

# afiste

**Association for Financial Technology Stock Exchange**

# Tabla de contenidos

1. Resumen Ejecutivo	
2. Visión general del mercado de Venture Capital	
2.1	Problema de liquidez y sus efectos
2.2	Soluciones existentes
2.3	Oportunidades digitales
2.3.1	Recursos digitales
3. Afiste: una solución integrada para Latinoamérica	
3.1	Características centrales
3.1.1	Emisión de tokens y la plataforma de tokenización
3.1.2	Importancia del blockchain
4. Precedentes en el mundo.	
4.1	España: IBEX MAB
4.2	Estados Unidos: NASDAQ
4.3	Francia, alemania e inglaterra: EURONEXT
5. Del mercado y de los ecosistemas	
5.1	Mercado objetivo
5.2	Integración al mercado tradicional. La importancia de evitar rivalidades innecesarias
6. Arquitectura de la plataforma	
6.1	Seguridad de la información
6.2	Normativas y estándar de operación
6.2.1	La importancia de la colaboración
7. Modelo de Negocio	
8. Hoja de ruta de Afiste	
9. Sobre las ventajas de los Utility tokens	
10. Marco de gobierno	
Renuncia de responsabilidad y riesgos asociados	
ANEXO A: Apéndice	
ANEXO B: Utility Tokens: términos y condiciones	
ANEXO C: Factores de riesgo y la utilidad de los símbolos.	
ANEXO D: Literatura académica: Efectos y análisis del riesgo de liquidez en mercados emergentes	

## Resumen Ejecutivo

El Venture Capital es uno de los mayores contribuyentes al desarrollo de innovación tecnológica. Ha aportado con inversiones a un 43% de las empresas que hoy cotizan en las bolsas de Estados Unidos. Además, es una atractiva categoría de inversión, producto de que genera retornos muy superiores a la media.

Dicho esto, también hay varias restricciones dentro de la industria. Los mayores obstáculos son: La baja liquidez, ya que tarda un tiempo considerable para generar ganancias (Un fondo de venture capital en promedio bloquea la inversión por un período de 10-12 años). Además de las altas barreras de inversión (El monto mínimo de entradas comienza en 500 mil dólares); y altos riesgos asociado a este tipo de inversiones. Estos obstáculos desincentivan a un gran número de inversores potenciales, tanto inversores profesionales como instituciones financieras.

La nueva era de los activos digitales ofrece oportunidades únicas para brindar soluciones de liquidez rentables. En este marco, Afiste es una empresa de Fintech que ofrece una plataforma digital que busca cumplir tanto con las normativas de emisión de activos como de mercado, con el objeto de fomentar y proporcionar un ecosistema donde los fondos de venture capital podrán aumentar su capital, tokenizar sus carteras de inversión y venderlos como activos digitales. Al hacerlo, se estará creando una nueva herramienta la cual permitirá aumentar la liquidez del mercado de Venture Capital y volumen de inversión.

Por eso, Afiste tiene como objetivo:

1. Proporcionar una solución mediante la implementación de un proceso de tokenización de cartera, convirtiendo activos tradicionales a formato digital;
2. Habilitar a tenedores a ofrecer estos activos digitales a otros inversores a través de una plataforma por medio de ofertas iniciales;
3. Listar estos activos digitales en el marketplace de Afiste y, garantizar transacciones en un mercado secundario;
4. Controlar el cumplimiento y la ejecución de flujos de pago;
5. Crear un ecosistema end-to-end que permita tanto a inversores retail como inversores profesionales o institucionales, acceder al venture capital, a través, de la creación de una nueva clase de activos financieros digitales y negociables.

Al hacer más líquidos estos instrumentos, se busca aumentar la cantidad de capital disponible en el mercado de fondos para las startups y pymes. De esta forma, se lograrán potenciar los procesos de innovación y, los esfuerzos por transformar la base productiva de las economías en Latinoamérica.

Desde su inicio, Afiste ha priorizado el trabajo colaborativo basado en la cocreación, trabajo con reguladores y en la construcción de un ecosistema para su lanzamiento comercial. Además, la empresa ha desarrollado el marco para emitir y listar activos y generar alianzas estratégicas con actores clave en su cadena de valor.

## Visión general del mercado

La industria de Venture Capital global ha ido creciendo desde 2013 a una tasa compuesta anual del 17,8%, y alcanza su punto más alto en 2018 con 182 mil millones de dólares invertidos en nuevas empresas a nivel mundial (180 mil millones de dólares en 2017)<sup>1</sup>, sin considerar los \$803 mil millones de dólares en activos totales bajo gestión<sup>2</sup> (621 mil millones de dólares en 2017).

Se estima que los activo totales combinados de la industria de Venture Capital rondan alrededor del 1 trillón de dólares, teniendo en cuenta las inversiones en empresas tecnológicas de fase temprana y el capital de crecimiento más líquido (Dry powder).

Las inversiones de Venture Capital son conocidos por generar beneficios atractivos. Los fondos con mejor rendimiento tienen una TIR del 30-40%. También está el caso de los unicornios, que pueden generar rendimientos por más de 100 veces la cantidad invertida. Por ejemplo, Alibaba que levantó \$1.1 mil millones de dólares y luego fue valorada en \$167,7 mil millones de dólares en su salida a bolsa.

## Problema de liquidez

Durante años, la industria ha luchado con un tema clave: La inversión en tecnología requiere un tiempo considerable para generar rendimientos. Normalmente se requieren al menos siete años para ver cualquier retorno y mucho más tiempo para lograr un “exit” rentable (Por lo general, a través de la venta de acciones durante una oferta pública inicial, una fusión o adquisición).

Como resultado, la industria de venture capital ha establecido un modelo operativo en que recauda capital de inversores (generalmente llamados socios limitados) por un período de 8-10 años (y ahora comúnmente extendiéndose a 12 años).

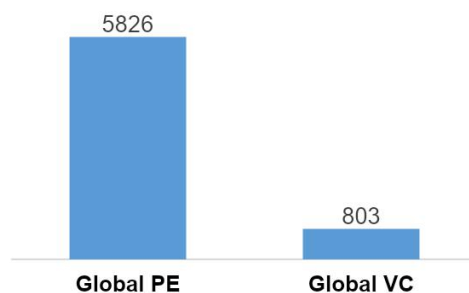
Lock-in del capital, alto riesgo y tickets altos hacen que la industria de capital riesgo sea particularmente ilíquida y restrictiva para la mayoría de los inversores en los mercados financieros:

- Los activos totales de la industria de venture capital de Estados Unidos, representan aproximadamente el 50% del total de la industria global, y solo un 0.6% del valor del mercado público de Estados Unidos;
- El total de activos bajo administración de las sociedades de venture capital son sólo, aproximadamente, el 14% del mercado de capital privado global de \$ 5.8 trillón;

<sup>1</sup> Fuente: <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-capital-q4-2017>

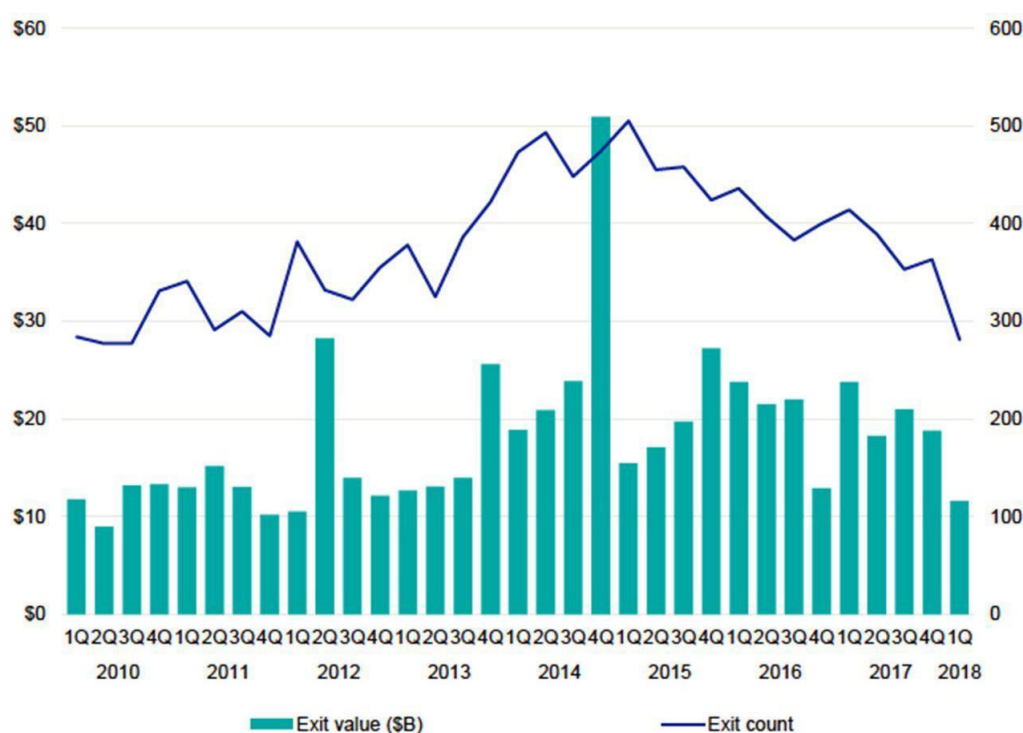
<sup>2</sup> Fuente: McKinsey Global Private Markets Review 2019

<sup>3</sup> Fuente: McKinsey Global Private Markets Review 2019



**Fig 3. VC como una parte de la industria de capital privado global, \$ billones.**

En los últimos años, el problema de liquidez ha ido creciendo a medida que las empresas se mueven hacia una estrategia que implica el mantenerse privadas. Esto se puede ver por la disminución de la actividades de exit (Fig. 4).



Source: Venture Pulse, Q1'18, Global Analysis of Venture Funding, KPMG Enterprise. Data provided by PitchBook, April 11, 2018.

**Actividad en el exit de inversiones de Venture Capital. Figura 4. Global 2010 - Q1'18**

Como resultado, una parte significativa de las empresas financiadas a través de venture capital, requieren más tiempo para llegar a eventos de liquidez, potenciando el problema de lock-in en la industria aún más.

Y dado que las empresas permanecen más tiempo privadas, crea los siguientes efectos:

1. Empresas de alto crecimiento con pérdidas, siendo favorecidas sobre las que muestran la rentabilidad “demasiado pronto”, esto reduce el incentivo para generar beneficios tempranos;
2. Para sostener niveles altos de crecimiento, muchas de estas empresas requieren significativas cantidades de financiamiento continuo hasta etapas posteriores;

3. El tamaño promedio de los deals y las valoraciones están aumentando. De hecho, actualmente el deal promedio está históricamente en su punto más alto.

Las tendencias anteriores conducen a efectos secundarios notables: las empresas de venture capital están recibiendo incentivos para aumentar el tamaño del fondo. Según un estudio reciente realizado por Crunchbase, más del 25% del capital obtenido por las empresas de venture capital en 2017 fue a sólo seis fondos. Además, en 2018 se estableció el récord histórico por más de 1 billón de dólares en fondos levantados.

Más importante aún, obliga a los venture capital a centrar los deals a las etapas más avanzadas de financiamiento (más del 60% del monto financiado por VCs iba a alcanzar un total de más de 100 millones de dólares en “mega-deals”).

En suma, esto conduce a una disminución en la cantidad total de empresas financiadas. De acuerdo con lo reportado por PwC y CB Insights, a 2017 la cantidad de deals estaba en su nivel más bajo desde 2012, mientras que la cantidad total de dólares invertidos estaba en un máximo en 10 años<sup>5</sup>. El financiamiento de etapas tempranas se encuentra en una fuerte caída debido al foco en las empresas que requieren capital para etapas posteriores (casi un 25% de la disminución en el porcentaje total de la financiación de venture capital, de un 35% a 27%).

Datos de PitchBook, muestran que el número total de rondas de financiación de Venture Capital casi se ha reducido a la mitad desde 2014<sup>6</sup>. Como resultado, los fondos para nuevas startups está cada vez menos disponible, aunque el total de capital invertido en la industria es cada vez mayor.

## Soluciones de liquidez existentes

Dado que la liquidez siempre ha sido un problema para la industria de Venture Capital, han habido intentos de abordar esta cuestión. La mayoría de las vías comunes incluyen:

**1. Fondos de adquisición secundarios** centrados en la adquisición de equity en la fase pre-IPO, para empresas que no están listas para salir a bolsa, lo que obliga constantemente a los primeros inversores para encontrar opciones alternativas de liquidez.

El volumen de estas operaciones ha crecido significativamente en los últimos años, como también el número y tamaño de los fondos de adquisición especializadas han crecido a su nivel históricamente más alto, con jugadores importantes como el grupo Softbank, que destina decenas de miles de millones a ofertas secundarias.

**2. IPOs de Fondos** o sea cuando un fondo de Venture Capital cotiza en una bolsa de valores. *Por distintos motivos, esta ruta no ha sido satisfactoriamente adoptada:*

- El costo de una IPO en cualquier bolsa de valores importante, es demasiado alto para la mayoría de los fondos de capital riesgo;
- Requisitos de las bolsas de valores tradicionales, generalmente son demasiado difícil de cumplir;
- Los términos legales de la clásica estructura de *LP-GP*<sup>7</sup> en los fondos de Venture Capital, tienen una serie de limitaciones que los hacen difícilmente compatibles con los requisitos del mercado público.

---

<sup>4</sup> Fuente: Inside the rise and reign of supergiant venture capital rounds

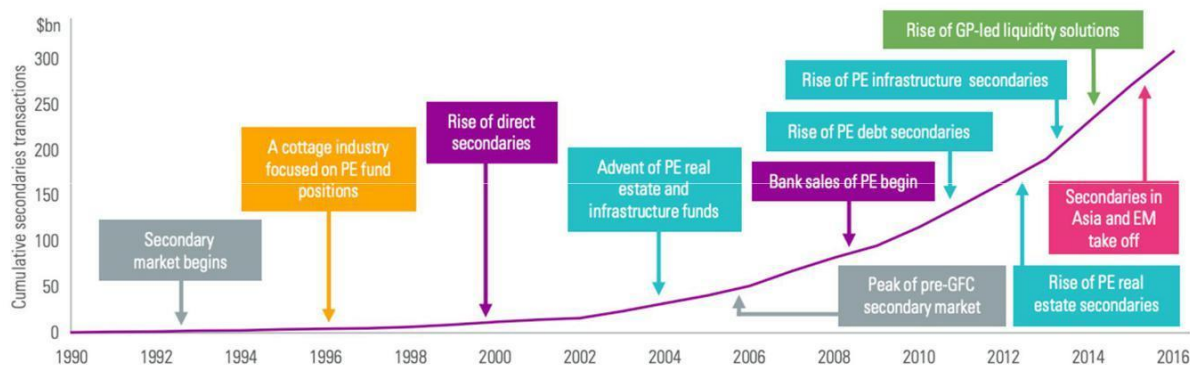
<sup>5</sup> Fuente: CblInsights - Venture capital Q4 2017

<sup>6</sup> Fuente: There is an implosion of early stage funding no one is talking about

<sup>7</sup> Un fondo de capital riesgo típico suele estructurarse como una sociedad, donde el gestor del fondo se llama un socio general (GP) y de los inversores, la provisión de capital al fondo se denominan socios limitados (LPS)

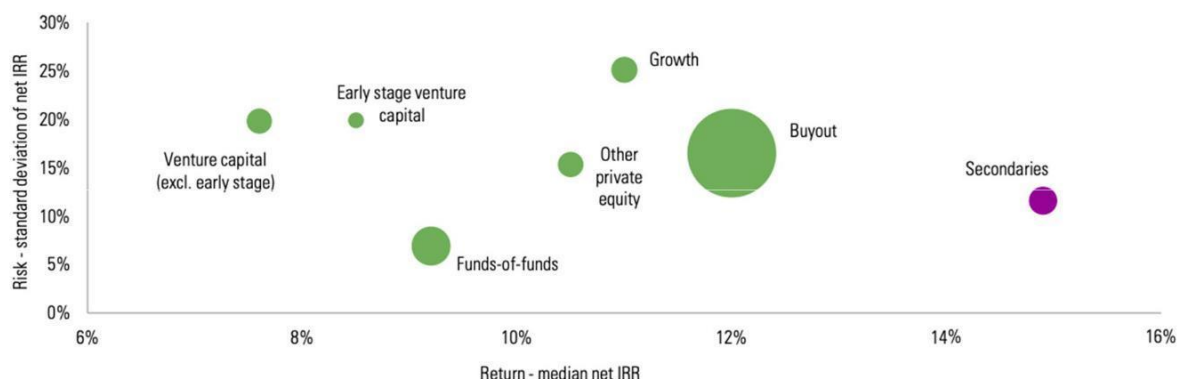
**3. El mercado secundario alineado con los intereses de los socios limitados (LP)** que incluye a los inversores secundarios especializados en la compra de intereses a cabo LP de VC de fondos.

*Este mercado está emergiendo y requiere de liquidez de acuerdo a varios informes.*



**Fig. 5 El mercado secundario sigue respondiendo a las nuevas necesidades de liquidez**

El mercado secundario está atrayendo a un número creciente de inversores debido a las ofertas secundarias las cuales proporcionar un rendimiento mucho mayor en comparación con las ofertas primarias.



**Fig. 6 el perfil riesgo-retorno de las estrategias de PE <sup>9</sup>**

Según los informes, el aumento real de los mercados secundarios está dando lugar a nuevos registros, más de \$70 mil millones en 2018, aumentando el volumen total en un 650% en los últimos 10 años. Esta cifra es conservadora, ya que no incluye la actividad de más de 1.000 compradores oportunistas y no tradicionales, cuya actividad combinada puede ser significativa. Por ejemplo, se excluyen por completo las actividades de todos los fondos soberanos (incluyendo ADIA, ADIC, GIC Temasek, etc.), a pesar de que algunos han construido equipos dedicados a las compras secundarias.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Coller Capital The Private Equity Secondary Market

<sup>9</sup> Coller Capital The Private Equity Secondary Market

<sup>10</sup> Setter Volume Report FY 2018



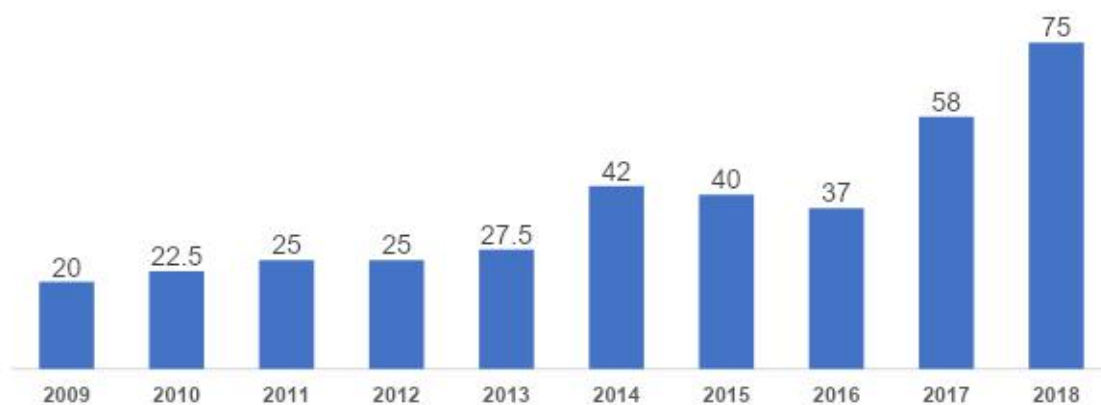
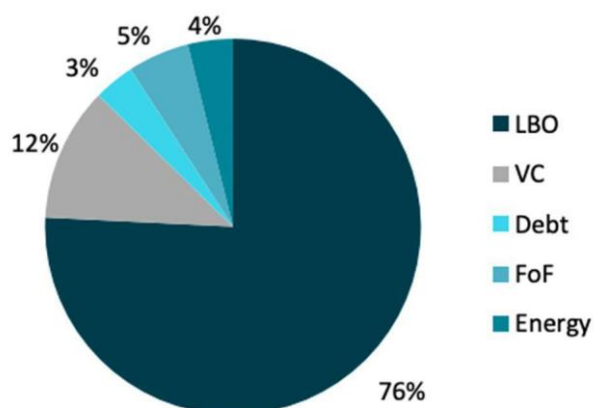


Fig. 7 Mercado secundario, \$ bn

En los mercados secundarios, el 35% de las operaciones son directas, pero los inversores aún están más interesados y atraídos por las ofertas de PE (~ \$44 millones de dólares en 2018), mientras que dentro de las secundarias PE - VC es el segundo activo más popular.



La Fig. 8 Estructura de secundarias PE, 2018 <sup>1</sup>

## Oportunidades Digitales

La aparición de blockchain permite una nueva era en los mercados de capitales, abriendo un camino para los activos digitales se conviertan en una nueva categoría de inversión.



La Fig. 9 Evolución de vehículos de inversión

## Recursos digitales

La emisión de activos digitales como vehículo de inversión tiene varios beneficios:

**Propiedad fraccionada:** Los activos tradicionales suelen definirse por un alto precio por unidad, mientras que la digitalización de un activo ofrece una ruta eficiente para fragmentar el valor.

**Mayor confianza:** La transparencia de un libro mayor de mayor descentralizado, así como un activo programable permiten reducir la dependencia de una autoridad para ejecutar la transacción y reduce los riesgos de contraparte.

**Cumplimiento Programable:** Muchos aspectos del proceso de cumplimiento (como KYC / AML) puede ser automatizado dentro de la arquitectura de un activo o protocolo subyacente con la cliente de incorporación y sistemas de monitoreo.

**Accesibilidad:** una cartera digital se puede abrir en línea de forma casi instantánea, sin necesidad de ir a un banco o abrir una cuenta con un corredor, esto hace que los activos digitales más accesibles que los instrumentos tradicionales del mercado financiero. Es por esto que los activos digitales se han convertido para muchos la primera inversión financiera de su vida.

**Mejora de la transferibilidad:** reducción de los costos de transacción mediante la eliminación de los intermediarios a partir de los procesos de solución de transacción.

<sup>11</sup> Setter Volume Report FY 2018

## Solución Afiste

La propuesta de Afiste es ayudar a aliviar los problemas que actualmente aquejan a la industria de Venture Capital. Mediante la tokenización de carteras de activos y la creación de un mercado líquido.

Para lograr ello, haremos lo siguiente:

- Reducir el lock-in del capital y movilizarlo mediante la mejora de su liquidez;
- Abrir el Venture Capital a una clase inversores más amplia considerando tanto instituciones y personas naturales.
- Volver a la industria más inclusiva, al hacer el capital más accesible para las empresas de Venture Capital y las aceleradoras, así como para las startups y pymes que operan fuera de las zonas geográficas capital-rich como Silicon Valley;
- mejorar la transparencia y la competitividad en el mercado de fondos;

como consecuencia, mejorar la disponibilidad de capital para los empresarios e innovación.

Al combinar el perfil de alto rendimiento de los activos de Venture Capital con la liquidez del mercado secundario, Afiste está desarrollando una nueva clase de activo digital, el cual tiene un mejor perfil riesgo-retorno en comparación con los instrumentos de inversión tradicionales.



**Fig. 10 Posicionamiento de las carteras de VC tokenizadas v/s otra clase de activos.**

Afiste desarrolló una solución única (Derechos Negociables sobre Acciones “DNA”). La solución es una combinación de un know-how tecnológico y legal. Consiste en un activo digital, en formato “token”, emitido y registrado en su propia blockchain. Además, este representa el derecho de los titulares sobre los activos, que pueden incluir las inversiones realizadas en los portafolios de fondos de Venture Capital, el propio portafolio o incluso una startup en particular, así como una amplia gama de otros activos intercambiables.

Como resultado, el Venture Capital se redefinirá como una clase de activo más líquido, dando una base de inversores más amplia la capacidad de invertir sin problemas en startups tecnológicas de alto crecimiento.

Afiste está dispuesta a ofrecer sus soluciones para los diferentes tipos de activos en el mercado de fondos. Para mantener proteger los intereses de los stakeholders y proteger a los inversores, Afiste ofrecerá soluciones de packaging y de marketplace, incluyendo la propia tokenización en la forma de los siguientes subtipos de DNA:

- **Portafolio de un fondo de Venture Capital**, es decir, digitalización de un fondo completo de inversión (P-DNA), respaldados por las empresas en las que se realizó las inversiones existentes;
- **Una empresa específica**, esto es, acciones digitales (A-DNA), respaldada por acciones y valorización de una startup o pyme en particular;
- **Participación de socios limitada**, es decir, digitalización de la participación de uno o más socios (S-DNA), respaldado por los derechos de ese socio en particular. Esta opción está disponible siempre que la participación en cuestión sea significativa.

## **Afiste, emisora y plataforma de tokenización: Marketplace y su ecosistema**

La plataforma y marketplace de Afiste, buscan cumplir con la normativa de emisión de activos digitales y con el estándar de seguridad operacional. La plataforma reunirá y conectará a los inversionistas. Los tenedores de activos pueden utilizar los servicios del mercado Afiste (asesoría, estructuración, documentos transaccionales del ejercicio, etc.) y emitir las DNA, mientras que los inversionistas pueden comprar y vender activos digitales (DNA) en el mercado.

## **Mercado Objetivo**

La plataforma de Afiste contempla proporcionar liquidez a cada uno de los fondos de Venture Capital y aceleradoras de negocios. Como parte de los \$5 trillones de activos administrados en los mercados privados globales, el tamaño del Venture Capital global es de \$620 billones.

Región	Nº de empresas de venture capital
Estados unidos	5.485
Europa	2567
Reino unido e Irlanda	812
Alemania, Austria y Suiza	492
Francia	284
Bélgica	65
Luxemburgo	32
Asia	1.364
China	300
India	255
<b>Chile</b>	<b>32</b>
<b>Global</b>	<b>10.975</b>

En Chile, los activos bajo administración de Venture Capital suman un total de ~5,5 billones de dólares. Afiste tiene previsto trabajar con los jugadores profesionales de Venture Capital y atraerlos para convertirse en proveedores de activos digitales en la plataforma. De acuerdo con la estrategia de mercado, la prioridad durante el primer año de funcionamiento es el mercado de Venture Capital Chileno.

<sup>13</sup> Venture Capital, Accelerators, Micro VCs, Corporate Venture Capital, PE, Venture Debt, Funds of Funds, Individuals/Angels, IB, Universities etc. in accordance with Crunchbase.com data., who have invested in minimum 5 companies.

<sup>14</sup> Germany, Austria, Switzerland.

<sup>15</sup> Pitchbook, McKinsey, Global Private Markets Review 2018.

<sup>16</sup> Pitchbook. The 2018 Annual European Venture Report.

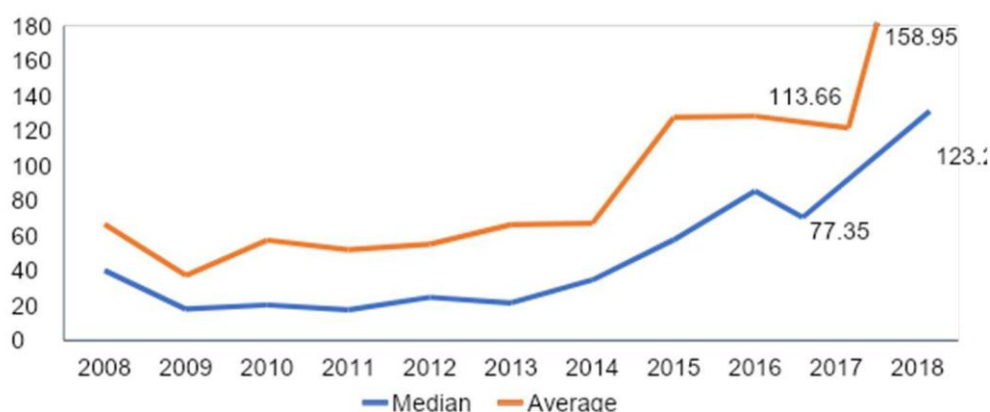


Fig. 12 La mediana y el

fondo promedio europea de VC (Tamaño en € millones)

## Las principales características de la solución

Con el fin de llevar la liquidez a la industria de Venture Capital, Afiste pretende controlar varias partes de la cadena de valor, incluida la emisión y estructuración de activos, desarrollo de marcos legales y apoyo regulatorio, marketing y solución tecnológica tanto para ofertas iniciales (públicas o privadas) y secundarias.

Afiste ofrece una solución combinando diferentes características que tienen como objetivo proporcionar el mejor servicio a todos los agentes del mercado, incluyendo LP, GP e inversionistas:

1. **Proceso de emisión activos simple y eficiente.** Una de las prioridades clave en el diseño de la plataforma de Afiste, es hacer que el proceso de emisión de activos sea lo más simple posible. Para lograr esto, hemos desarrollado una solución técnica estándar mediante el uso de smart-contract, por medio de los cuales se realiza el proceso tokenización.
2. **Los marcos legales.** Afiste ha desarrollado el marco regulatorio y transaccional, que ayudará a los tenedores en la realización de todos los pasos necesarios. Antes de poder ofrecer DNA a los proveedores de liquidez, los tenedores pasarán a través de un proceso de admisión, que incluirá entre otros pasos obligatorios debida diligencia legal y confirmación independiente de las valoraciones. Para aumentar la protección de los proveedores de liquidez, la estructura de la emisión DNA y documentos transaccionales se ajustan a las principales normas de los mercados en lo relativo a emisión, custodia y traspaso de activos.
3. **Apoyo regulatorio.** El Estado de Chile se centra en el apoyo de las nuevas tecnologías, innovaciones, emprendimiento y el mercado de fondos. CORFO es el principal ente gubernamental de este ecosistema, que se enfoca en apoyar y potenciar el mismo. A la fecha, ha destinado \$518 millones de dólares a potenciar el mercado de fondos, por lo que es uno de los actores más importantes de Sudamérica en su rol.

Por otro lado, está el papel del regulador; la CMF. Aunque una ley FinTech está pendiente, el organismo muestra actitud colaborativa, bajo la idea de ajustar la norma vigente de manera proporcional, para estimular la innovación. Por estas razones, Chile fue una elección natural como jurisdicción para Afiste.

4. **Experiencia del cliente.** Un atributo clave en la plataforma es la facilidad de uso para los proveedores de liquidez, tanto a los profesionales e institucionales, a través de la provisión de la información necesaria para realizar los análisis técnico-fundamentales pertinentes. Además, esto incluye la experiencia comercial de los usuarios, siempre priorizando la seguridad de la información y de las transacciones, proveyendo una base de confianza para la operación del mercado de Afiste. Además, el mercado ofrecerá una API para facilitar terceros desarrolladores de aplicaciones y proveedores de servicios para integrarse con el Afiste mercado.
5. **Ecosistema de servicio.** Con el fin de permitir la formación de un nuevo mercado, Afiste invertirá una parte sustancial de sus recursos y esfuerzos en el establecimiento de un ecosistema robusto que proporcionará a los inversores (los proveedores de liquidez) y los proveedores de inventario de todos los servicios de apoyo necesarios. Los servicios incluirán los proveedores de servicios profesionales que están especializados en auditoría legal y valoración de cartera, así como agencias de información y clasificación, bancos de inversión, corredores de inversión, agencias de marketing y relaciones públicas, asesores financieros y servicios comerciales.

## Papel del blockchain

Un componente clave de la propuesta de Afiste, será la capacidad de reducir los costos de transacción y mejorar la eficiencia en cómo son emitidos los activos y en su negociación. Esto se consigue en gran medida mediante el uso de blockchain y la tokenización de los activos. La creación de una instancia única para intercambiar activos en un entorno digital, tiene una serie de ventajas en comparación con la forma tradicional de operar los mercados de capitales:

- La eliminación gradual de los intermediarios financieros y estructuras que generan fricción;
- Explotar el potencial subyacente de los activos cifrados, al mismo tiempo que se levanta más capital cifrado;
- Seguridad y transparencia mejorada habilitada por el libro distribuido inmutable;

La gobernabilidad mejorada, ejecución y el cumplimiento que se pueden automatizar a través de contratos inteligentes (por ejemplo, requisitos de KYC / AML y la identificación del proveedor de liquidez).

Los resultados son que los costos de transacción, el cumplimiento y la administración de contratos se reducen, mientras que una parte significativa de los procesos involucrados en las transacciones entre las diferentes partes se convierte más eficiente, seguro y más rápido (por ejemplo, la transacción se llevará a minutos en lugar de días, la presentación de informes y registros de propietarios pueden ser generados en un solo clic).