



PUNTO DE PARTIDA

POR JUAN PABLO SILVA

Otto Graff llegó a Santiago el lunes 21 de abril y en menos de 72 horas vio 49 pitches de startups latinoamericanas. La sesión la organizó ProChile como parte de Enexpro, un evento que reunió a fondos internacionales para mirar compañías de la región: la tarde del martes y miércoles completo, de 9 a 13 y de 15 a 18:30. Antes de volver a Ciudad de México la noche del miércoles 23, metió en la agenda reuniones con family offices y multi-family offices chilenos. Los que lo conectaron fueron el abogado Nicolás Ulloa y su hermano Tomás, fundador de Reuse, la única compañía chilena en la que Ignia ha invertido hasta ahora: US\$ 2 millones en dos rondas. En su tercer fondo, Ignia tomó la decisión de invertir sólo en "repeat founders" -emprendedores que ya hayan creado otra compañía-, y la única inversión que se sale de esa regla es Reuse.

En Chile se discute si las AFP podrían invertir en venture capital y Graff vivió la versión mexicana del mismo debate desde el lado del manager. En 2013 la regulación de las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) se modificó para permitirles entrar a esta clase de activos. Dos años después, Ignia cerró el primer fondo de venture en pesos mexicanos respaldado mayoritariamente por dinero de pensiones: 1 650 millones de pesos -US\$ 100 millones al tipo de cambio de noviembre de 2015-, con tres Afores aportando el 92% del capital y una sola tomando el 47%.

**Cómo funciona el modelo mexicano**

Acá la discusión corre por dos carriles paralelos. El primero es el proyecto de ley que crea la Agencia de Financiamiento e Inversión para el Desarrollo (AFIDE), ingresado por el gobierno de Gabriel Boric en mayo de 2024 y hoy en segundo trámite en la Comisión de Hacienda del Senado. Esto, sin embargo, comentan conocedores del proyecto no tendría cabida en esta administración.

El segundo carril es el nuevo régimen de inversión que la Superintendencia de Pensiones debe diseñar como consecuencia de la reforma previsional aprobada en 2024-2025: la licitación de asesores externos está en curso, el diseño se publicaría en septiembre y la operación efectiva comenzaría en 2027. Hoy las AFP destinan apenas 2,5% de sus activos a alternativos y los FIP, el vehículo donde se concentra el venture capital chileno, no califican como activo elegible.

En México, fue mediante de un instrumento llamado Certificados de Capital de Desarrollo (CKD) que se permitió a las Afores invertir en capital de riesgo.

**- ¿Cómo funciona un CKD?**

- Es un fideicomiso público. Tiene su ticker y entre comillas cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores, pero no es bursátil: no lo puede comprar el público inversio-



**OTTO GRAFF, SOCIO DEL FONDO MEXICANO IGNIA:**

**“TOMÓ DOS AÑOS CONVENCER A LAS AFORES DE INVERTIR EN VENTURE CAPITAL”**

**Ignia es uno de los fondos pioneros del venture capital latinoamericano. Tienen US\$ 400 millones bajo administración, dos unicornios en su portafolio (Konfio y Rapyd), y son inversionistas en Tiendanube y la chilena Reuse. Graff llegó a Chile invitado por ProChile a mirar startups locales. La experiencia mexicana, dice, es la prueba de que abrir el venture al capital de pensiones funciona, pero también un manual de los errores que conviene no repetir.**

nista. El emisor está regulado por la Ley del Mercado de Valores y estamos obligados a reportar como si fuéramos una compañía pública: reportes trimestrales de 150 hojas, donde tengo que poner la evaluación de mi portafolio.

**- ¿Hacen público el valuation de cada compañía sin ser una compañía pública?**

- Sí. Y nos hemos peleado con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, que es quien nos regula, porque cuando una compañía del portafolio representa más del 15% del valor, tienes que subir sus estados financieros auditados. Y hay compañías que ni siquiera tienen financieros auditados todavía. Si los tuvieran, no los querría subir, porque le estoy dando el detalle absoluto a la competencia.

**- ¿Qué porcentaje de la inversión de las Afores puede ir a estos certificados?**

- Se permite hasta un 20%, pero la proporción actual es 0,3%.

**- ¿Por regulación o porque no lo han hecho?**

- No lo han hecho. De las 10 Afores que hay en México, sólo tres han invertido en venture en México.

Explica que han optado por invertir en esta clase de activos en mercados donde el VC está más desarrollado, como EEUU.

**- ¿Y cómo fue tu rol para ir a convencerte?**

- Nada sencillo, porque tienes que explicarles que vas a tener un portafolio donde habrá compañías que se van a morir, y son las que se van a notar primero. Tenemos que explicar cómo funciona la J-Curve, no sólo de las startups sino del propio fondo. Era un tema de casi evangelización con los equipos de alternativos y eventualmente con los comités de inversión. Los comités de inversión de las Afores regularmente tienen gente que participó en banca y gente de riesgos. A la

gente de riesgos en banca no le gusta ver J-Curves. Hay muchísima aversión al riesgo.

**- ¿Cuánto tardaron?**

- Dos años. Conseguimos tres Afores.

**Los retornos**

El DPI (Distributions to Paid-In) mide cuánto dinero líquido un fondo efectivamente devolvió a sus inversionistas dividido por el capital aportado: un DPI de 1,0 significa recuperar lo invertido y sobre 1,0 hay ganancia neta. Es la métrica más exigente

porque ignora las valuaciones contables de las compañías que siguen en cartera -eso lo recoge el TVPI- y sólo mira plata que salió del fondo. Por la dificultad de hacer exits en Latinoamérica, los DPI de la región tienden a ser más bajos que los de fondos estadounidenses comparables.

**- ¿Se pueden dar cifras del DPI del fondo?**

- Sí, porque son públicos. Toda la información de los CKD es pública y a nosotros nos enorgullece que, quitando la parte de deuda, somos el fondo de venture con el DPI más alto de México. Tenemos 0,67 de DPI y 3,5 de TVPI.

## QUIÉN ES IGNIA

Fundado en 2007 por Álvaro Rodríguez Arregui y Michael Chu -ex KKR y ex Acción Internacional, donde lideraron la inversión que retornó 250 veces el capital cuando Compartamos Banco hizo su IPO-, Ignia administra hoy más de US\$ 400 millones en tres fondos. Su portafolio tiene 40 compañías y dos unicornios: Konfío en México y Rapyd en Israel, una fintech que facturó US\$ 1200 millones el año pasado y que adquirió la operación de mercados emergentes de PayU por US\$ 610 millones. Figura también como inversionista temprano en Tiendanube, la plataforma argentina de e-commerce hoy llamada Nuvemshop.

### - ¿Y cuánto rinde una Afore invirtiendo en venture capital versus renta variable tradicional?

- La TIR (Tasa Interna de Retorno) que tenemos hasta el momento está alrededor de 22% en pesos, que dado el tipo de cambio nos da muy parecido en dólares. Los números de las Afores que se ven hoy, porque son públicos, es que están retornando entre 8% y 9%.

Las dos grandes apuestas que sostienen esa cifra son Tiendanube -donde fueron early investors y "vale más que todo el fondo", dice Graff- y Rapyd, donde ya hicieron

una salida parcial vendiendo el 50% de su participación y de la que esperan un IPO en Estados Unidos.

El Fondo II debió cerrar en noviembre de 2025, pero Ignia obtuvo una extensión de dos años con las Afores.

### - ¿Cuál es el mayor mito que tienen los fondos de pensiones sobre el venture capital?

- Que no hay salidas, y es una realidad. Para compañías latinoamericanas es difícil hacer salidas. Nosotros lo hemos logrado principalmente por M&A, porque el IPO no existe o hay tres o cuatro o cinco compañías. Tenemos siete unicornios. El más alto, era y sigue siendo Kavak.

## ¿Y las AFP?

### - Hoy en Chile se discute si las AFP podrían invertir en este *asset class*. Desde tu experiencia mexicana, ¿qué puede salir bien y qué puede salir mal?

- Lo que puede salir bien: tienen bolsillos muy profundos y la capacidad no solamente de crear ecosistemas, sino de mejorar el ecosistema de manera significativa. En 2019 surgió el fondo de Softbank de US\$ 5.000 millones para Latinoamérica y eso fue un punto de inflexión. Existe el talento, pero las compañías necesitan estar bien fundadas y no podemos depender siempre de los

## QUIÉN ES OTTO GRAFF

Graff llegó a Ignia en 2009. Antes había trabajado siete años en Vitro, la vidriera de Monterrey que en los '80 era la compañía más grande de su país. Ahí hizo Corporate Finance: implementó portafolios de derivados para cubrir exposición a gas natural, tipo de cambio y tasas. La empresa lo mandó al MBA en Carnegie Mellon, en Pittsburgh, con la condición de volver. "No vi más clases que Corporate Finance. Veía algo que decía Venture Capital y decía: '¿cómo es invertir en compañías que pierden dinero? ¿Quién hace eso?'. Hoy lleva 17 años haciendo eso. Álvaro Rodríguez y Fabrice Serfati, dos colegas suyos en Vitro, habían salido para fundar Ignia y en 2009 lo llamaron. "Yo me iba a ir a trabajar con ellos en lo que hicieran. No me importaba qué hicieran porque eran mis mentores. Caí en venture siguiéndolos a ellos, no por una decisión de querer hacer esto el resto de mi vida". Fue CFO de Ignia hasta 2023 y desde enero de 2018 es socio del fondo.

extranjeros, en particular de los americanos, para que vengan a fondear las compañías de acá. El trigger para hacer eso son las Afores, porque tienen el dinero y su objetivo, por lo menos en México, no es solamente generar un retorno para los ahorradores, sino que tienen el potencial de detonar crecimiento dentro del país. Cubres los dos ejes. Lo que puede salir mal: hay que tener buenos managers. En México ha habido historias de terror, de managers que no son buenos, que levantan cosas solamente para cobrar fees y no entregan nada. Eso ha gatillado cambios regulatorios muy duros en lo que pueden cobrar los managers. Siempre pagamos justos por pecadores: un par de malos actores te matan todo.

### - Si entran las AFP, ¿podría distorsionar

### el mercado de venture capital?

- En teoría, podría. Pero si estás partiendo de una base súper baja, todavía falta muchísimo tiempo para que pueda distorsionar. Hoy en México, el 70% de la inversión que hacen las Afores está en bonos gubernamentales y Cetes (pagarés emitidos por el gobierno de México para recaudar fondos).

Para cerrar, Graff resume su visión sobre la región: "Para ser VC tienes que ser un optimista forzosamente. En Estados Unidos se puede hacer un unicornio resolviendo un problemita chiquito. En México y en Latinoamérica los problemas son brutales, pero no se consigue el suficiente fondeo. Por eso regreso al tema de que las Afores son las que lo pueden solucionar". +