



Entretelones

• GUILLERMO V. ACEVEDO

Creada en 2021 entre la Bolsa de Santiago y Corfo, ScaleX fue diseñado para facilitar el acceso a financiamiento de empresas emergentes y en crecimiento por hasta 100.000 UF (unos US\$ 4 millones). Una suerte de eslabón que junta el *venture capital* con el mundo bursátil tradicional.

Pero de los 128 emprendimientos o empresas de mediano tamaño que se registraron en un principio, solo 6 lograron levantar capital vía ScaleX en sus cuatro años de operación. No todas eran propuestas seleccionables o serias, aclaran en el sector, pero es señal de cómo han ido bajando las ambiciosas expectativas iniciales.

“Pese a que ha sido un período en que el mercado accionario no ha estado muy bulle, varias iniciativas han salido al mercado a través de ScaleX”, valora Juan Andrés Camus, presidente de la Bolsa de Santiago, quien lo define como “un proyecto exitoso”.

Y mantiene una proyección positiva. “Hubo 2 o 3 años en que el crecimiento del IPESA era bastante bajo y no había apetito por empresas nuevas. Pero este año, el rendimiento ha sido bastante bueno y el mercado está más optimista. Lo que el mercado necesita es confianza y eso se confirmará luego de las elecciones”, comenta.

Y esta misma arista política la recogió la candidata presidencial oficialista Jeanette Jara (PC), que entre las propuestas en su programa detalló: “Promoveremos ScaleX, como una plataforma regional integrada con las bolsas de Chile, Perú y Colombia, donde Chile será el *hub* de la región”.

El mercado de ofertas públicas iniciales (IPO) en Chile —en su modo convencional— vio la última en junio de 2019 realizada por Cencosud Shopping, cuando recaudó US\$1.054 millones.

1 Un proceso extenso y caro para scaleups

Jaime Herrera, gerente de emprendimiento y líder de ScaleX, explica que las empresas deben cumplir ciertos requisitos de ventas, de antigüedad, que tengan un componente tecnológico y con un crecimiento sostenido en ventas o contratación de personal, pero también abarca a empresas que tengan ventas superiores a las 100.000 UF y quieran levantar capital.

Esto ya constituye un primer y gran filtro. Pero además, se vuelve “costoso”, afirma Mariachi Gálvez, gerente de Emprendimiento de Corfo, ya que “es un mercado muy regulado y, por lo tanto, hay que cumplir exigencias. La empresa debe invertir en poder armarlo, en *due diligence*, generar estructuras, *data room*, modelos, y cuando miras los informes financieros de una *startup* no son lo suficientemente robustos”.

Además, la empresa que se enlista tiene que pagar 200 UF más IVA por cada colocación, porque pueden hacerlo más de una vez. Además, si el levantamiento es sobre las 100.000 UF (US\$ 4 millones) tiene que pagar el 0,2% de lo que levante, señala Herrera.

Hay otro cobro semestral que es la cuota de *listing*, que ronda los 61,5 UF más IVA, y también está el pago por el Cap Table, el servicio de registro de accionistas que administra el Depósito Central de Valores (DCV), y son entre 5 y 7 UF mensuales. Y esto extiende los tiempos. Para tener una referencia, la última *scaleup* que se enlistó

Los fondos recaudados vía ScaleX alcanzan los US\$ 17 millones, divididos entre 6 empresas y aperturas.



Resultados discretos y seis empresas financiadas en cuatro años: Las claves sobre el difícil despegue de ScaleX

de Buydepa, con el patrocinio de Larraín-Vial, y el trabajo tomó entre 12 y 14 meses.

Pero hay emprendedores interesados en la iniciativa y han participado de instancias de relacionamiento con patrocinadores, algunos ejemplos son Polígloja, Lab4u o Comunidad Feliz. No obstante, algunos de ellos explican que si bien Corfo lanzó una convocatoria para ayudar con fondos a que llegaran a ScaleX, “los requisitos eran demasiados y no los cumplía ninguna de las empresas interesadas”.

2 Falta incentivo para inversionistas

ScaleX depende de patrocinadores, entidades especializadas que guían a los emprendimientos hasta enlistarse. Hoy son 11 patrocinadores, entre ellos BCI Corredores de Bolsa, BTG Pactual, BancoEstado Corredores de Bolsa, Innovamerica Ventures, Kaf Ventures, Dalgarrando y Cía., Cron Capital, Zenit, Chile Global Ventures y LarraínVial.

Si bien en un inicio eran muchos más, el número ha ido disminuyendo debido a que una vez que “ScaleX subió los cobros, muchos no quisieron continuar”, dice Felipe Dalgarrando, abogado de la firma Dalgarrando y Cía. De hecho, son el único bufete de abogados que se mantuvo como patrocinador, “el resto se bajaron todos”.

El cobro estaba anunciado desde el inicio, pero sumando costos y ganancias, muchos decidieron salir, comentan en el sector. Se trata de dos cuotas semestrales, que en total suman 440 UF al año, aunque puede ser menor por la cantidad de patrocinados y se aplican descuentos respecto al tiempo y aperturas que haya concretado.

Herrera explica que no hay urgencia por

conseguir patrocinadores. Sin embargo, a inicios de julio, Corfo y la Bolsa de Santiago lanzaron una convocatoria para que más entidades expertas apoyen a emprendimientos a listarse en ScaleX, con un subsidio de hasta \$600 millones. El sector lo atribuyó a dificultades de patrocinadores, aunque “esta convocatoria trata de maximizar la posibilidad de colocaciones”, dice Herrera.

En total, los fondos recaudados vía ScaleX alcanzan los US\$ 17 millones, divididos entre 6 empresas y 7 aperturas, ya que Pampa Camarones SpA, Fracción, ZeroQ, Ecometric, Buydepa y Osoji Robotics.

La cifra evidencia un mercado poco profundo y líquido, dicen en la industria, y que no ha logrado seducir a inversionistas más grandes. Está netamente dirigido a “inversionistas calificados”, no es para el *retail*, y compite con instrumentos de mayor volumen, incluso internacionales.

Herrera reconoce que “necesitamos dos cosas para aprovechar este mercado. Uno es tener mayores incentivos, como el tributario para las colocaciones, por ejemplo, impuesto cero sobre la ganancia de capital. Lo otro es que las AFP también inviertan, ya sea directa o indirectamente. Hay administradoras (AGF) que ya tienen vehículos armados, pero falta la plata de las AFP”.

3 Los fondos de las AFP no se atreven a entrar

La Superintendencia de Pensiones emitió en 2024 una resolución que permite a las AFP invertir en acciones de sociedades anónimas cerradas nacionales, incluyendo aquellas transadas en ScaleX.

“Como son compañías de tamaño pequeño, no pueden invertir directamente por un tema de escala, tienen que hacerlo a través de un vehículo intermedio, un fondo. Una vez que se arme un fondo de inversión con plata de las AFP va a favorecer muchísimo el desarrollo del mercado porque habrá mayor liquidez y más demanda por estos productos”, dice Dalgarrando.

El banco de inversiones BTG ya estaría armando un fondo para invertir en ScaleX, y luego se sumarían iniciativas similares desde entidades como Credicorp, Santander y LarraínVial, indican desde el sector.

Herrera explica que los fondos de pensiones “lo han ido evaluando”, aunque ha sido un avance lento. “Para algunos de ellos este mercado es chico, incipiente, y lamentablemente competimos con muchos instrumentos de mayor volumen y que hacen que eventualmente no seamos una prioridad”, agrega.

Otra idea que circula entre los patrocinadores es que “en algún minuto de madurez de estas nuevas compañías se puedan vender acciones al público en general, porque hoy solamente se pueden vender a inversionistas calificados”, comenta Dalgarrando.

Al respecto, el presidente de la Bolsa aclara que “no es un mercado abierto para cualquier persona debido a que la información es más reservada porque no son empresas públicas, no es una sociedad anónima abierta, por eso está restringido a expertos”.

Otro aspecto que sugieren implementar es un *market maker* para las compañías listadas, de manera que “siempre haya una punta compradora y una punta vendedora, para darle más liquidez al mercado”, que es básicamente “una corredora de bolsa que crea mercado para que siempre haya posibilidad de comprar o vender acciones”, comenta Dalgarrando.

Esta falta de un *market maker* constante puede afectar la liquidez, especialmente para empresas con bajo volumen de transacciones. Hoy figuran en las pantallas de la Bolsa, pero su movimiento es mínimo y algunos días es cero. Herrera confirma que la normativa permite esta figura, pero su implementación depende de las empresas y corredoras, y hasta ahora nadie lo ha implementado.