

## EL INVIERNO LLEGÓ A LA INDUSTRIA VC ... AHORA VIENE LA PRIMAVERA Y EL VERANO

La caída en el precio de las acciones y los bonos a nivel global, las altas inflaciones y los conflictos geopolíticos, han creado una tormenta perfecta que ha puesto a la economía mundial en riesgo de recesión. Esto no solo ha afectado a los mercados públicos, sino que también ha permeado a los mercados privados. Las industrias de Private Equity (PE) y Venture Capital (VC) han visto correcciones en sus valorizaciones, todo esto empujado por caídas abruptas en los precios de acciones de compañías tecnológicas públicas, algunas recientemente listadas. Algunas de estas compañías, como Block (anteriormente Square), Palantir, Snowflake o Coinbase, eran consideradas “estrellas” generadas por los mercados privados. Sin embargo, esto puede presentar una gran oportunidad para inversionistas disciplinados con una visión clara.

Por Cristián Pavez Miranda | Gerente General Antebo Internacional (FFOO) & Inversionista Ángel

Las caídas de precios observadas recientemente nos traen a la memoria la burbuja del “punto com” del año 2000. La naturaleza humana nos hace recordar el pasado y buscar patrones – “la historia siempre se repite”. Sin embargo, esto presenta oportunidades para apoyar a una nueva generación de compañías con base tecnológica, creadas u operando en medio de una de las tormentas más grandes que nos ha tocado presenciar. Pero primero, ¿cómo llegamos a esto?

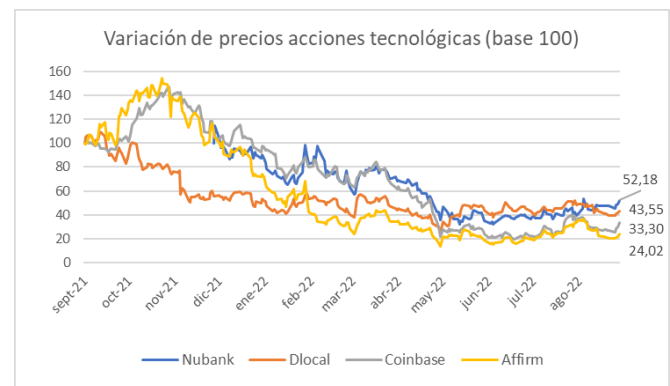
### Winter is coming

Durante la pandemia comencé a ver la serie *Game of Thrones* (¡sí, nunca la había visto antes!). Me percaté que desde el primer capítulo muchos decían “winter is coming”, esperando un evento apocalíptico que nunca llegaba. Sin embargo, lo que más me llamó la atención es que nadie se preparó o tomó medidas para enfrentar esta catástrofe que se avecinaba, hasta que finalmente “el invierno” llegó al final de la serie.

Al parecer el invierno también está llegando a la industria VC. Compañías tecnológicas recientemente listadas en bolsa han visto caer sus precios abruptamente en los últimos meses, lo que se ha traducido en drásticos ajustes en valorización de startups en todo el mundo.

Las valorizaciones en la industria VC subieron frenéticamente en los últimos años. Un periodo en que la aparición de unicornios (compañías valorizadas en

más de USD 1 Bn) llegó a niveles históricos. Ya por un tiempo venía escuchando sobre la “burbuja” que existía en los mercados privados y que sus precios no tenían sentido. A pesar de ello, más dinero fue invertido en fondos VC/PE, lo que ayudó a empujar aún más el valor de las compañías. Como toda burbuja, sigue creciendo hasta que deja de crecer y explota abruptamente. Esto lo podemos ver en la variación de precio de algunas de las acciones tecnológicas más emblemáticas que tuvieron sus IPOs el año 2021.

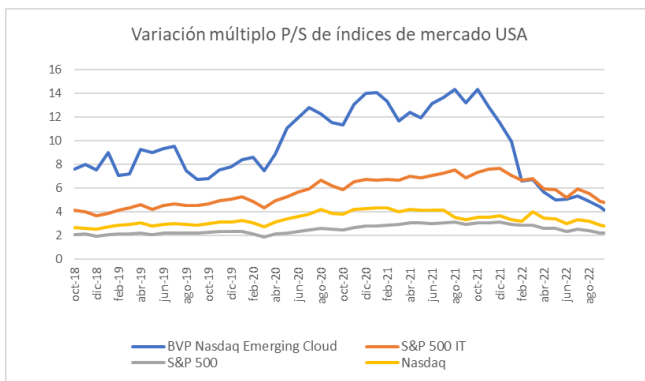


### Pero, ¿cómo llegamos a esto?

Todo comenzó en los mercados públicos. Políticas monetarias laxas y tasas cercanas a cero que venían de muchos años atrás – y un empuje adicional en la

política fiscal durante la pandemia como medida de reactivación – generaron un exceso de liquidez que de una u otra forma encontró su camino hacia la economía. De esta forma, todo este dinero se dirigió a los mercados accionarios públicos, y eventualmente a los mercados privados. Esto se puede ver claramente en el aumento de los múltiplos de valorización de compañías listadas en las principales bolsas americanas, especialmente en los sectores tecnológicos.

Como podemos apreciar en el siguiente gráfico, los múltiplos de precio/ventas (P/S) venían subiendo desde varios años atrás. En particular, el múltiplo P/S del índice *BVP Nasdaq Emerging Cloud* subió un 75% entre Octubre 2018 y Noviembre 2021. Este índice fue creado por Bessemer Venture Partners y sigue el desempeño de compañías públicas emergentes que ofrecen principalmente soluciones de software en la nube a sus clientes. Este índice es relevante para esta discusión, ya que algunos lo ocupan como referencia para valorizaciones de Startups SaaS en etapa de crecimiento. Es decir, compañías públicas que ofrecían servicios de Cloud Software se valorizaban en promedio por sobre 14 veces sus ventas anuales.



El dinero que elevó las valorizaciones en los mercados públicos encontró finalmente su camino hacia los mercados privados. Inversionistas institucionales, tales como fondos de pensiones y endowments, elevaron los montos invertidos en VC a niveles históricos.

¿Y que más ocurrió? Es hora de presentar a los fondos “crossover”. Los fondos crossover son hedge funds o fondos mutuos que invierten en compañías públicas y privadas. Con la abundancia de capital privado, las compañías han sido capaces de mantenerse privadas por más tiempo. Con esta nueva dinámica, estos

fondos crossover comenzaron a invertir más en compañías privadas buscando los retornos que estaban obteniendo los fondos VC/PE. Fondos como Tiger Global o Coatue Management, invirtieron millones de dólares en compañías normalmente financiadas por fondos VC. Es más, Tiger Global se convirtió uno de los fondos con más unicornios en su portafolio en el transcurso de solo un par de años.

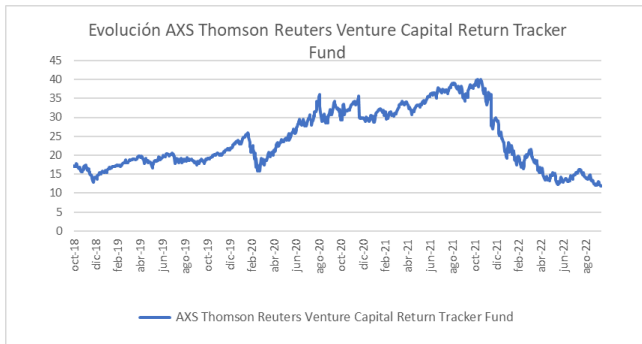
### Finalmente llegó la inflación. ¿cómo afectó esto a la industria VC?

Las altas valorizaciones en mercados privados se sostuvieron hasta que la inflación no lo permitió más. La Fed y otros bancos centrales alrededor del mundo comenzaron a actuar drásticamente frente a niveles de inflación que comenzaban a verse descontrolados. Con esto, las tasas de interés empezaron a subir y el exceso de liquidez comenzó a acabarse. Resultado: se acabó la fiesta. Los mercados accionarios públicos colapsaron, especialmente las compañías tecnológicas, viendo una corrección abrupta que todavía no sabemos si ha terminado.

La industria VC tampoco estuvo ajena a esto. El financiamiento a startups comenzó a disminuir y compañías privadas líderes a nivel mundial comenzaron a tener grandes recortes en sus valorizaciones. Por ejemplo:

- Klarna - el gigante del modelo de negocio “Buy Now Pay Later” - vio caer su valorización un 85% de USD 45,6B a USD 6,7B en su última ronda de financiamiento
- T. Rowe Price redujo la valorización sus acciones de Stripe, firma privada de medios de pago, en un 64% con respecto al inicio del año 2022
- Capital Group recortó la valorización de Instacart, la plataforma de delivery, en un 62% desde fines de Marzo 2022.

Como resultado, la industria VC tuvo una abrupta corrección al igual que el mercado accionario. Esto lo podemos ver en la evolución del fondo *AXS Thomson Reuters Venture Capital Return Tracker*, que tiene como objetivo seguir el desempeño del índice *Thomson Reuters Venture Capital*. Este índice intenta medir el desempeño de toda la industria VC en USA, desde la etapa de startups hasta sus “exits”.



Al parecer, la fiesta también se acabó en los mercados privados.

### A río revuelto, ganancia de pescadores

Y ahora, ¿qué hacer? A simple vista, el escenario se ve muy malo. Sin embargo, toda crisis presenta una oportunidad. Como dice el viejo dicho: “a río revuelto, ganancia de pescadores”.

Este escenario presenta la oportunidad para financiar a compañías que podrían ser las “ganadoras” de la próxima década. Las compañías más resilientes, eficientes y con mejores equipos, serán las sobrevivientes de este periodo, poniéndolas en una posición privilegiada para convertirse en líderes de sus industrias durante los próximos 10 años.

Estamos viendo una nueva generación de fundadores muy talentosa (¡especialmente en Latam!), quienes han aprendido de las generaciones anteriores de fundadores exitosos. Compañías fundadas en periodos de crisis tienden a ser más eficientes y rentables, ya que deben optimizar el uso de sus recursos. Al mismo tiempo, compañías fundadas durante periodos de crisis tienden a levantar capital con valorizaciones ajustadas a la baja con respecto a los años anteriores. Es decir, fondos VC estarían invirtiendo en el mismo talento a valorizaciones más “baratas”. Esto también podría contribuir a mejores rentabilidades con respecto a “vintages” anteriores, donde las valorizaciones estaban más “caras”.

Compañías como Amazon, Paypal y Facebook (ahora Meta) sobrevivieron o fueron fundadas después de la burbuja del “punto com”. Ya se imaginarán como fueron los retornos de los fondos que las apoyaron después que reventó la burbuja.

Hay que recordar que seleccionar “ganadores” no es fácil. La estadística clásica es que 9 de cada 10 emprendimientos fracasan. Al hacer “doble click” podemos ver que es algo más complejo que eso. Por ejemplo, las tasas de graduación (tasa a la cual un emprendimiento es capaz de levantar capital en una siguiente ronda de financiamiento) es de solo 56% para compañías que han levantado una ronda Ángel/Seed (\*). Sin embargo, cada desafío presenta grandes oportunidades.

Este escenario será aprovechado por inversionistas disciplinados con tesis de inversión claras, que sean capaces de apoyar a los emprendedores más osados. Si la historia se repite, habrá grandes oportunidades en los próximos años para apoyar compañías líderes del futuro.

(\*). *Forbes article “Startups Success Rates And Repositioning For The New Normal” (data used for the analysis from Pitchbook Data)*  
<https://www.forbes.com/sites/donbutler/2020/05/27/startups-success-rates-and-repositioning-for-the-new-normal/>