsa Emergente para dar a conocer la iniciativa. Posteriormente, el proyecto se ha presentado en seminarios para PYME con ASEXMA<sup>33</sup> y otro con la Cámara Chilena Peruana. Asimismo, durante el 2° semestre del presente año hubo una presentación en el seminario “La nueva forma de hacer negocios: soluciones digitales para PYME” organizado en conjunto por la Cámara Chileno Británica, Bolsa Emergente, Licitamos y MacKay&Cia Abogados<sup>34</sup>. Para efectos del indicador, ha habido 5 eventos de presentación, sobre 6 planificados. En principio, no debiera haber dificultades para cumplir este indicador en el corto plazo.

### **iii Análisis de calidad**

#### **Plataforma**

Levantar la plataforma ha sido un proceso que ha avanzado de acuerdo a lo planeado. Inicialmente a diciembre 2015 se levantó la Plataforma con algunas funcionalidades, se desarrolló el reglamento operativo, procesos internos (políticas de adquisiciones, modelo de

---

<sup>32</sup> Hasta el momento esto no ha ocurrido

<sup>33</sup> Fue verificado los antecedentes de este seminario titulado ¿Hay vida más allá de los Bancos? del 19 enero 2017 que fue organizado por Asexma junto a FxOne y Noguera Larrain & Dulanto. <http://asexma.cl/seminario-asexma-entrega-claves-de-financiamiento-para-empresas-de-menor-tamano/financiamiento-nld/>

<sup>34</sup> <http://www.britcham.cl/eventos-destacados-detalle/144/la-nueva-forma-de-hacer-negocios-soluciones-digitales-para-pymes>



negocio) y contratos para empresas e inversionistas<sup>35</sup>. A junio del 2015 la plataforma estaba operativa.<sup>36</sup>

En una siguiente etapa, se implementó un motor transaccional para realizar operaciones de compra y venta de acciones directamente a través de la Plataforma<sup>37</sup>. Posteriormente, se contrató e implementó el sistema de webpay (Transbank) que permite pagar la cuota de postulación y la reserva de las empresas que se transan.

El desarrollo de la plataforma ha pasado por diversas instancias. Inicialmente, una empresa de tecnología desarrolló la estructura base de la misma. A continuación, dado los cambios internos en el equipo y estrategia del proyecto, se optó por buscar un nuevo proveedor para el desarrollo del motor transaccional.

La plataforma aún puede desarrollarse más en la vinculación con los distintos actores del sistema. Además, se ha enfatizado por parte de los responsables que se están tomando todos los resguardos para darle mayor fluidez, desde la apertura del modelo de negocio a instrumentos de deuda hasta la creación de un fondo de inversión propio. Además, en la etapa post proyecto, está el desafío de que la plataforma tenga un alcance regional, en la cual se trascen operaciones de todos los países en los que la Bolsa Emergente opere, y en la que potencialmente inversionistas de todas partes del mundo puedan invertir.

Desde el punto de vista de la calidad, se ha constatado que el uso que se le ha dado a la plataforma es limitado, más allá de su adecuación tecnológica. De hecho, ha habido inscripción en la plataforma de compañías e inversores, pero no existe evidencia que se haya dado una mayor interacción en línea entre ambas partes. Tampoco los responsables tienen considerado hacer mayor seguimiento del desarrollo de las compañías que recibieron equity desde la plataforma, de ahí que no esté actualizada la información, ni tampoco los involucrados tienen mayores incentivos para hacerlo. En este sentido, la apuesta de que la plataforma dinamizaría la relación entre oferentes y demandantes, no se ha producido, siendo más bien el contacto off line.

Para los responsables del proyecto el mayor uso de la plataforma surgirá cuando se haga suficientemente conocida la marca Bolsa Emergente, para que se transforme en una ventana reconocida tanto para inversionistas como de PYMES. Se piensa que esto se producirá en un plazo no inferior a los 5 o 6 años. A esto los consultores de esta evaluación agregarían que se

---

<sup>35</sup> FOMIN. Reporte del estado del proyecto julio – diciembre 2014

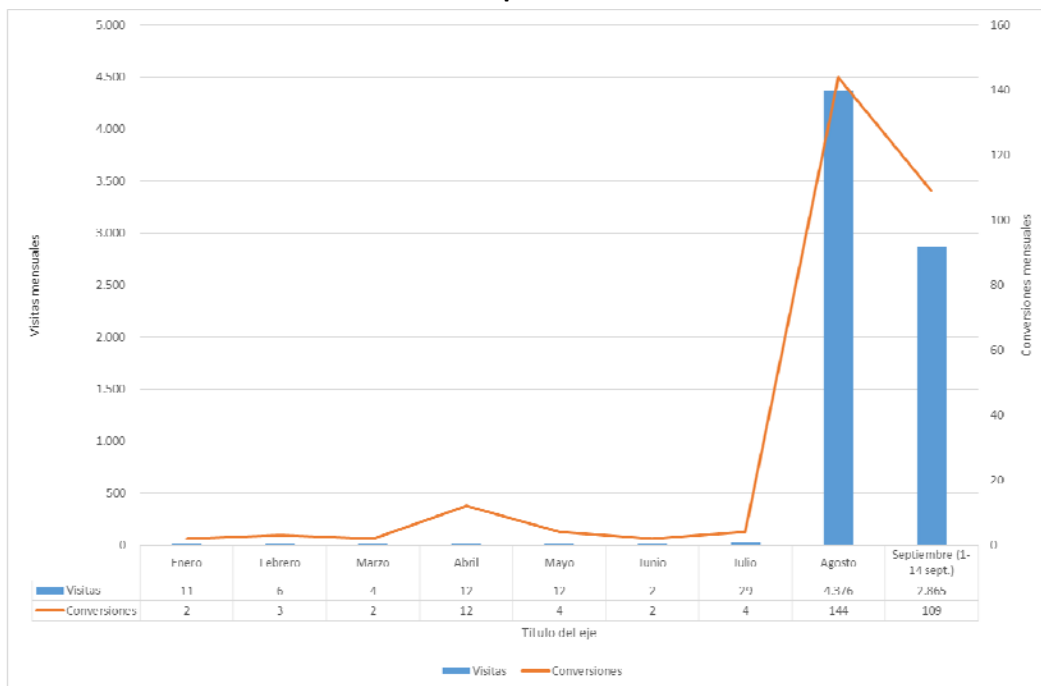
<sup>36</sup> FOMIN. Reporte del estado del proyecto enero-junio 2015

<sup>37</sup> FOMIN. Reporte del estado del proyecto julio-diciembre 2015

trataría de que en estos plazos, se logre mostrar que es una instancia en la que efectivamente se producen negocios y, por lo tanto, se transforma en un portal reconocido.

Un elemento, para dar a conocer BE está en la contratación de la empresa publicitaria DIEHL+PARTNERS mencionada más arriba y que a mediados de año comenzó una campaña de difusión por diversos medios. La evidencia que se obtuvo al respecto y que se vincula con la plataforma, es que el número de visitas a la plataforma se incrementó exponencialmente, como puede verse en el gráfico siguiente:

**GRÁFICO 1**  
**Contactos de PYMES en la Plataforma**  
**enero – septiembre 2017**



Fuente: Bolsa Emergente

\*Visitas: número de accesos que se producen a la página web

\*Conversiones: número de visitas que terminan en formulario

Por ejemplo en septiembre se observa en el gráfico que un 3,8% de todas las empresas que se contactaron pasaron un primer filtro que dice relación con antecedentes de la empresa, volumen de ventas (sobre \$ 20 mm mensuales), tipo de solicitud de financiamiento y si poseen garantías. A partir de allí se confecciona un formulario con mayores antecedentes, para comenzar el estudio si tiene los requisitos para postular a financiamiento.

Una de las carencias de la plataforma es que no tiene considerada una encuesta en línea que permita medir la satisfacción de los distintos tipos de usuarios y que pueda recibir sugerencias de mejora, así como plantearse metas de fallas permitidas en el plazo, por ejemplo, de un año.

### **Atención a las PYME**

En las entrevistas que se hicieron a las dos empresas que recibieron capital<sup>38</sup>, se señaló el alto grado de satisfacción con el trabajo realizado por el proyecto. Les permitió en un proceso de cerca de un año construir el modelo de negocio para postular a algún financiamiento o fondo externo.

De acuerdo a uno de los entrevistados se pasó de tener un buen negocio a consolidarlo y operar como una empresa grande en términos de funcionamiento. Del diagnóstico inicial de evaluación del negocio, se le asignó un equipo administrativo financiero que le permitió implementar aspectos del management que no tenía considerado. El testimonio sobre esta etapa es el siguiente:

*“Con ellos construimos la base más sólida del modelo, por ejemplo, nosotros cobramos por recibir el material que nosotros lo cobrábamos en kilo. Yo tenía muy claro cuánto material me entraba, puesto que cobraba por eso, pero yo no tenía bien estructurado de cuánto era el ingreso, cuánto era la producción y otras cuestiones que no estaban bien descritas en el funcionamiento.*

*Si hoy día me preguntas cuánto aluminio produje años para atrás, lo tengo todo en un sistema. Antes lo tenía en una tabla Excel en el último rincón de mi computador. Hoy día tenemos la trazabilidad del cien por ciento, sabemos el stock, cuánto tenemos que ingresar para cumplir las metas, etc.”*

Finalmente, sobre la etapa del financiamiento: *“Cuando me puse a trabajar con el Fondo de inversión en forma directa, el equipo de trabajo era uno del Fondo, yo y alguien de Aníbal. Hacíamos todo en conjunto. Nunca me dejaron solo en este proceso hasta el día en que firmé el contrato.”*

De la otra empresa se manifestó lo siguiente:

*“Siento que recibí una atención muy personalizada, nunca me sentí que me estaba vinculando a una empresa sobre estructurada que había personas difíciles de hablar. Aníbal siempre*

---

<sup>38</sup> Chile Recicla en junio 2016 y Cereales del Sur en agosto 2017

*estuvo super disponible...yo creo que era del tamaño justo. No era un fondo de inversión muy grande, lidiando con mucha gente que participa, acá no”*

En resumen, se tiene de parte de las Compañías una alta satisfacción del trabajo realizado y que en definitiva le permitió acceder a una fuente de financiamiento.

Es evidente que el modelo deuda - que tuvo su materialización en la última parte del proyecto -, involucra otro tipo de relación en que básicamente la Bolsa Emergente pone en contacto a las PYME con la entidad inversora en la que hace un proceso de due dilligence inicial, como primer filtro, para que la entidad inversora la evalué posteriormente de acuerdo a sus parámetros y niveles de exigencia en relación al tipo de deuda seleccionada. He aquí el testimonio de RedCapital al respecto:

*“Lo que viene de la BE, está preparado en cierta forma, pero no necesariamente es lo que estamos buscando nosotros. Hoy día como estamos creciendo, no podemos tomar mucho riesgo. No podemos tener hoy día todo tipo de productos para todas las necesidades. Como venga la PYME es el tipo de garantías que podemos ver o tomar. Por ejemplo, nosotros trabajamos con fondos de CORFO o la misma propiedad puede ser una alternativas o la factura de un buen pagador. Entonces, empresa que tengan buenos flujos y buenas ventas, pero sin garantías, si se le caen las ventas ¿quién le paga a los inversionistas?. Hoy día, no hay ningún producto que permita apoyarlas”.*

**b. Eficiencia y Economía**

**i. Manejo de los recursos (inputs) del Proyecto**

Lo que el equipo consultor tuvo a la vista son los reportes semestrales.

**Cuadro 6**  
**Ejecución del presupuesto 2014 – 2017**  
**USD**

Fechas	BID				Contraparte				Total proyecto			
	Monto total	Desembolso	Saldo	%	Monto total	Desembolso	Saldo	%	Proyecto	Desembolso	Saldo	%
1s 2014	911.810	55.150	856.660	6,0	1.235.000	-	1.235.000	0	2.146.810	55.150	2.091.660	2,6
1s 2015	911.810	117.211,76	794.598	12,9	1.235.000	64.586,18	1.170.414	5,2	2.146.810	181.798	1.965.012	8,5
2s 2015	911.810	182.292,71	729.517	20,0	1.235.000	108.111,61	1.126.888	8,8	2.146.810	290.404	1.856.406	13,5
1s 2016	911.810	282.137,51	629.672	30,9	1.235.000	157.759,13	1.077.241	12,8	2.146.810	439.897	1.706.913	20,5
2s 2016	911.810	291.952,88	619.857	32,0	1.235.000	188.671,09	1.046.329	15,3	2.146.810	480.624	1.666.186	22,4
1s 2017	911.810	402.729,35	509.081	44,2	1.235.000	247.549,89	987.450	20,0	2.146.810	650.279	1.496.531	30,3

Fuente: Elaboración propia a partir de los reportes semestrales del estado del proyecto. (Recursos)

A junio del 2017 los aportes de FOMIN(BID) han alcanzado los USD 402.729 lo que representa el 44,2% de los aporte comprometidos. Por su parte, la contraparte aportó para el mismo período USD 247.549 que equivale al 20% del aporte total comprometido. La sumatoria de ambos aportes hace un total de USD 650.279 que representa el 30% del total de recursos. No se tienen antecedentes para realizar una evaluación de la economía del proyecto, ya que no se dispone del plan de desembolso. Tampoco se tienen antecedentes de la ejecución de la distribución de los recursos por componente que permita emitir un juicio evaluativo sobre si se ajusta a la planificación acordada.

Por otra parte, no tiene el equipo consultor la distribución de los recursos por ítems – administrativos, recursos humanos y otros (Consultoría) – para emitir un juicio al respecto.

En el cuadro siguiente está la distribución de los items que aparece en el convenio del proyecto

**Cuadro 7**  
**Presupuesto total del proyecto**  
**USD**

ITEMS	FOMIN	APORTE	TOTAL	
			\$	%
Componente 1: Funcionalidad de TI y directrices operativas de la plataforma	\$140.000	\$391.000	\$531.000	25%
Componente 2: Campaña de información de posibles empresas participantes e inversionistas	\$182.000	\$178.000	\$360.000	17%
Componente 3: Implementación de la plataforma para un mercado de inversiones alternativo	\$417.000	\$191.000	\$608.000	28%
Componente 4: Captación de conocimientos y difusión de los resultados de la iniciativa	\$75.000	\$7.000	\$82.000	4%
Administrativo	\$0	\$468.000	\$468.000	22%
Línea de Base y Evaluaciones	\$55.000	\$0	\$55.000	3%
Auditoría Financiera	\$12.000	\$0	\$12.000	1%
Imprevistos	\$42.810	\$0	\$42.810	2%
SubTotal	\$923.810(a)	\$1.235.000	\$2.158.810	100
% de Financiación	43 %	57 %	100%	

Fuente: Convenio del proyecto. (a) Existe una diferencia entre el monto que aparece en el proyecto y lo que aparece en los reportes semestrales que es de \$ 911.810.

Se observa en el presupuesto que los componentes que tienen porcentualmente más recursos respecto del total son, el N° 3 con el 28% y el N° 1 con el 25%. Si se considera solo los recursos destinados a los componentes el orden de importancia es el siguiente: Componente N° 3 con

el 38%, luego el N° 3 con el 34%, el N° 2 con el 23% y el N° 4 con el 5%. Solo considerando el presupuesto y el cumplimiento de las metas por componente, los que tienen más recursos – el 1 y 3 -, son los que lograron el 100% de las metas.

#### **IV. Gestión y Comunicación**

##### **a. Estrategias de gestión y Comunicación**

El equipo consultor que elabora este informe ha estado desde el comienzo en el seguimiento del proyecto, por lo que ha constatado los vaivenes de la gestión y comunicación. En todo caso, la reconstitución de esta evolución se hace a partir de las entrevistas mantenidas con el equipo ejecutor junto con los reportes y otros documentos de la Bolsa Emergente.

Las estrategias de gestión han estado relacionadas directamente con dos factores que son claves para seguir las preocupaciones de los encargados: la plataforma y la evolución del modelo desde equity a deuda.

El primer factor fue la puesta en marcha y desarrollo de la plataforma durante la gestión del proyecto. Se ha explicado más arriba en el análisis del Componente 1 cómo se constituyó su instalación y operatividad del mismo. Ahora, situado el análisis desde la perspectiva organizacional y de los recursos humanos, puede sintetizarse este proceso en que al inicio se recurrió a una empresa externa que instaló y estructuró la base de la plataforma. Posteriormente, se optó por un nuevo proveedor que se encargó de desarrollar el motor transaccional. Luego, se tuvo una persona encargada exclusivamente del desarrollo tecnológico y que es básicamente lo que se ha mantenido hasta ahora. Siempre el esfuerzo estuvo orientado a simplificar el acceso a la plataforma y hacerlo amigable a los distintos usuarios. Ahora, en la etapa de la sostenibilidad que significa ampliarse a nivel regional, probablemente habrá una mixtura de un encargado interno de la tecnología, pero recurriendo a empresas externas especializadas.

Así mismo, no debiera esperarse en esta etapa regional que el proyecto pueda operar como fue durante el proyecto, esto es, sin que la plataforma sea ampliamente usado por los involucrados, ya que los contactos offline son más restringidos en instancias geográficas más amplias.

El segundo factor, es la evolución que tuvo el modelo que involucró la presencia de recursos humanos de perfiles distintos en el período 2014 – 2017 como puede verse en el cuadro siguiente.

Cabe destacar que todos los profesionales contratados tienen posgrado y están como se esperaba, mayoritariamente en el área económica y finanzas, con algunas excepciones vinculadas a las comunicaciones y el área informática.

Cuadro N° 8  
Recursos Humanos del Proyecto  
2014 - 2018

Cargos, Formación	2014	2015	2016	2017
Gerente General (AP). Abogado. Legislación bancaria				
Coordinador Proyecto (ND). Ing. industrial. Finanzas				
Gerente de Operaciones(JS). Administración. Mercados Financieros				
Gerente Empresas (FT) Ing. Comercial. Negocios				
Comunicaciones (ME). Ing. Comercial. Marketing				
Asesor Financier. (CD) Ing. Civil. Equity				
Gerente Empresas (RS). Ing. Comercial. Planificación comercial				
Gerente Operaciones (CM). Ing. Comercial. Planificación				
Jefe Informática (ME), Ing. Civil. Informática				
Comunicaciones (AB). Periodista. Marketing				
Gerente Operaciones (PA). Ing. Comercial. Marketing				
Gerente Empresas (FZ). Ing. Civil industrial. Comercial				
Analista Riesgo. (JG). Ing.Comercial. Finanzas				

Fuente: Elaboración propia a partir de documentos proporcionados por BE

De este modo, al inicio con la prioridad de la inversión en equity hubo profesionales ligados a la gerencia comercial y operativa, para posteriormente tener una persona que visitara las empresas y viera las inversiones. Aquí se constata que el retorno de la inversión no era lo esperado. Después del primer año comienza a instalarse la idea de ampliar los instrumentos a deuda, lo que hace que en la segunda parte del proyecto se incorpore personas del área de



marketing que organizó todo lo relativo a la difusión, folletos, presentaciones corporativas, videos y perfeccionamiento de la plataforma.

Durante el primer semestre del 2016 se incorporan personas del área comercial y operaciones y el Director Ejecutivo se dedica a tiempo completo a esta iniciativa. En la etapa de finalización y continuidad del proyecto se ha contratado un Gerente de Empresas y de un Jefe de Informática, siempre en la idea de fortalecer el área comercial y dar robustez a la plataforma. Se incorporan nuevos ejecutivos para potenciar la prospección de empresas e inversionistas. Finalmente, se contrata la asesoría de una agencia de marketing apuntando a la reformulación de la estrategia comunicacional.

La descripción anterior no pretende detallar específicamente las salidas y entradas de RRHH que obedecen a los cambios en la gestión y también a las alternativas propias de la movilidad laboral, sino que muestra los distintos perfiles profesionales ligados al cambio del modelo en el proyecto que se ha analizado anteriormente. Por otra parte, no se tienen observaciones sobre las competencias profesionales propiamente tal, ya sea para la primera parte del proyecto (Equity) o en la segunda parte que vario hacia otros tipos de financiamiento (Deuda y factoring). En ese sentido, los responsables del proyecto han sido bastante proactivos para enfrentar las distintas etapas del proyecto con los recursos humanos requeridos.

## **b. Elementos estratégicos**

Las fortalezas que ha tenido el proyecto se relacionan fundamentalmente con los apoyos que cuenta de distintos actores. Por un lado el apoyo del BID a través del financiamiento es clave en el nacimiento y la acertada gestión del proyecto. El apoyo de la Fundación Emprender en lo relacionado al financiamiento y la experiencia del mundo emprendedor es también una fortaleza importante. La generación de alianzas es otro elemento que aporta al desarrollo del proyecto.

Además, la experiencia y la calificación del equipo de trabajo fue un activo importante para el proyecto. Por último, otro aspecto positivo es la preocupación que tiene el equipo directivo respecto de hacer el proyecto escalable y replicarlo en Latinoamérica el que está asociado con la sostenibilidad que se verá en el punto siguiente.

También es destacable el hecho de que la Bolsa Emergente ha tenido la capacidad de conectarse con otros actores del mundo emprendedor en Chile. En particular posee acuerdos con brokers y empresas del rubro como Integral Chile, PWC, Asesoría e Inversiones AFIN Ltda, RedCAPITAL y Corredores de Negocios S.A. quienes se dedican, entre otras cosas, al negocio de

M&A de empresas medianas, lo cual representa un posible flujo adicional de proyectos que pueden transarse en la plataforma.

Por el lado de la escalabilidad de los proyectos, Bolsa Emergente declara haber realizado contactos con inversionistas internacionales que pueden interesarse en generar un fondo que apalanque las posibles transacciones que se realicen en la plataforma. El equipo de la Bolsa Emergente ha llegado a la conclusión de que contar con un fondo para invertir directamente en las empresas listadas es clave para generar dinamismo en las transacciones. Un poder comprador permitiría aumentar el flujo de empresas que reciben financiamiento y le daría mayor volumen de operación a la plataforma. Este aspecto sería sin duda un gran paso respecto de la internacionalización del proyecto y del potencial de escalabilidad del mismo, no solo restringido al modelo de deuda.

Por el lado de las debilidades se puede mencionar la existencia de competencia de plataformas que realizan labores parecidas como Cumplo, Capital o Broota, aún más cuando se prioriza o se enfatiza el modelo deuda. A esto debe agregarse que la plataforma de BE ha tenido poco uso por parte de los usuarios y, solo han comenzado mayores visitas por parte de las PYMES en la segunda parte de este año.

Otra dificultad es el tamaño que requiere el proyecto Bolsa Emergente para ser autosuficiente lo cual implica convencer al mercado de inversionistas que este tipo de iniciativas son una alternativa que si bien, son menos conocidas para un inversionista tradicional, si pueden generar importantes rentabilidades. En alguna medida, este convencimiento no está pasando por la idea original de las inversiones en equity. En este sentido, no se estaría diferenciando de las iniciativas que apuestan a los instrumentos más clásicos de deuda, factoring y similares.

Por último, existen temas estructurales de la legislación chilena que impide que grandes inversoras tengan los incentivos para interesarse en las PYMES. A su vez, los pequeños inversionistas no están en condiciones de asumir este tipo de riesgos como ha quedado demostrado en este proyecto.

## **V. Sostenibilidad y continuación del proyecto**

La Bolsa Emergente ha definido una serie de estrategias de sostenibilidad que serán analizadas a continuación.

1.- La primera es la **instalación a nivel regional** que BE lo hará por sí sola, es decir, no estará alojada en la Fundación Emprender con la que hay un acuerdo de que el 1% de los ingresos de BE vayan a la FE como aporte. Así mismo, se ha informado del proceso de incorporación de la

sociedad matriz en Delaware o eventualmente en Miami, y de la selección de socios locales en Colombia y Perú, a lo que deben agregarse contactos iniciales con México<sup>39</sup>. Resulta claro para este equipo evaluador que la sostenibilidad del proyecto depende fundamentalmente de la capacidad de escalar a nivel regional y, de la que se asume que la Dirección Ejecutiva tiene la capacidad suficiente para establecer las relaciones y obtener dicho propósito. Por el momento, es una apuesta y como tal no se tiene evidencia de su resultado final.

2.- Lo segundo es el giro del negocio desde el modelo de equity al modelo de deuda, en que la emisión de acciones sea un instrumento de financiamiento adicional a la batería de instrumentos que ofrece la Bolsa Emergente. Esto atendiendo a una lección que se obtuvo de la experiencia Chilena, en el sentido que el levantamiento de capital requiere un tiempo mayor de interacción versus el instrumento de deuda, siendo éste más dinámico y en consecuencia se puede llegar con él a un número mayor de empresas.

En principio, parece razonable la opción tomada, aunque cuando se proceda a internacionalizar la experiencia, cabe preguntarse si a nivel regional no existirá un mercado de inversionistas que tengan una mirada temática del apoyo a PYME, ligada por ejemplo, al reciclaje, alimentación saludable, sustentabilidad ambiental, etc. Estas posibilidades parecen difíciles de atender puesto que requiere un equipo de apoyo profesional especializado en dichas temáticas para el proceso de due diligence, debido a las falencias de información que se sabe tienen las empresas de menor tamaño. Además, la evidencia internacional indica que los fondos que han logrado mayor éxito son aquellos que cuentan con un equipo de administración especializado y con un giro de negocio único<sup>40</sup>. Efectivamente, esto se puede solucionar creando filiales, pero es un paso que debe estar claro desde el comienzo.

3.- Una fase de adaptación de la plataforma digital que se acomode a la ampliación de usuarios a nivel regional y, por tanto, más globalizado no estando los inversionistas necesariamente radicados en el continente. Medida, sin duda, indispensable y que los responsables tienen experiencia al respecto, ya que cuando se vio al análisis del componente 1 en su fase de calidad, se constató que la utilización del mismo, requiere lograr colocarse y ser conocido en el mercado, más allá de que los instrumentos técnicos estén resueltos. Esto requiere plazos mayores a los 3 años según se vio en la experiencia chilena.

4.- La realización de contactos con fondos nacionales e internacionales de capital de riesgo para que inviertan tanto en las filiales como en la matriz y, que considere especialmente consolidar las operaciones en Chile. El mantener y ampliar alianzas con inversionistas y

---

<sup>39</sup> Bolsa Emergente (agosto2017). Op cit

<sup>40</sup> Ver al respecto Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión A.G.(Acafi) Reporte de Venture capital y private equity en Chile. 2010 – 2011.

advisors que operan en el ecosistema emprendedor y que son una posible fuente de flujo de emprendedores son sin duda elementos indispensables para la sostenibilidad de la Bolsa Emergente.

5.- Por último, el cambio del modelo de negocio mencionado en el punto 2, sin duda está asociado a la adaptación de la organización y la estructura de recursos humanos que la Bolsa Emergente ha comenzado desde hace algún tiempo, orientado fundamentalmente al área comercial destinada a la prospección de empresas e inversionistas. Pero, de nuevo la estructura organizacional y de recursos humanos orientada al apoyo de PYMES hacia deuda y otros instrumentos similares (Factoring, leaseback) requiere un tipo de perfil que es distinto del modelo de equity, por lo tanto, la complementariedad de este último es difícil de lograr.

En resumen, el proyecto está tomando las medidas que se consideran indispensables para la sostenibilidad y continuidad del proyecto Bolsa Emergente, en la que destaca como un aporte la escalabilidad e internacionalización de la experiencia. Desde el punto de vista del giro del negocio hacia priorizar deuda de las PYME, no es precisamente el aspecto más innovativo de la experiencia, aunque tiene una cuota de realismo dada las circunstancias.

## **VI. Lecciones aprendidas**

Es necesario hacer una reflexión sobre el cambio de modelo de equity a deuda. La impresión en los primeros años del proyecto y que se registraron en alguno de los reportes semestrales, es que las dificultades de la situación macroeconómica hicieron más lento el interesar a potenciales inversionistas en capital de riesgo. Es una posibilidad que el equipo consultor que realiza esta evaluación, en su oportunidad consideró que efectivamente era un factor que estaba presente y podría explicar la dificultad en “amarrar” negocios.

Hacia el primer año los responsables del proyecto Bolsa Emergente obtuvieron dos conclusiones que van más allá del contexto macroeconómico y que ambas son estructurales al financiamiento de las PYME. La primera es que la sostenibilidad de la experiencia (por lo tanto, no tiene que ver con la coyuntura económica) debe estar focalizada en la emisión de deuda y que la inversión en equity es un servicio complementario, y no al revés como se planteó originalmente en el proyecto<sup>41</sup>. La segunda es que se concluyó que operar con intermediarios

---

<sup>41</sup> El reporte dice textualmente: “En los últimos meses, hemos tenido reuniones con todo tipo de entidades del ecosistema de private equity, con la finalidad de comprender aún más la dinámica de este mercado. Y la gran lección que hemos aprendido es que, en miras a la sustentabilidad del proyecto en el largo plazo, el foco debe estar en los servicios de emisión de deuda, y la emisión de acciones es un servicio complementario, y no al revés como se planteó originalmente el proyecto”. Reporte Estado del proyecto. Julio Diciembre 2015. Lecciones prácticas

es más efectivo que ir directamente al consumidor final, de ahí se sigue el esfuerzo que se hizo de establecer una red alianzas con brokers e instituciones financieras que permitió hacer crecer las colocaciones. A esto agregan los consultores de esta evaluación que los inversionistas medianos y pequeños tienen dificultades en asumir riesgos en PYMES, que eventualmente podría abrirse el proyecto a grandes inversionistas, pero eso requiere ajustes en la legislación por parte de SVS que flexibilice la normativa para que eso sea posible. Eso por el momento no está dado y para experiencias similares, es un punto que debe tenerse en cuenta para el diseño del proyecto.

Desde luego, se valora mantenerse abierto a cambios en la definición del modelo de negocios inicialmente pensado, aunque en definitiva es un modelo menos innovativo destinado a las PYME que el originalmente propuesto.

Otra importante lección es que si se quiere escalar con el proyecto, este necesariamente debe internacionalizarse para que de esta manera se transforme en un referente regional donde las PYME convergen en búsqueda de financiamiento. En cualquier caso, en un escenario más amplio no debiera descartarse la alternativa de impulsar también el modelo equity, considerando que las comisiones son más interesantes dada la envergadura de capitales usualmente involucrados y, por lo tanto, aumenta las posibilidades de sostenibilidad.

Por otra parte, la mixtura de distintos instrumentos de financiamiento y la llegada a nuevos mercados evidentemente puede replicar la experiencia del proyecto en Chile, aunque a otro nivel, de la búsqueda de alternativas de alianzas internacionales que le permitan a la Bolsa Emergente instalarse en otras partes y, al mismo tiempo, desarrollar un fondo de inversiones que vaya asociado a los proyectos que la misma Bolsa Emergente posea.

Asimismo, una vez identificado el modelo de negocio es necesario clarificar la estructura organizacional que en el caso de equity puede ser la de contar con profesionales especializados y con mayor dedicación a apoyar el due dilligence; en cambio, las inversiones en deuda requieren una línea comercial más agresiva con incentivos para ejecutivos de venta. Constatamos de la experiencia del proyecto en Chile que, de acuerdo a las distintas realidades locales, debe tenerse la flexibilidad en los recursos humanos para abordar los distintos vaivenes del mercado, según el diagnóstico realizado y de la marcha de la ejecución. Pero según la evidencia no es posible mantener equipos, por así, decirlo polivalentes. El éxito apunta a tener equipos especializados para uno y otro modelo.

---

## **VI. Conclusiones globales**

1° El proyecto no alcanzó los resultados esperados debido a que a nivel del objetivo de Propósito que es donde se espera el cambio a lograr en las PYMES, no se logró la meta del número de PYME con acceso a inversiones de capital (42%), ni en el monto de recursos colocados (30%) sobre lo planificado. En este sentido, se hizo un cambio en el resultado planteado orientando los esfuerzos hacia el modelo de deuda que agiliza la colocación de recursos y le da más dinamismo a la Bolsa Emergente.

2° Los resultados obtenidos responden en parte a problemas estructurales de las PYME chilenas (la literatura especializada señala que es una situación recurrente a las empresas de menor tamaño), como son las dificultades que tienen para interesar a los inversionistas en capitales de riesgo y las limitaciones que podrían denominarse administrativo-contable que dificultan el due diligence. Esto no invalida lo planteado en la propuesta del proyecto inicial, si no que hace necesario un análisis de los tiempos que realmente requiere un proyecto como este, tiempo que como hemos sostenido en el presente informe, creemos que debiera ser al menos por el doble de tiempo que duró el proyecto actual. Por otro lado, creemos que la posibilidad de facilitar la entrada de inversionistas calificados con menores exigencias y más dispuestos a asumir riesgos puede ser una buena alternativa, para esto sin embargo se requiere cierta flexibilización de normativa de la SVS.

3° Los productos y servicios (4 componentes) fueron proporcionados cuantitativamente en un 85% por el proyecto y se espera que en los próximos meses sean proporcionados en su totalidad. Destaca el importante número de inversionistas y empresas inscritos en la plataforma del proyecto. Esto refuerza la idea que a pesar de realizar una exitosa gestión el proyecto en términos de proporcionar los componentes en un contexto económico más bien adverso, no se pudo en general superar el todo las barreras que limitan el acceso de capitales a las PYME.

4° Las mayores limitaciones estuvieron en los aspectos cualitativos de la ejecución de los componentes. En este sentido, el componente 1 de la Plataforma aunque tecnológicamente fue mejorando, tuvo un uso muy limitado en que básicamente la operación de inversiones en equity fuer offline. En este sentido, faltó hacer un esfuerzo de difusión mayor que hiciera que la existencia de la BE se hiciera conocida y, que por lo tanto los inversionistas y PYMES consideren indispensable recurrir a dicha plataforma para realizar negocios. En el plazo de 3 años eso no fue logrado. En el componente 3 los inversionistas que se inscribieron son básicamente personas naturales que tienen mayores dificultades para asumir riesgos en la PYMES. En cambio, BE logro vincularse con brokers que le permite ser intermediario para vincular a las PYMES con financiamiento de deuda, factoring e instrumentos similares.

5° Los responsables del proyecto tomaron medidas que se valoran positivas tendientes a asegurar la continuidad y sostenibilidad del proyecto, siendo estas: privilegiar el modelo de deuda, considerando el instrumento equity como complementario; internacionalizar la experiencia evaluando ampliarse a nivel regional (en principio Colombia, Perú y México) considerando eventualmente cambiar la sede a los Estados Unidos; adaptar la plataforma digital a este nuevo escenario, siendo un instrumento bastante clave al permitir que inversores y empresas transen sus servicios; y finalmente, potenciar la organización y los recursos humanos hacia una mejora de la gestión comercial.

6° El diseño planteado orientado a la inversión de capital a las PYME, no parece replicable tal como fue concebido, en la que debiera considerarse plazos mayores de ejecución y eventualmente incluir un componente adicional de búsqueda de inversores interesados en aspectos temáticos innovadores y de obtener un mayor apoyo en los procesos de due dilligence.

## **VII. Recomendaciones**

1.- Considerar en el Estudio de Casos experiencias innovativas de aportes de capital que realizo el proyecto a las PYME (por ejemplo, Chilerecicla o Cereales del Sur) tendiente a identificar los factores de éxito y que puedan ser replicados a mayor escala. A partir de allí plantear cuáles son los productos o servicios (Componentes) adicionales que debieran considerarse para tener éxito en el modelo equity.

2.- Explorar en el proceso de internacionalización de la Bolsa Emergente las alternativas de los equity considerando como llegar a inversionistas temáticos que estén interesados en proyectos innovativos del tipo ambiental, alimentos saludables, de reciclaje y similares.

3.- Elaborar un documento que exprese las particularidades organizacionales, de gestión y financieras asociadas al modelo de deuda, equity y mixto. A esto debe añadirse explicitar cuál es el modelo de negocio que permita financiar BE en su internacionalización.

4. Considerar en la gestión de la plataforma indicadores de calidad sobre el uso de la misma y del apoyo recibido por las compañías del proyecto. Los medios de verificación debieran ser encuestas on-line y en una evaluación final considerar una encuesta para medir calidad en diversos ámbitos (satisfacción de usuarios, oportunidad, cantidad de nuevas interacciones) a las compañías vinculadas al proyecto Bolsa Emergente.

5.- Considerar el enfoque de género en el apoyo a las PYME a nivel nacional e internacional, sabiendo que el apoyo a las mujeres empresarias tiene sus particularidades para abordarlas exitosamente.



## **VIII. Anexos**

### **Anexo 1 Pauta General de Entrevista**

#### **Acceso de Usuarios**

- 1.- ¿Cómo llegó a Bolsa Emergente? ¿Cuál es su giro de negocio? Relatar las características del mismo?
- 2.- ¿Cuáles fueron las etapas hasta recibir Financiamiento? ¿En que consistió?
- 3.- ¿Cómo evaluaría la atención recibida?
- 4.- ¿Cómo utilizo la plataforma de la Bolsa?. ¿Cómo evaluaría su acceso?

#### **Tema organizacional**

- 1.- ¿Qué ha significado la evolución del modelo de negocio (por ejemplo, la ampliación a la emisión de instrumentos de deuda y notas convertibles, y las alianzas con instituciones del mercado de financiamiento) en la estructura organizacional?
- 2.- ¿Cuál es la estructura organizacional de la Bolsa? (Gerente de Empresas, Jefe de Informática, Nuevos ejecutivos comerciales)
- 3.- En que ha consistido la reformulación de la estrategia de marketing de la última parte del proyecto. (Contratación de empresa de comunicaciones)

#### **Tecnología y comunicación**

- 1.- Podría describir en qué consiste la plataforma transaccional y cuáles son sus fortalezas y debilidades.

#### **Temas estratégicos**

- 1.- Podría explicar cuáles son los elementos estratégicos tomados por la Bolsa para mejorar su sostenibilidad. Por ejemplo, la ampliación en nuevos instrumentos, la presencia de la Bolsa en otros países de Latinoamérica.
- 2.- ¿Podría decirse que el modelo de equity no pudo ampliarse por las características de las empresas que se vinculan a la bolsa emergente.
- 3.- ¿En qué consiste la alianza estratégica con Asexma? ¿Qué acciones se han materializado? ¿Cuál ha sido la utilidad para el proyecto?.
- 4.- Podría explicar el aporte de ACN Ventures en el proyecto.

#### **Financiamiento**

Los desembolsos del BID. ¿Fueron expeditos? ¿Se cumplieron los plazos? ¿Hubo alguna dificultad? ¿Alguna recomendación?

#### **Resultados**

- 1.- ¿Cuáles son los casos de éxitos identificados para su difusión?. Podría explicar los factores de éxitos identificados.
- 2 ¿Cuáles han sido los éxitos del proyecto?
- 3.- ¿Cuáles han sido los no logros?. ¿El colocar deuda en vez de capital es una de ellas?
- 4.- ¿Por qué no se pudieron lograr mayores inversiones? ¿Qué faltó? ¿Problemas de comunicación? ¿Problemas con los recursos humanos?, etc.
- 5.- ¿Qué recomendaciones haría para un proyecto similar?. ¿Faltó algún componente.?
- 6.- ¿Qué se está promocionando para el exterior? ¿Qué es lo novedoso del proyecto?

**Anexo 2 Listado de Empresas con Financiamiento**

Listado de Empresas	Monto		Inversora	Año	Sexo propietario o gerente	Giro del Negocio
	\$	USD				
Operaciones de Equity						
Chilerecicla	433.000.000	654.079	Fondo de Inversión Social	2014	M	Reciclaje de materiales metálicos, eléctricos y plásticos
Recicladora de Componentes electrónicos	253.000.000	382.175	Patrick Lyon	2014	M	Reciclaje de componentes electrónicos
Strip Center	622.000.000	939.577	Hipotecaria Security Principal S.A	2015	M	Arrendamiento de locales comerciales
Portal Finance	50.000.000	75.529	Fondo Magma Partners	2016	M	Factoring
Cereales del Sur	1.200.000.000	1.812.689	Champion	2017	M	Elaboración de otras molineras y alimentos a base de cereales
Operaciones de Deuda						
Constructora Benavente	36.000.000	54.381	RedCapital	mar-17	M	Construcción de edificios
Trade Avenue	86.600.000	130.816	RedCapital	mar-17	M	Venta al por menor de artículos de tocador y cosméticos
Naviera Santa Rosa	87.000.000	131.420	RedCapital	abr-17	M	Transporte marítimo y de cabotaje
Palatino	16.900.000	25.529	RedCapital	abr-17	M	Venta al por mayor
Full Agro SpA	30.000.000	45.317	RedCapital	abr-17	M	Corretaje de productos agrícolas
Temer	110.000.000	166.163	RedCapital	abr-17	F	Servicio de roturación siembra y similares
Operaciones de Factoring						
Spectrum SA	15.193.690	22.951	RedCapital	mar-17	M	Otros diseñadores
Spectrum SA	8.009.436	12.099	RedCapital	mar-17	M	Otros diseñadores
Exportadora Global SEAFOOD Chile S.A	12.282.796	18.554	RedCapital	abr-17	M	Otras actividades empresariales
DIMACRIL SA	11.708.272	17.686	RedCapital	abr-17	F	Empresas de publicidad

Fuente: Bolsa Emergente

### Anexo 3 Empresas y Proyectos de Inversión inscritas en la plataforma levantado Capital

N°	Empresa	Volumen de ventas anuales	N° de empleados	Años Antigüedad
1	Netgociador	Bajo U\$ 1.000.000	< de 5	1
2	Ingeniería Sanitaria	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	6
3	Servicios Audiovisuales y TI para eventos	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	6
4	Instituto de Inglés Retail	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	20
5	Importadora y Comercializadora de Cristales Dimensionados	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 10 y 30	15
6	Empresa de Servicios de Aseo Industrial	Entre U\$ 5.000.000 y U\$ 10.000.000	> de 30	20
7	Empresa de Construcción y Montajes	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Sin respuesta	15
8	Distribuidora de Material de Embalaje	Bajo U\$ 1.000.000	< de 5	1
9	Cadena de Vestuario Femenino y Bijouterie	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	10
10	Procesadora y Comercializadora de productos Cárnicos	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	12
11	Oculus Machina	Proyecto de Inversión	Proyecto de Inversión	Proyecto de Inversión
12	Fábrica de cintas Impresas y etiquetas autoadhesivas	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	13
13	Cadena de 12 locales de tiendas de regalos	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 10 y 30	6
14	Restaurante en Santiago Centro	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	4
15	Empresa Metalúrgica	Bajo U\$ 1.000.000	Entre 10 y 30	24
16	Empresa de Publicidad Caminera	Bajo U\$ 1.000.000	< de 5	20
17	Urban Mining SpA	Proyecto de Inversión	Proyecto de Inversión	Proyecto de Inversión
18	Tupoback	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	24
19	Comercializadora de Artículos de Calefacción y Aire	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 5 y 10	28

	Acondicionado			
20	Fabrica y comercializadora de artículos de aseo	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 10 y 30	19
21	Importadora y Comercializadora de Artículos de Cumpleaños y Fiesta	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	21
22	Mini central Hidroeléctrica	Proyecto de Inversión	Proyecto de Inversión	Proyecto de Inversión
23	SIAAM SpA	Bajo U\$ 1.000.000	Entre 5 y 10	4
24	Distribuidora de Hardware y Software a empresas y retail	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 10 y 30	8
25	Aseo industrial	Entre U\$ 5.000.000 y U\$ 10.000.000	> de 30	20
26	Fabricante y distribuidora de Panadería y pastelería	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	15
27	Instituto de Inglés	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	38
28	Distribuidora de Cristales y Espejos dimensionados	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 10 y 30	15
29	Consultora de Ingeniería Vial	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	32
30	Distribuidora de Hardware, Software y Repuestos	Sobre U\$ 10.000.000	> de 30	20
31	Recicladora de Componentes Electrónicos	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	Entre 10 y 30	23
32	Importadora Distribuidora Insumos Médicos y Dentales	Entre U\$ 1.000.000 y U\$ 5.000.000	> de 30	8
33	Escuela de Negocios Internacionales ASEXMA, SA	Bajo US\$ 500.000	5	14
34	Sociedad Comercial Le Coin Lida	Entre U\$ 1.000 y U\$ 2.000.000	Sin dato	7
35	Inversiones inmobiliarias TV SA	Sobre U\$ 4.000.000	Sin dato	14
36	Transportes AR	Bajo U\$ 500.000	Sin dato	4

Fuente: Listado proporcionado por BE y fichas de empresas.

**Anexo 4 Listado de Inversionistas inscritos en la plataforma**

<b>N°</b>	<b>Inversionistas</b>	<b>Rango de Inversión</b>
1	Angelo Carreño Montenegro	Sin Respuesta
2	Ricardo Guler Stifel	Sin Respuesta
3	Felipe Zanberk Walter	Sin Respuesta
4	Alvaro Luis Valenzuela Pereira	Sin Respuesta
5	Mariano Valetutto x	Sin Respuesta
6	Omar Herrera Ballesteros	Sin Respuesta
7	Sergio Ignacio Martínez López	Sin Respuesta
8	Cristian Quiroz Lillo	Sin Respuesta
9	Boris alejandro cardenas cardenas	Sin Respuesta
10	Tito Rodrigo Valdivia Caro	Sin Respuesta
11	Esteban Perez Meyer	Sin Respuesta
12	Benjamin Maturana Almarza	Sin Respuesta
13	Cecilia Gonzalez Muñoz	Sin Respuesta
14	Eugenio Gallardo Rojas	Sin Respuesta
15	Ignacio Zañartu Alvarez	Sin Respuesta
16	Nicolás Ignacio Muñoz Lara	Sin Respuesta
17	Adolfo Hernán Ayala González	Sin Respuesta
18	Othon Eugenio Boerner Verdugo	Depende el negocio
19	Lina Parra Leon	Depende el negocio
20	Didier Antonio Toscano Gonzalez	Sin Respuesta
21	Snowboarden WilliamKi WilliamKi	Sin Respuesta
22	Pablo Astudillo Martínez	Depende el negocio
23	Adriana Bone Bravo	Depende el negocio
24	Mauricio Estrada Celis	Sin Respuesta
25	Anibal Pinto Ferrada	Entre U\$150.000 y U\$500.000
26	Thomas Moore J	Sin Respuesta
27	Christian Hugo Carkovic Norero	Entre U\$150.000 y U\$500.000
28	Federico Knautt Orro	Sin Respuesta
29	Sergio Daniel Dogliotti Diaz	Depende el negocio
30	Martin Luna Herrera	Sin Respuesta
31	Eduardo Andres Tello Aravena	Sin Respuesta
32	Gabriel Andres Bustos Ortiz	Sin Respuesta
33	Rodrigo Contreras Retamal	Sin Respuesta
34	Alex Meier Ayala	Depende el negocio
35	Pablo Jimenez Martinez	Entre U\$500.000 y U\$2.000.000
36	Enrique Jorge Matias Luzuriaga Grisolia	Sin Respuesta
37	Nikolaj Gregorcic Moller	Bajo U\$150.000
38	José Santiago Arellano Marin	Sin Respuesta
39	Gerardo Pérez Jarpa	Sin Respuesta
40	León Urruticoechea Ríos	Sin Respuesta
41	Sebastián Antonio Sabat Vicuña	Sin Respuesta
42	Jorge Ignacio Zeballos Valenzuela	Sin Respuesta
43	Nicolas Gumucio Schonthaler	Sin Respuesta
44	Sebastian Sabat Vicuña	Sin Respuesta

45	Javier Salinas Malaspina	Sin Respuesta
46	Alvaro Nicolas Hidalgo Ruiz	Sin Respuesta
47	Mauricio Reidel Conrads	Sin Respuesta
48	Vicente Jesus Suarez Hierro	Sin Respuesta
49	Snowboarden	Sin Respuesta
50	ERIK MANUEL SILVA ARAVENA	Sin Respuesta
51	Sebastián Rodríguez Undurraga	Bajo U\$150.000
52	Matias Arrau Garcia	Sin Respuesta
53	Sebastián Espinosa Fuentes	Bajo U\$150.000
54	Felipe Alvaro Bustos Perez	Depende el negocio
55	Juan Carlos Balmaceda Peñafiel	Bajo U\$150.000
56	Juan Pablo ZAÑARTU CONCHA	Bajo U\$150.000
57	Jose Pinto Ferrada	Depende el negocio
58	Felipe Smith Amunategui	Bajo U\$150.000
59	Raul Troncoso Keymer	Sin Respuesta
60	Ana María Marambio Agrela	Sin Respuesta
61	Fernando Herman Herrera	Bajo U\$150.000
62	Felipe Porzio Honorato	Entre U\$150.000 y U\$500.000
63	Darwin Tamayo Araya	Bajo U\$150.000
64	Andrés Roberto Junge Adriasola	Bajo U\$150.000
65	Guillermo Emilio Figueroa Bernales	Sin Respuesta
66	Antonio Vila Tapia	Bajo U\$150.000
67	Gustavo Subercaseaux Phillips	Depende el negocio
68	Andres Rossi Herrera	Bajo U\$150.000
69	Stefano Marcello Braghetto Catoni	Sin Respuesta
70	Ignacio Torres Karmy	Sin Respuesta
71	Rodrigo Castro Soto	Sin Respuesta
72	Ricardo Scheihing Salazar	Bajo U\$150.000
73	Claudio Herrera Herrera	Bajo U\$150.000
74	Alois Bencina Kuzmanic	Sin Respuesta
75	Nicolas Westenenk Saint-Jean	Bajo U\$150.000
76	Benjamin Alberto Chacana Carvajal	Bajo U\$150.000
77	Andres Schiaffino Orrego	Depende el negocio
78	Rodrigo Sanchez Mortenson	Sin Respuesta
79	Ronaldo Aguilar Tamblay	Bajo U\$150.000
80	Francisco Covarrubias Noé	Bajo U\$150.000
81	Maria Jose Sanchez Cabrera	Sin Respuesta
82	Leonardo Navatta .	Sin Respuesta
83	Vittorio Emmanuele Repetto Ijha	Entre U\$150.000 y U\$500.000
84	Mario Zapata Montoya	Sin Respuesta
85	Javier Karmy Selman	Sin Respuesta
86	Juan Pablo Borquez Yunge	Depende el negocio
87	Pablo Francisco Tromben Reyes	Sin Respuesta
88	Alex Mario Alvear Jara	Entre U\$150.000 y U\$500.000
89	Sebastian Felipe Santander Campos	Bajo U\$150.000
90	Gonzalo Monje de la Peña	Sin Respuesta
91	Hessel Nicolás Grenett Araya	Sin Respuesta
92	Claudio Ariel Espinoza Quiroga	Bajo U\$150.000

93	Diego Poblete Cornejo	Sin Respuesta
94	Fernando Zavala Guzmán	Sin Respuesta
95	Rafael Jara Arata	Sin Respuesta
96	Rodrigo Sáez González	Entre U\$150.000 y U\$500.000
97	Francisco Javier Fernández Rodríguez	Sin Respuesta
98	Roberto Perez Olivares	Sin Respuesta
99	Juan Eduardo Justiniano Dominguez	Sin Respuesta
100	Alvaro Juan Alliende Edwards	Sin Respuesta
101	Ana María Espinosa avila	Bajo U\$150.000
102	jorge Flores Henriquez	Depende el negocio
103	David Issac Vilugron Mathinson	Sin Respuesta
104	Juan Marcelo Araya Vilches	Depende el negocio
105	Claudio Cerpa Brito	Sin Respuesta
106	Felipe Divin Larrain	Sin Respuesta
107	Horacio Pavez Aro	Bajo U\$150.000