

PERMITIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL SÓLO MENCIONANDO LA FUENTE Y CON LA AUTORIZACIÓN DE LOS AUTORES O PROFESOR GUÍA.



“EL CAPITAL PRIVADO (PRIVATE EQUITY) EN AMÉRICA LATINA”

Seminario Titulo de
Ingeniero Comercial, Mención Economía.
Facultad de Economía y Negocios.
Autores: Cristian Fuentes Roncallo.
Martín Benítez Yavar.
Profesor Guía: Sr. Jorge Gregoire Cerda.

SANTIAGO

2007

Índice

	Pág.
Introducción	2
Parte I	
Marco Referencial.	3
Evolución Histórica.	8
Impacto y Desarrollo del Capital Privado en EEUU.	13
Capital Privado en América Latina.	21
Mercado de Capital Privado en América Latina.	23
Parte II	
Casos	
El Caso de Brasil	29
El Caso de Chile	32
El Caso de México	39
Casos y Experiencias Recientes	41
Parte III	
Desempeño Accionario Post Private Equity	48
Parte IV	
Conclusiones	53
Bibliografía y Referencias	55

Introducción

La inversión en private equity en América Latina ha alcanzado un fuerte crecimiento desde el 2003 a la fecha. Brasil se ha constituido como el país con un mayor número de inversiones del tipo private equity, con un fuerte dinamismo en los últimos años. Así mismo, muchos de los otros países de la región han tenido un fuerte incremento en inversiones en private equity. Pero detrás de esta relativamente nueva forma de inversión, se distinguen una amplia gama de industrias en las cuales se desempeñan las empresas en las que se invierte. Del mismo modo, las estrategias de salida de la inversión en private equity, difieren notablemente entre los países de la región y entre industrias.

En la primera parte de este seminario se definirán los distintos tipos de inversión de capital privado y sus características. Además se hará una revisión del desarrollo de la inversión en capital privado a nivel global, enfocándonos principalmente en Estados Unidos, con el fin de tener un marco referencial necesario para entender el desarrollo del capital privado en América latina.

Posteriormente revisaremos la información relevante para Latinoamérica, donde incluiremos un análisis descriptivo y cuantitativo de la inversión en private equity en la región.

En la segunda parte relataremos alguna experiencia concreta de inversiones en private equity, a nivel de países y de empresas, de tal forma de ejemplificar el proceso interno y la forma en que actúa el inversionista y como éste determina el desempeño futuro de la empresa.

En la tercera parte haremos un estudio comparativo del rendimiento de las empresas que pasaron por un proceso de inversión privada y se emitieron a la bolsa, versus otros IPO que no pasaron por este proceso. De esta forma analizaremos el desempeño post inversión de private equity.

En la última parte expondremos nuestras conclusiones.

Parte I

Marco Referencial

Definiciones y Características Principales

Para nuestro trabajo utilizaremos el termino private equity para referirnos ya sea al capital privado o venture capital, y lo definiremos como el capital invertido por un fondo de inversiones o inversionistas particulares (nacionales o internacionales), en empresas con altas expectativas de crecimiento o empresas con un crecimiento estancado y que buscan su resurgimiento.

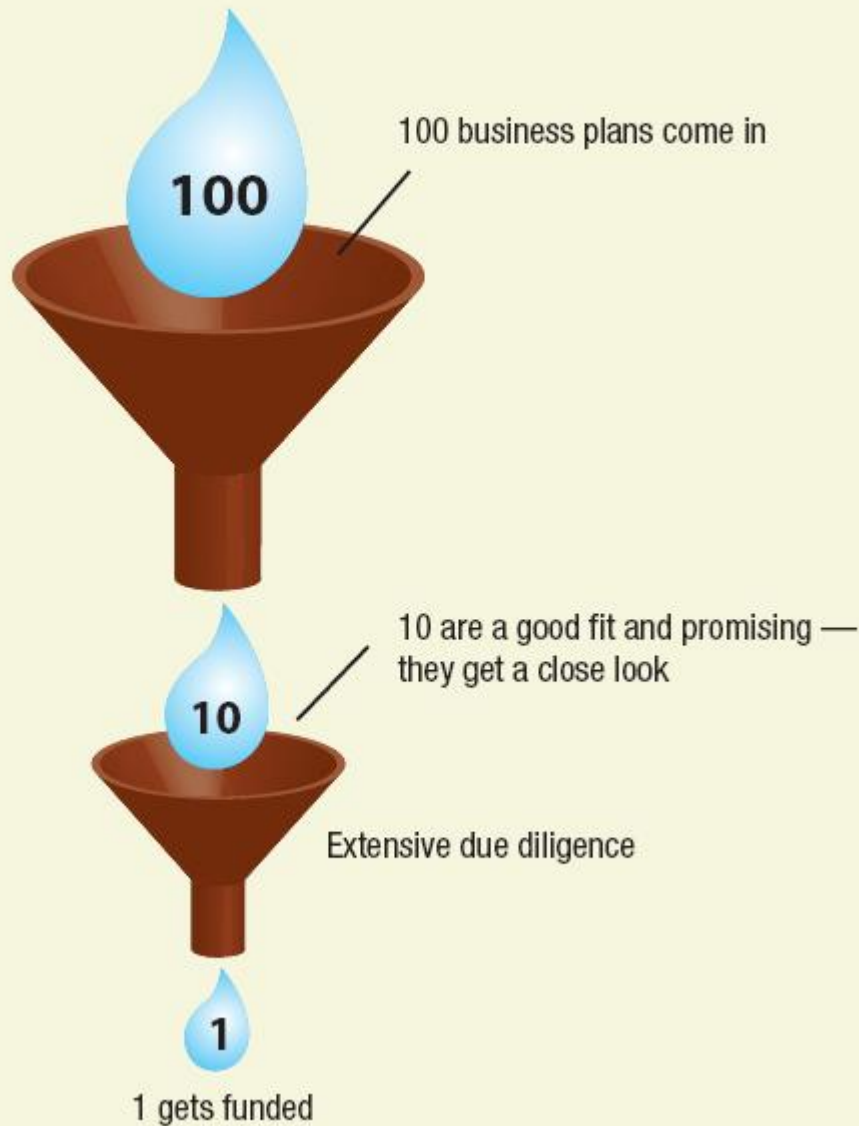
El objetivo principal de este tipo de inversiones es incrementar el valor y tamaño de las empresas en que invierte, transformándose el fondo, en socio y miembro activo del directorio de la empresa, asesorando y dirigiendo las operaciones de forma de rentabilizar lo más posible a la empresa. Es por esta razón, que estos capitales son especialmente atractivos para empresas que no pueden acceder fácilmente a los mercados crediticios, ni a la asesoría profesional que un fondo de capital privado puede brindar, generalmente empresas jóvenes, proyectos de expansión de emprendedores o empresas con problemas financieros.

Existen casos y evidencia de lo exitoso que pueden llegar a ser estas “inyecciones” de capital privado para empresas con oportunidades de crecimiento, tales como Compaq, Microsoft, Intel, Netscape, solo por mencionar las mas conocidas.

La forma de operar del capital privado es fácil de entender, existen tres actores claves, *un fondo de inversiones* (que actúa como intermediario) que se ha encargado de recolectar sus fondos a través de *inversionistas*, ya sean particulares o instituciones, en un plazo de alrededor de uno o dos años, invierten en la *empresa que ven con altas posibilidades*, a cambio de una participación en su capital, generalmente mediante un contrato de compraventa, además de una participación en el directorio de la misma, lo que le permite supervisar las operaciones, asesorar y ser lo mas eficiente posible de forma de asegurar la rentabilidad de la inversión. De forma dinámica, la explicación de lo que hace un fondo de inversiones es lo siguiente¹:

¹ Fuente : Venture Impact 2007, Global Insight.

The Business Plan Funnel



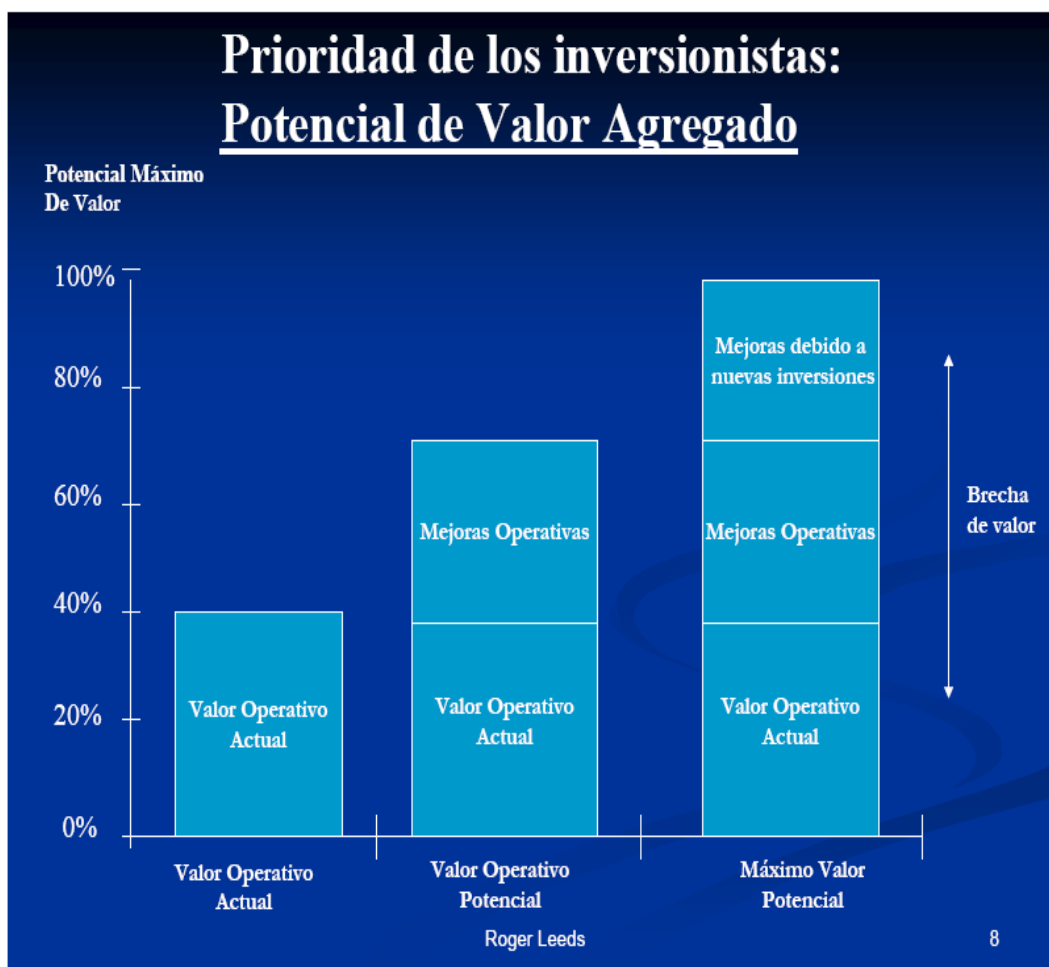
Al ser el fondo de inversión, un accionista fundamental de la empresa y ser miembro del directorio, debe velar por generar el mayor valor posible, supervisando el proceso productivo, planes de negocios y estrategias, de forma de que una vez que la empresa alcance su mayor valor pueda vender su participación, en un plazo no mayor a los diez años, a una cantidad significativamente mayor a la que invirtió, y asegurar a sus inversionistas atractivos rendimientos.

Los términos típicos de una inversión de un fondo de Private Equity son los siguientes²:

- Tiempo máximo promedio, 10 años.
- Periodo de inversión promedio de 5 años, sin reinversión de capital.
- Inversionistas típicamente institucionales, más de dos y menos de veinticinco.
- Fondo cerrado, donde se suscriben compromisos de capital, sin posibilidad de redención de capital.
- Sociedades limitadas, Limited Partnership.
- Responsabilidad del inversionista, limitada al compromiso de capital.

² Fuente : Estructuración de fondos de capital privado, Patricio D Apice, Julio 30, 2007.

Gráficamente lo que busca una inversión en private equity se refleja claramente en la siguiente ilustración³:



Como se mencionó anteriormente, existen distintos momentos en que una empresa puede necesitar o le es conveniente el apoyo de capital privado, ya sea en sus inicios, en sus planes de expansión o resurgimiento, o para aprovechar las oportunidades que se le presenta. Es por esto que podemos definir distintos tipos o grupos de inversiones en capital privado, dependiendo del momento y la situación que enfrenta la empresa:

³ Fuente: Roger Leeds "private equity en mercados emergente, mitos realidades y prospectos futuros en Colombia", Bogotá Colombia, 25 julio 2005.

1. *Capital Semilla o seed investment*: este tipo de inversiones tiene como finalidad proveer a la empresa el capital necesario para la etapa de investigación y desarrollo del producto y para establecer el negocio. Las inversiones de este tipo llegan generalmente al millón de dólares aproximadamente.
2. *Capital de desarrollo o early stage*: para las etapas iniciales de la empresa, comienza la producción, se despachan cantidades comerciales, instalación, actividades de marketing y ventas. Las inversiones son de hasta 5 millones de dólares aproximadamente en promedio.
3. *Capital de expansión*: en estos casos el capital privado se utiliza o es requerido por empresas consolidadas en el mercado y que buscan expandirse o aumentar su tamaño, generalmente mediante adquisiciones o fusiones, para esto la inversión de capital ya puede llegar a alrededor de los 20 millones de dólares, dependiendo de la adquisición o plan de crecimiento.
4. *Capital de consolidación o later stage*: este financiamiento es para empresas que buscan recursos para acceder a los mercados de capital (bolsas), mediante una IPO, o que busca ser lo más atractiva posible para un eventual comprador que la adquiera. Las inversiones de este tipo pueden llegar hasta los 50 millones de dólares.

De más está decir que los fondos no se limitan a sólo uno de estos financiamientos, ya que es perfectamente posible, y de hecho así ocurre que financien más de una de las etapas anteriormente señaladas, principalmente las seed investment y early- stage.

Evolución histórica desde sus inicios

Este tipo de inversiones ha cobrado un rol fundamental en las últimas décadas dado el rol fundamental que ha significado en el desarrollo de las economías desarrolladas y principalmente de Estados Unidos en los últimos treinta años.

La inversión en private equity en América Latina ha alcanzado un fuerte crecimiento desde el 2003 a la fecha. Brasil se ha constituido como el país con un mayor número de inversiones del tipo private equity, con un fuerte dinamismo en los últimos años. Así mismo, muchos de los otros países de la región han tenido un fuerte incremento en inversiones de capital privado.

Detrás de este fenómeno se pueden distinguir ciertas conductas y aspectos que han favorecido el desarrollo de este tipo de inversiones. Cambios en las normativas de inversiones de los fondos de pensiones han permitido un aumento considerable de recursos destinados a inversiones de private equity, así como la eliminación o disminución en los impuestos a las ganancias de capital, la globalización de los mercados financieros, que permiten aumentar las posibilidades de inversión y permiten una mayor diversificación de los portfolios de los inversionistas.

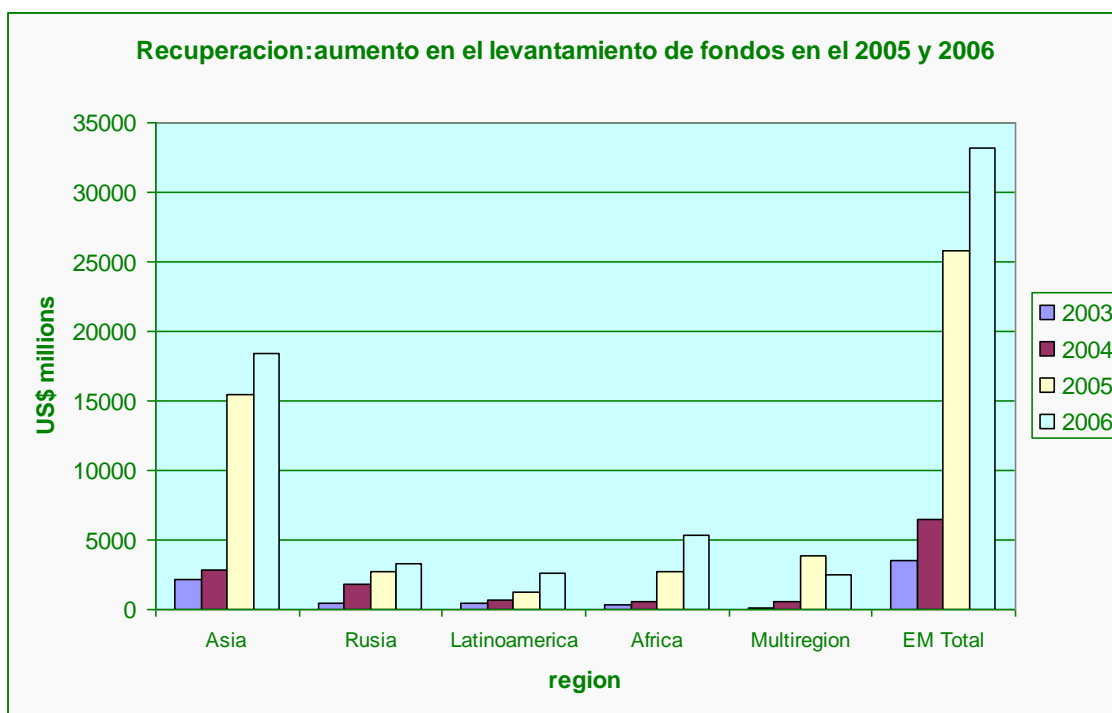
Por su parte la estabilidad de los últimos años en materia macroeconómica y política, ha ayudado al desarrollo de este tipo de inversiones en Latinoamérica ya que hace más confiable a la región para recibir estos flujos de capital.

Todas estas características que se han mencionado han permitido que los fondos de inversión de private equity, sean vistos como un mercado complementario a los mercados de créditos, una alternativa válida y atractiva principalmente para el desarrollo de la pequeña y mediana empresa que como sabemos son la base de las economías latinoamericanas.

Si se considera que grandes empresas han surgido gracias a la inversión de capital privado, tales como Microsoft, es posible pensar en el desarrollo de grandes empresas en la región, que apoyen el crecimiento sostenido durante el tiempo.

El primer fondo fue la American Research and Development en 1946⁴, luego de esto hubo un estancamiento básicamente debido a las regulaciones y trabas que existían. Sin embargo en 1978 comienza el fenómeno propiamente tal debido en esencia a la reducción a las ganancias de capital y a la introducción en este tipo de inversiones de los fondos de pensiones.

El interés en los mercados emergentes surge a mediados de los noventa dado el exceso de liquidez de los mercados occidentales, que se encontraban en búsqueda de diversificar sus inversiones, y dada la estabilidad que se ha mantenido en la región, Latinoamérica junto con Asia fue el blanco preferido. Es por esto que se incrementó el levantamiento de fondos en América latina y se crearon 100 nuevos fondos en la región y más de 500 en Asia⁵.

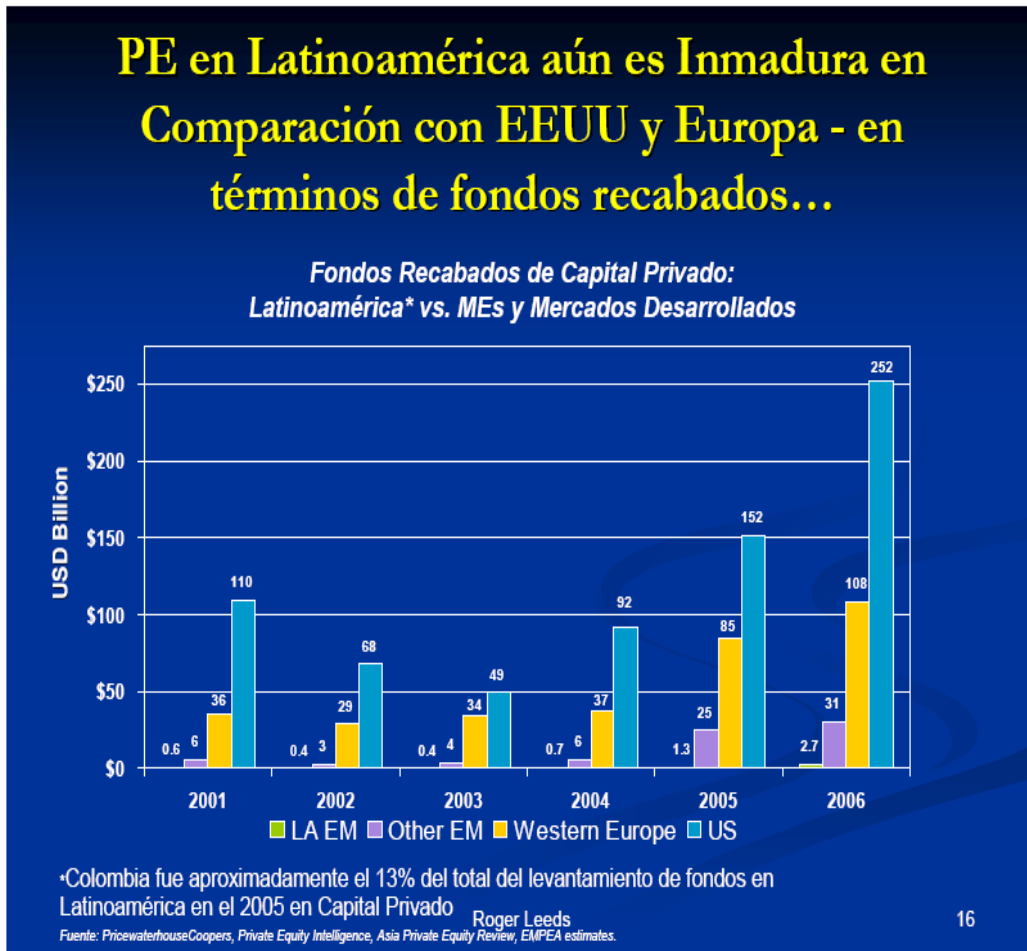


A pesar de lo anterior, los fondos recabados por capital privado en Latinoamérica siguen siendo insuficientes y muy por debajo de otras economías emergentes y principalmente

⁴ Fuente : Desarrollo del capital de riesgo en Chile, Julio Perez Vallejos, 2001.

⁵ Fuente: Elaboración propia en base a Roger Leeds "private equity en mercados emergente, mitos realidades y prospectos futuros en Colombia", Bogotá Colombia, 25 julio 2005.

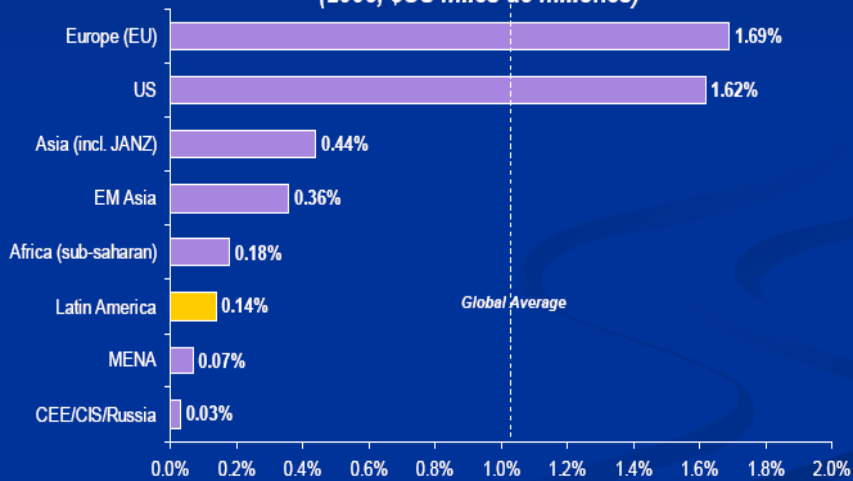
de los pasases desarrollados, lo que puede abrir una ventana para fomentar el desarrollo económico a partir de estas inversiones como se muestra a continuación⁶:



⁶ Fuente: Roger Leeds” private equity en mercados emergente, mitos realidades y prospectos futuros en Colombia”, Bogotá Colombia, 25 julio 2005.

Estando al 0.14% del PIB, Inversión de PE en Latinoamérica Pequeña Comparada con Otras Regiones

Inversiones de PE (\$US miles de millones) como porcentajes del PIB (2006, \$US miles de millones)



Fuente: IMF GDP figures 2006 (current USD), Asia Private Equity Review, Venture Equity-Latin America, EVCA, AVCA, GVCA/Zawya, EMPEA estimates.

Roger Leeds

18

De los gráficos anteriores se desprende que los principales mercados en los cuales se ha desarrollado el private equity, corresponde a Estados Unidos, Europa y en menor medida el Asia Pacífico, concentrando más del 90% de los flujos de capital privado.⁷

Analizando más detalladamente estos datos, vemos que Estados Unidos acapara más del 52% de los recursos, seguidos por Europa que se lleva cerca del 30%, mientras que América Latina sólo alcanza el 1%. Dentro de este porcentaje, Brasil es el país con mayor participación de la región, alcanzando el 50%, seguido por México (30%), Colombia (6%) y Chile con un 4%.

⁷ Fuente: Roger Leeds "private equity en mercados emergente, mitos realidades y prospectos futuros en Colombia", Bogotá Colombia, 25 julio 2005.

Los principales fondos de inversión que están presentes en Latinoamérica son JP Morgan, Advent Latin America, BBVA Bancomer, Latin America Enterprise Fund, entre otros.

A lo largo de la historia, en Latinoamérica se han presentado ciclos en cuanto al private equity. El primero se dio en 1995, pero que no tuvo mayor duración dado los mediocres resultados obtenidos, producto principalmente de la inexperiencia de los fondos. Luego a partir de 1998 se dio el boom de este tipo de inversiones, motivados principalmente por la irrupción de internet y el financiamiento para desarrollar y adaptarse a esta nueva tecnología. En la actualidad se puede decir que estamos viviendo un resurgimiento de este tipo de inversiones, dado principalmente la globalización de los mercados y la irrupción de nuevos fondos que han permitido el desarrollo de nuevas empresas y proyectos emprendedores.

Impacto y Desarrollo del Capital Privado en Economías Desarrolladas, principalmente en Estados Unidos.

En la última década, el desarrollo del capital privado en Estados Unidos y los países desarrollados ha sido fundamental para explicar su sostenido crecimiento. Hace apenas dos años (2005) el fondo más grande alcanzaba un capital de US\$ 6000 millones⁸, mientras que actualmente para el año 2007 solamente “Blackstone”, el fondo más importante alcanza los US\$ 20000 millones. Se habla de que este tipo de inversiones no tienen techo a corto plazo y que se podrían llevar a cabo operaciones de magnitudes que hace años eran insospechadas. Un ejemplo de esto es la compra de Chrysler por parte del fondo Cerberus, en una transacción por más de US\$ 6000 millones. El gráfico a continuación ayuda a dimensionar el auge del capital privado en estos países:



Al igual que la evidencia histórica, en EEUU, el auge por este tipo de inversiones se da luego de una serie de medidas que hacen más atractiva relativamente este tipo de inversiones que las comunes. Entre estas medidas se pueden mencionar y destacar seis actos claves, entre 1979 y 1981: reducción de la carga impositiva a ganancias de capital, interpretación a favor de la diversificación de portfolios de las inversiones de los fondos de pensiones, reducción de la regulación para los inversionistas de capital privado, y el

⁸ Fuente: LAVCA, "Los Dueños del Capital", 2007.

diferimento de impuestos para planes de compensación vía opciones. Estas nuevas disposiciones dan pie al desarrollo y aumento de la profundidad de este tipo de inversiones, siendo la clave el permitir y desregular la participación de los fondos de pensiones, ya que son los principales inversionistas.

Si bien estas fueron las medidas que dieron origen a la gran expansión del capital privado en Estados Unidos, hay que mencionar que desde los años sesenta que el gobierno tomó un rol fundamental en el desarrollo de este tipo de inversiones. En 1958 al detectar que las empresas nuevas sufrían severas fallas y complicaciones para acceder al financiamiento, el senado norteamericano decidió promulgar el Small Business Investment Company (SBIC), con el fin de que el gobierno tomara una participación activa en canalizar recursos gubernamentales a fondos de capital privado. Esta iniciativa, para el año 1963, ya representaba un tercio de los recursos de capital privado del país, manejando cerca de 464 millones de dólares.

Otras medidas desarrolladas por el gobierno americano, con el fin de fomentar y desarrollar el private equity en el país, y principalmente en el respaldo a las pequeñas y medianas empresas son: garantías de préstamos, incentivos tributarios, y el programa “Small Business Innovation Research” (SBIR).

Dentro de las causas que justifican el desarrollo del capital privado norteamericano y la intervención del estado, se encuentra el compromiso del gobierno por suplir ciertas fallas y problemas de mercado, tales como la insuficiente oferta de capital por parte del sector privado a las nuevas y pequeñas empresas. Por lo demás, le permite al gobierno dirigir y concentrar sus esfuerzos en las zonas y sectores que estime conveniente y fundamentales para el desarrollo económico del país.

Es por esto, que ratificando el compromiso del Estado con el desarrollo de nuevas empresas y emprendedores, se crea en 1998 la “Angel Capital Network” (ACE- Net), donde se exhiben las pequeñas empresas y proyectos mediante el uso de internet, ofreciendo la oportunidad a los inversionistas acreditados en el sistema de invertir en dichas empresas o proyectos, entregando de esta forma mayor información y difusión al capital privado como forma de inversión. En la actualidad la ACE- Net, ha sido responsable en generar mas de 4 billones de dólares, otorgando además herramientas

tanto a empresas y emprendedores para desarrollar sus planes de negocios y como rentabilizarlos para atraer inversionistas.

El impacto y el auge del private equity, se da básicamente por el impacto que tiene en la economía en general, ya que genera empleos, atrae inversión, fomenta la creación de nuevas empresas, incrementa la productividad, eleva la eficiencia, además de fomentar el desarrollo tecnológico y la investigación.

Según datos de la Nacional Venture Capital Association (NVCA), las empresas que recibieron capital privado fueron responsables directos de mas de diez millones de empleos, lo que se refleja en beneficios de 2,1 trillones de dólares para 2005, como se ve en los siguientes cuadros⁹.

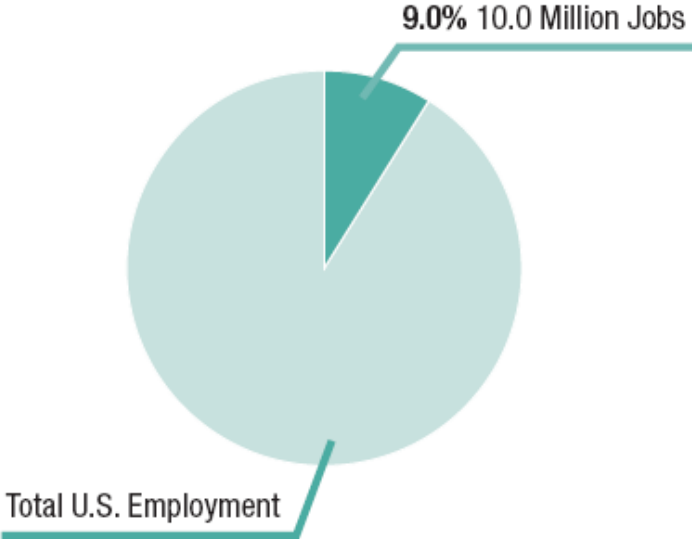
**Economic Benefits of
Venture Capital Backed Companies on the U.S. Economy
2000, 2003, and 2005**

	2000	2003	2005
Jobs	8.7 million	9.2 million	10.0 million
Revenue	\$1.5 trillion	\$1.7 trillion	\$2.1 trillion

⁹ Fuente :Venture Impact 2007, Global Insight.

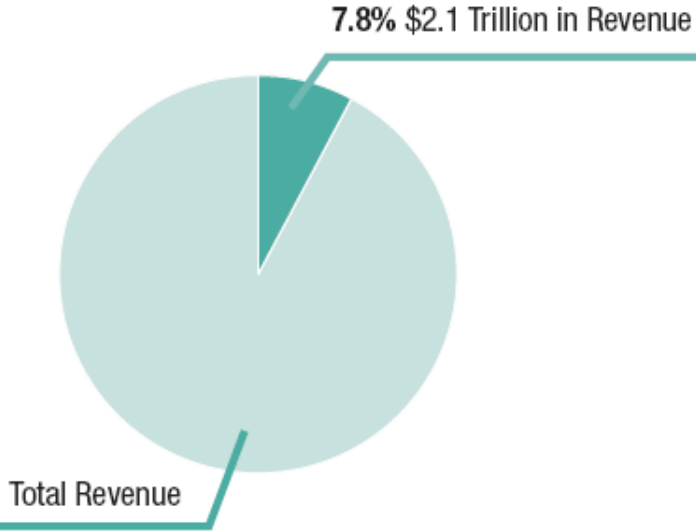
**Employment at Venture Capital Backed Companies
as a Percent of Private Sector Employment**

2005



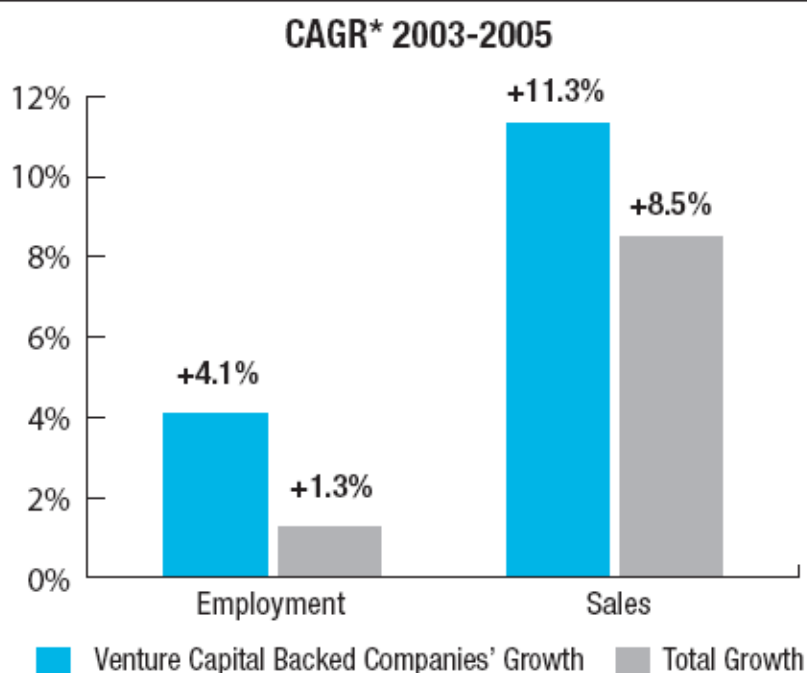
**Revenue at Venture Capital Backed Companies
as a Percent of Total Revenue**

2005



En cuanto a las ventas, podemos apreciar como empresas que recibieron aportes de capital privado, aumentan considerablemente las ventas en comparación a sus competidores directos que no recibieron esta inyección de capital, lo que se da en conjunto a la creación de empleo.

Employment and Sales Growth at Venture Capital Backed Companies Outperform Total Employment and Sales Growth



*CAGR = Compound Annual Growth Rate

Los principales sectores a los cuales se dirigen y donde mayor influencia tiene el capital privado, en sus ventas e ingresos, según datos de la Nacional Venture Capital Association (NVCA), son las industrias del retail y entretenimiento, la industria computacional y la industria de energía principalmente, con datos y cifras impresionantes y que dan sentido al boom que esta viviendo el capital privado, como se aprecia a continuación¹⁰:

¹⁰ Fuente :Venture Impact 2007, Global Insight.

**Venture Capital Backed Companies by Top Five Industry Sectors
Employment and Revenue
2005
(ranked by employment)**

Industry	Employment at Venture Capital Backed Companies	Revenue at Venture Capital Backed Companies
Media/Entertainment/Retail	2,005,700	\$299.0 billion
Computers and Peripherals	1,866,400	\$466.0 billion
Industrial/Energy	1,180,100	\$268.0 billion
Financial Services	896,900	\$134.0 billion
Software	857,700	\$211.0 billion

**Top Five Industry Sectors by Venture Capital Backed
Employment and Share of Total Employment
2005**

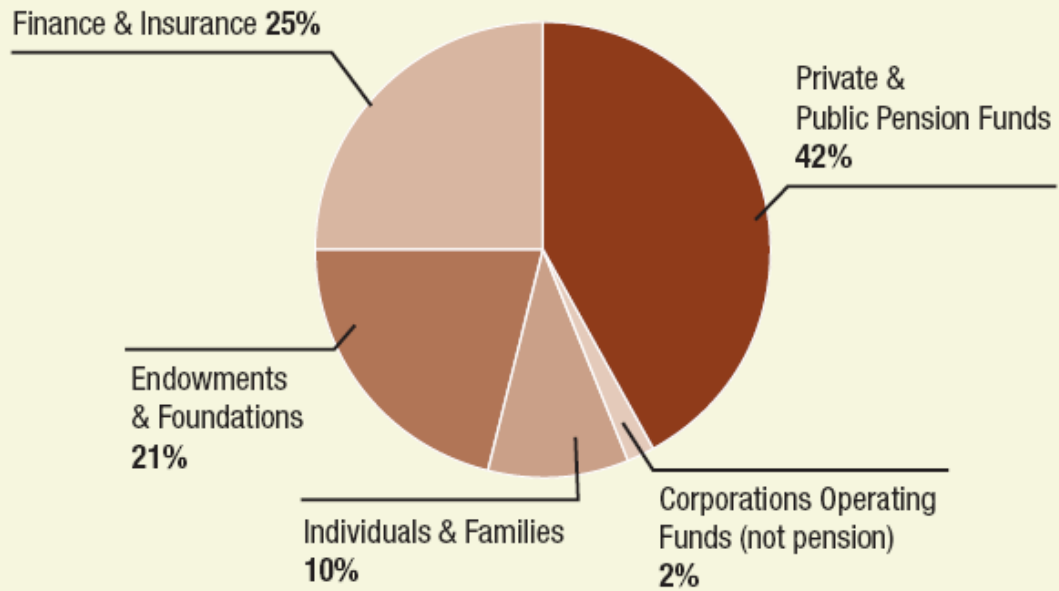
Industry	Employment at Venture Capital Backed Companies	Total Sector Employment	Venture Capital Backed Companies' Share of Total Employment
Media/Entertainment/Retail	2,005,700	3,991,300	50.3%
Computers and Peripherals	1,866,400	2,099,000	88.9%
Industrial/Energy	1,180,100	22,484,400	5.2%
Financial Services	896,900	10,464,900	8.6%
Software	857,700	959,600	89.4%

**Venture Capital Backed Revenue
by Industry Sector and Share of Total Revenue
2005**

Industry	Revenue at Venture Capital Backed Companies	Total Sector Revenue	Venture Capital Backed Companies' Share of Total Revenue
Computers and Peripherals	\$466.0 billion	\$670.0 billion	69.5%
Media/Entertainment/Retail	\$299.0 billion	\$822.0 billion	36.4%
Industrial/Energy	\$268.0 billion	\$6.0 trillion	4.5%
Software	\$211.0 billion	\$584.0 billion	36.1%
Telecommunications	\$161.0 billion	\$426.0 billion	37.7%

Como se mencionó anteriormente, el punto clave que detonó el auge del capital privado en Estados Unidos, fue el momento en que se decide reenfocar el criterio prudencial con el cual debían regirse los fondos de pensiones públicos y privados. En este sentido tuvo gran importancia el aporte de Harry Markowitz, que le valió el premio Nobel, explicando la importancia en la diversificación de los portfolios con el fin de optimizar el rendimiento y disminuir el riesgo. En base a esto, la introducción de los fondos de pensiones ha sido clave en el desarrollo del private equity, ya que sus inversiones representan el 42% de las inversiones totales, seguidas por aseguradoras e instituciones financieras con un 25%, y una serie de fundaciones con un 21%, como se ilustra a continuación:

Investors in Venture Capital Funds



Source: 2004 NVCA Yearbook prepared by Thomson Financial using 2003 data

El Capital Privado en Latinoamérica

Según lo que indica la evidencia, el capital privado comienza a desarrollarse en América Latina a partir de los años ochenta, y solo se institucionalizan en Chile y Brasil a fines de la década, bajo similares condiciones a las de Estados Unidos.

A pesar que se comienza a desarrollar en estos dos países, el resto de los países latinoamericanos no ha logrado incentivar este tipo de inversiones y el desarrollo ha sido muy pobre, llevando a cuestionar si este tipo de inversiones es eficiente para estas economías sub desarrolladas.

Según un estudio de Romani¹¹, se concluye que América Latina ha condicionado el desarrollo del capital de riesgo o capital privado, básicamente por cuatro factores:

1. *El contexto económico y dinamismo de las empresas que componen su parque industrial*: este punto dice relación con la característica de este tipo de inversiones de ser pro-cíclicas y a depender mucho del desarrollo y crecimiento económico del país y de la región, siendo muy inestable en la región y muy vulnerable a shocks externos.
2. *Contexto fiscal y reglamentario, reconocimiento de los poderes públicos en cuanto a las necesidades de su existencia*: básicamente se refiere a que el éxito de Estados Unidos y de los otros países que han adoptado el capital privado como fuente de desarrollo, han implementado un régimen fiscal diferenciado para este tipo de inversiones y sobre las ganancias de capital. Este régimen especial se justifica por las ventajas que se han explicado anteriormente, como la generación de empleo, mejoras en productividad y eficiencia, aumento de ventas, etc.
3. *Mercado secundario de acciones reservados a las pequeñas y medianas empresas*: es importante crear y otorgar instancias y oportunidades a las

¹¹Fuente : Prof. Dra. Gianni Romani, "Condiciones Necesarias Para el Desarrollo del Venture Capital en Latinoamérica."

pequeñas y medianas empresas de acceder a la bolsa y así obtener las ganancias de capital que se generan. Esto es esencial dado los altos costos y exigencias actuales que se exigen para abrirse a la bolsa. Es por esto que en los países donde el capital privado se ha desarrollado con mayor fuerza, se han implementado “mercados de acceso” que tiene costos y reglamentaciones mas flexibles y facilitan la entrada para las pequeñas empresas, como por ejemplo Nasdaq de EEUU, que actualmente es una de las bolsas mas transadas a nivel mundial y que alberga principalmente a empresas que partieron siendo PYMES y que en la actualidad son empresas enormes como Microsoft e Intel.

4. *Mentalidad de los empresarios, principalmente su actitud con relación a la apertura del capital de su empresa:* este punto trata principalmente del temor a la pérdida de control por parte del empresario ante la salida a la bolsa de la empresa. Se hace hincapié a la necesidad de empresarios flexibles y que asuman riesgos.

Romani hace hincapié en que mientras no se solucionen estos cuatro puntos y se den las facilidades para que el capital privado se desarrolle como lo han hecho los países desarrollados, la opción de que se transforme en motor para el crecimiento y desarrollo sostenido de los países latinoamericano continuará siendo muy lejana.

Mercado de Capital Privado en América Latina

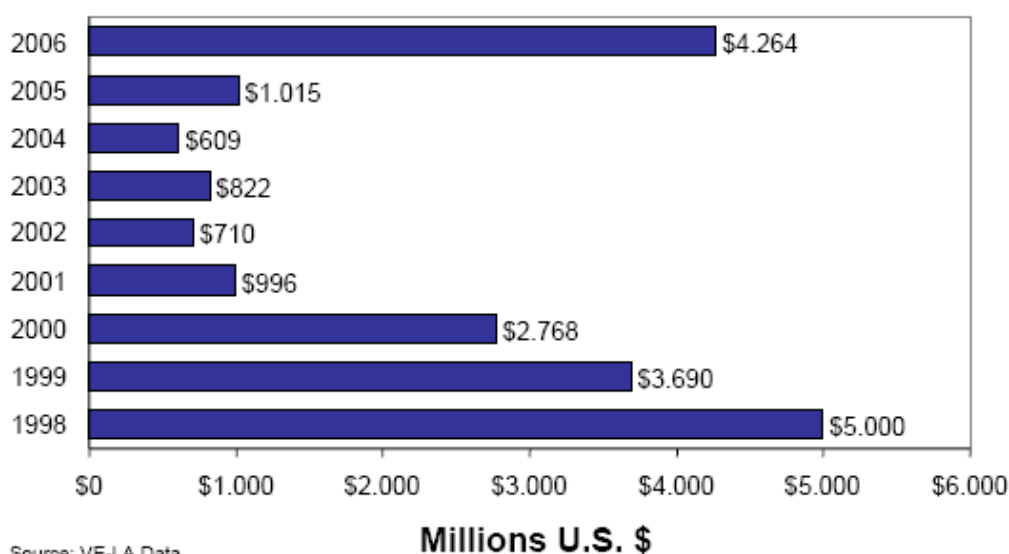
Entre los años 1993 y 2006, existían en América Latina 210 fondos de capital privado, que abarcaban un total de US\$ 21,6 billones, alcanzando su punto más elevado entre los años 1997 y 1998¹², y un repunte esperanzador en 2006. La evolución de este tipo de inversiones se aprecia en las figuras siguientes¹³, donde se aprecia claramente la caída a partir del año 2000 en adelante, y evidencia la recuperación que se tiene a partir del año 2004 nuevamente.



¹² Fuente : Venture Equity Latin America, 2007.

¹³ Fuente : LAVCA, Capital de riesgo y capital privado en Latinoamérica, marzo 2007.

Private and Venture Equity Invested in Latin America, 1998-2006

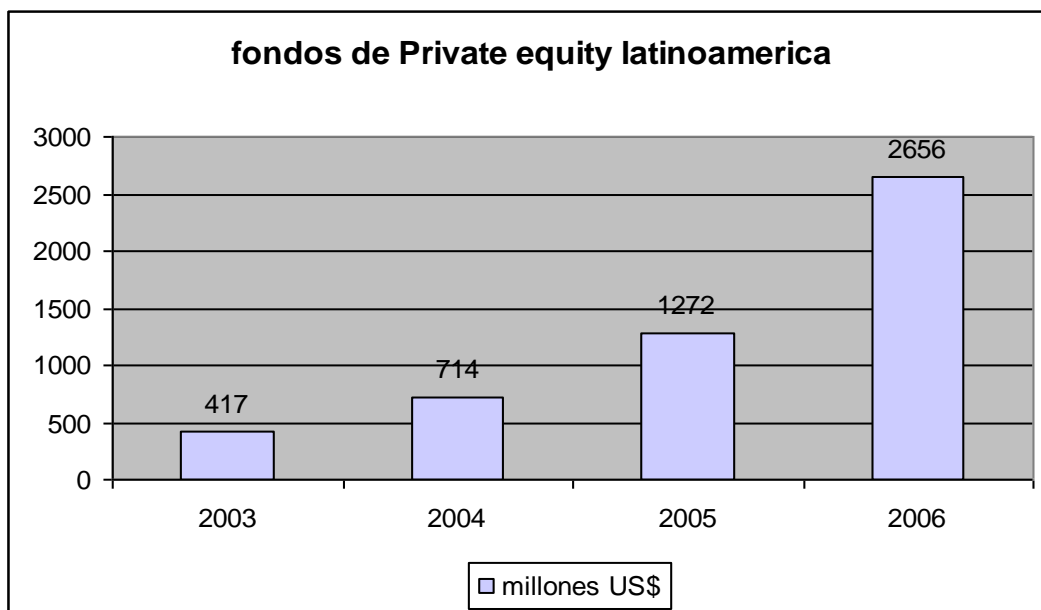
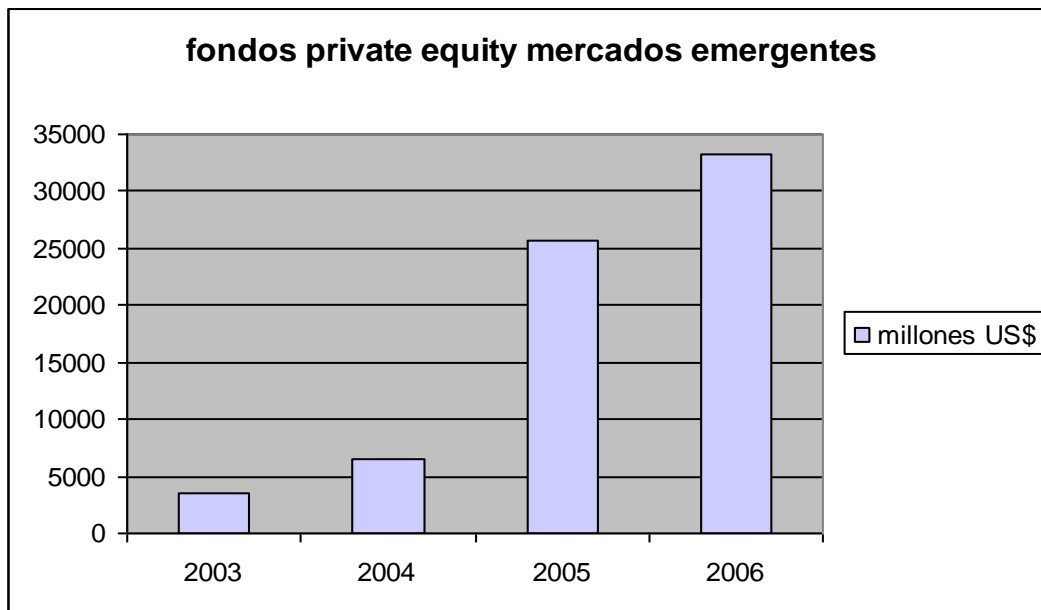


Esto se da en el contexto del boom del private equity a nivel mundial, que se refleja en las cifras que mueve este tipo de inversiones. En el año 2006 estos fondos representan US\$ 459.000 millones, en comparación con los US\$ 10.000 millones que representaban en 1991¹⁴.

La tendencia de estos fondos ha sido invertir en países emergentes y en Latinoamérica, donde el boom hacia este tipo de inversiones ha seguido la tendencia. En países emergentes el capital de los fondos de capital privado creció 10 veces en los últimos 3 años, y el 7% de estos fueron destinados a Latinoamérica, que en 2003 contaba tan sólo con 11 fondos y luego en 2005 con más de 25. El crecimiento del capital de los fondos se aprecia en las figuras¹⁵:

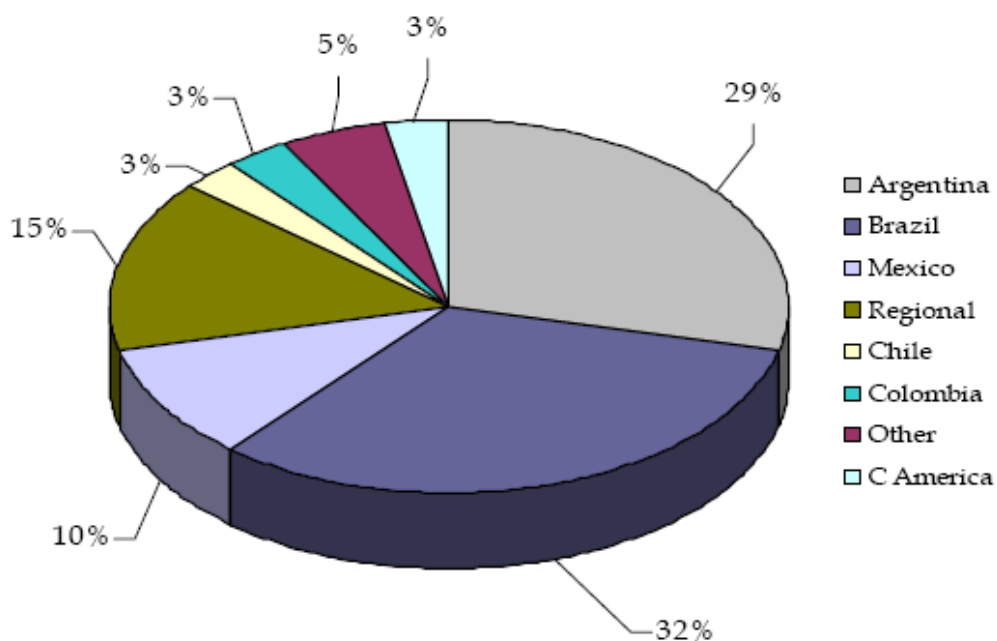
¹⁴ Fuente : LAVCA, Capital de riesgo y capital privado en Latinoamérica, marzo 2007.

¹⁵ Fuente : elaboración propia en base a " Estructuración de fondos de capital privado", Patricio D Apice, Julio 30 2007.

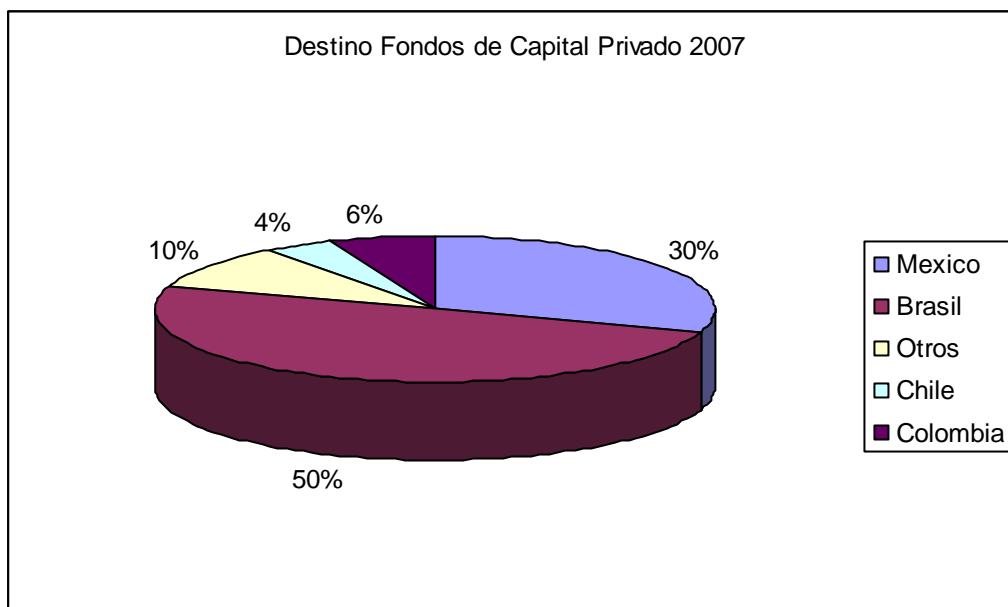


Dentro de los principales agentes que participan en el mercado de capital privado, destaca Brasil por sobre el resto de los países, siendo entre el periodo comprendido entre 1993 y 2003 el país latinoamericano que acaparaba más del 32% de las inversiones de la región, seguido por México y Argentina¹⁶.

¹⁶ Fuente : " Estructuración de fondos de capital privado", Patricio D Apice, Julio 30 2007.

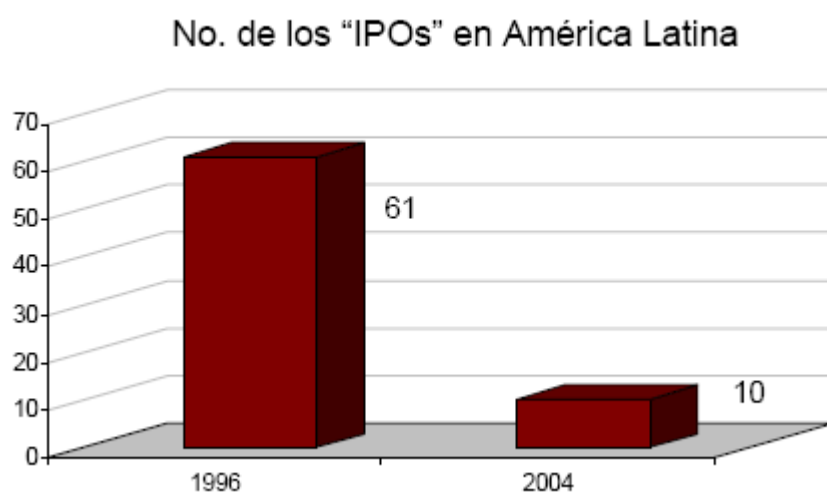


Según datos estimados¹⁷, la tendencia y preferencia en la actualidad por Brasil es aún mayor relativamente a los otros países, acaparando más del 50% de los capitales de estos fondos, seguidos por México con cerca del 30%. Este hecho deja en evidencia el lento y magro desempeño de los otros países y el escaso aporte al desarrollo de este sector, lo que deja al diagrama anterior de la siguiente forma:



¹⁷ Según Bolsa de Valores de Colombia, Estructuración de Fondos de Capital Privado, julio 2007.

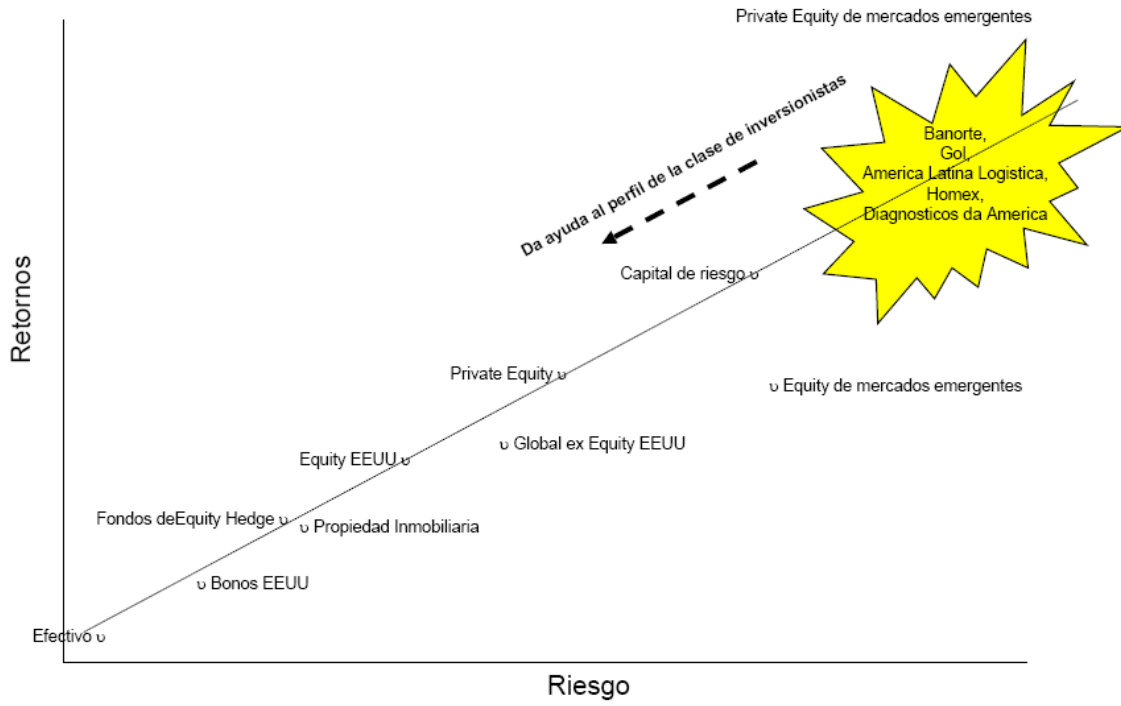
Según la Latin American Venture Capital Association (LAVCA), el principal reto para la región es minimizar los riesgos sistemáticos de este tipo de inversiones, otorgando mayor estabilidad en momentos de crisis económicas, desarrollando aún mas los mercados de capital y créditos, además de liberalizar las restricciones que aun existen en muchos de estos países, como permitir el acceso a los fondos de pensión y flexibilizar las ganancias de capital. Si se cumplen estos desafíos que enfrenta la región se podrá volver a los niveles que hubo en el año 1997 y superarlos, ya que en la actualidad el número de empresas listadas y los IPO son mucho mas bajo que en dicho periodo¹⁸.



Es necesario recordar que la principal ventaja que entrega el capital privado y el capital de riesgo es el alto retorno que entrega a los inversionistas, pudiéndose transformar en uno de los principales motores para el crecimiento de la economía. Es por esto que si se cumplen los retos planteados anteriormente por la LAVCA y por Romani, la región podría profitar de este mayor retorno que tiene este tipo de inversiones, tal como se aprecia en la figura¹⁹:

¹⁸ Fuente: Bloomberg

¹⁹ Fuente : Private Equity en América Latina: Colombia en el Contexto Regional, julio 2005.



Parte II: Casos

El Caso de Brasil

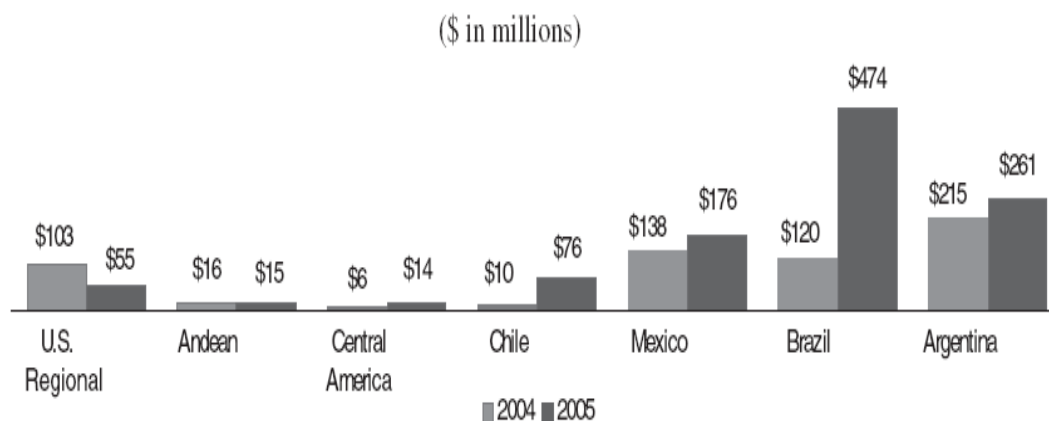
La industria del private equity y el capital privado en Brasil, es la más importante de América Latina, al contar con más de 70 firmas de private equity operando en el país.

Brasil el año 2004 era considerado el tercer mayor receptor de fondos de private equity, detrás de Argentina y México, sin embargo a partir de 2005 el país se transforma indudablemente en el país mas importante de la región, incrementando en un 300% los flujos de capital privado en un solo año, llegando a los US\$ 474 millones en 2005, dejando muy atrás a sus competidores.

Al igual que el resto de Latinoamérica, Brasil se encuentra en su segunda etapa de desarrollo del private equity, considerando como primera etapa el auge que tuvo este tipo de inversiones durante el periodo 1995 y 1999 y posterior desaceleración producto de la crisis.

Sin embargo, a pesar de la caída a partir de 1999, Brasil logró volver a transformarse en el principal actor dentro de la industria del capital privado a partir del año 2005, como se aprecia en el siguiente cuadro:

Inversiones de Private Equity en Latinoamérica



Source: VE-LA.

Note: Andean region includes Bolivia, Colombia, Ecuador, and Peru.

Brasil, también a partir de 2005 se transformo en el líder en cuanto a las salidas de los fondos en la región, incrementando cerca de 150% en comparación a 2004, por un total de US\$ 1,5 billones²⁰. Este hecho es considerado dentro de los más importantes resultados en la industria del private equity a nivel regional, ya que es señal de habilidad y confianza en el reciclaje de estos capitales, e incentiva nuevas inversiones en el país.

La recaudación de fondos de capital privado en Brasil, llegó aproximadamente a US\$ 360 millones en 2005, representando casi el 50% del total de fondos de América Latina, superando ampliamente el 17% que representaba en 2004. Esta importante alza, se debe principalmente al rol fundamental que adquiere en ese año la participación de los fondos de pensiones en este tipo de inversiones.

Otro hecho que refleja el éxito de Brasil, es el aumento en cuanto a las salidas a la bolsa brasilera (Bovespa), de las empresas que reciben estos fondos. Entre 1996 y 2003, salieron al Bovespa 32 empresas que pasaron por fondos de capital privado, mientras

²⁰ Fuente: Final offering circular mayo 2006. GP Investment, Ltda..

que desde el 2004 hasta 2006 ya se contaban mas de 52, siendo las principales las siguientes²¹:

COMPANY	SECTOR	YEAR	PRIVATE EQUITY INVESTOR
ALL	Railroad	2004	GP Inestimentos, Global Environment Fund, Pactual Electra, Credit Suisse
GOL	Airline	2004	AIG Capital Partners
DASA.....	Healthcare	2004	JP Morgan Capital Partners, Banco Patria, Latin Health Care Fund, GE Capital
Submarino	Internet	2005	GP Inestimentos, T.H. Lee Putnam Internet Partners, Banco Santander, JP Morgan Partners, Flatiron
Localiza	Rental Car	2005	DLJ (Credit Suisse)
TAM.....	Airline	2005	Credit Suisse, Bassini Playfair & Wright
GOL	Airline	2005	AIG Capital Partners
ALL	Railroad	2005	GP Inestimentos, Global Environment Fund, Pactual Electra, Credit Suisse
Vivax	Media	2006	Great Hill Partners, Wachovia Capital Partners, Spire Capital Partners
Gafisa	Real Estate	2006	GP Inestimentos
TAM.....	Airline	2006	Credit Suisse, Bassini Playfair & Wright
DASA.....	Healthcare	2006	JP Morgan Capital Partners, Banco Patria, Latin Health Care Fund, GE Capital
Equatorial Energia	Power	2006	GP Inestimentos, Pactual
Submarino	Internet	2006	GP Inestimentos, T.H. Lee Putnam Internet Partners, Banco Santander, JP Morgan Partners, Flatiron
CSU Cardsystem	Technology	2006	Advent International Corporation

²¹Fuente: GP Investment, Ltd, Finall Offering Circular, mayo 2006.

El Caso de Chile

En Diciembre del año 2006 se encuentran certificados 13 fondos de capital privado²², administrados por 8 operadores que se listan a continuación:

1. Celfin Private Equity
2. Factoring
3. Chiletech
4. Llaima
5. Orión
6. Prime Infraestructura
7. Halcón
8. Forestal Lignum
9. Las Americas- emergente
10. Proa
11. Proa II
12. Sabco
13. Toronto Capital Group

Las carteras a septiembre de 2007 de algunos de estos fondos, nos demuestran lo diversificado en cuanto a sectores, de las inversiones que estos realizan. Así, destacan las inversiones en el rubro infraestructura, con inversiones en rutas concesionadas como las inversiones del fondo Inmobiliario Las Americas en la Ruta De Los Ríos, el Camino De La Madera y el aeropuerto de Punta Arenas. Por otro lado, también destacan las inversiones del fondo Llaima con una participación minoritaria en la empresa sanitaria Aguas Cordillera así como la empresa productora de grifería y accesorios Nibsa. Lo interesante de este fondo es que todas sus participaciones son minoritarias, demostrando así, una estrategia de inversión distinta a la de otros fondos de inversión de private equity. Por el contrario, el fondo Proa II tiene una participación importante en David Del Curto lo que refleja la importancia que le da la administración del fondo a la posibilidad de tener un mayor grado de injerencia en las decisiones que se tomen en la empresa.

²² Fuente: ACAFI, Capital de Riesgo en Chile, El Rol de los Fondos de Inversión, 2007.

El caso del fondo Celfin Private Equity, es interesante ya que posee participaciones completas en un sub-fondo que es administrado por Southern Cross mediante el cual adquieren participaciones significativas en empresas de diversas áreas como la de generación eléctrica en países de Sudamérica. Además, un 30% de los activos del fondo se encuentra en depósitos de corto plazo en dólares, con el fin de disponer de recursos para eventuales adquisiciones de empresas por parte de Southern Cross.

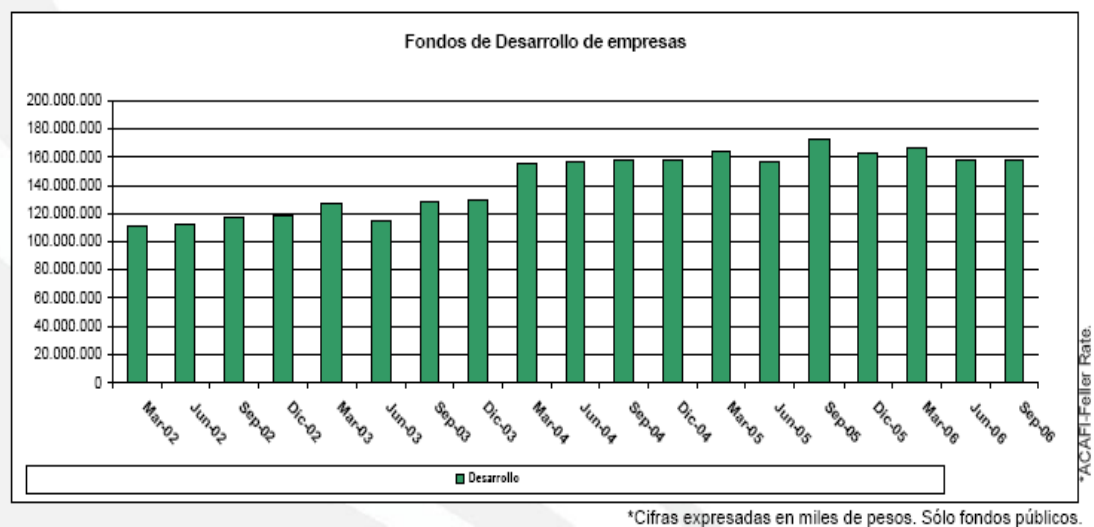
Fondo	Nombre del emisor	Valorización Inversión	Código país de transacción	% del capital del emisor	% del activo de fondo
Chiletech Fondo de Inversión	CERTIFICA.COM INC.	80510	US	3.7%	1.20%
	VENDOMATICA S.A.	732646	CL	17.1%	12.20%
	TERMOCANDELARIA POWER LTD.	241738	US	0.02%	3.67%
	Total	1054894			
Celfin Private Equity	CPEI	9098247.433	N/A	100.00%	30.9%
	CPEI INVER	11442812	CL	100.00%	38.8%
	CPEI CHARRUA	4151676	CL	100.00%	14.1%
	Total	24692735.43			
Proa II	David del Curto S.A.	14496015	CL	38.3%	91.8%
FONDO DE INVERSIÓN LLAIMA	Nibsa S.A.	906033	CL	7.90%	7.4%
	Invertec Foods S.A.	1492523	CL	17.70%	52%
	Distribuidora El Alcázar S.A.	N/A	CL	8.80%	N/A
	Intangibles Santa Cruz S.A.	N/A	CL	16.20%	N/A
	Aguas Cordillera S.A.	75201	CL	0.10%	2.9%
Total	2473757				
FONDO DE INVERSION INMOBILIARIA LAS AMERICAS- FUNDACION	CAMILO HENRIQUEZ 4673 PUENTE ALTO	10760987	CL	N/A	16.0%
	PARCELAS 35,50,53,D2-3 EL MOLINO MAIPU	7298500	CL	N/A	10.9%
	RUTA 41 SECTOR AEROPORTO. LA SERENA	2089028	CL	N/A	3.1%
	CHORRILLOS 689 CALAMA	7654904	CL	N/A	11.4%
	VICUÑA MACKENNA 11145 LA FLORIDA	2693197	CL	N/A	4.0%
	ESTADO 360 STGO	2323839	CL	N/A	3.5%
	MIRAFLORES 130 STGO	1745963	CL	N/A	2.6%
	PUENTE 732-742 STGO	1202544	CL	N/A	1.8%
	MARCHANT PEREIRA 221 PROVIDENCIA	566757	CL	N/A	0.8%
	MIRAFLORES 222 STGO	964873	CL	N/A	1.4%
	BOG-INVICA VIÑA DEL MAR	1363652	CL	N/A	2.0%
	Total	38664244			

Fuente: SVS septiembre 2007

FONDO DE INVERSIÓN DESARROLLO DE EMPRESAS LAS AMERICAS EMERGENTE	RUTA DE LOS RIOS	4745699.144	CL	25.0%	16.3%
	I-2000	6528196.048	CL	16.4%	22.5%
	CAMINO MADERA	2722782.017	CL	34.0%	9.4%
	AUSTRAL	588956.7589	CL	30.0%	2.0%
	CHUCUMATA	117170.8484	CL	33.3%	0.4%
	TRECO	4541313.682	BO	27.1%	15.6%
	BRISAGUAS	244409.2782	CL	20.1%	0.8%
	Total	19489527.78			
Fondo de Inversión Halcón	Prospect S.A.	2332544	CL	223.4%	24.1%
	Computación Portatil Chile S.A.	731012	CL	103%	9.1%
	Santo Tomas S.A.	4174803	CL	21.7%	50.6%
	Total	7238359			
FONDO DE INVERSIÓN FORESTAL LIGNUM	Predio Punta Parra Tomé	485	CL	N/A	7.4%
	Predio San LuisSan Javier	48	CL	N/A	0.7%
	Predio Parroncillo Tucapel	168	CL	N/A	2.6%
	Predio Canelos Longaví	618	CL	N/A	9.5%
	Predio Malchos Longaví	109	CL	N/A	1.7%
	Parcela 18 Sta Maria de Quepe Cautín	98	CL	N/A	1.5%
	Predio Sta Adela Los Leones Los Lagos	676	CL	N/A	10.4%
	Predio El Carmen Curepto	251	CL	N/A	3.9%
	Predio Parralito Parral	39	CL	N/A	0.6%
	Predio San Bdo- Sta Ester Yilcún	293	CL	N/A	4.5%
	Predio Quipatomávida Cauquenes	68	CL	N/A	1.0%
	Predio Santa Ana Lote 2 Marchigüe	187	CL	N/A	2.9%
	Predio Las Palmas Penciahue	247	CL	N/A	3.8%
	Total	3287			

Fuente: SVS septiembre 2007

La evolución que han mostrado estos fondos ha sido relativamente estable y con una tendencia alcista aunque modesta, como lo grafica el siguiente cuadro²³:



²³ Fuente : ACAFI, Capital de Riesgo en Chile, El Rol de los Fondos de Inversión, 2007.

La principal característica de Chile, al ser uno de los que primero adoptaron este tipo de inversiones, es que permitió el acceso al los fondos de pensiones (año 2000), siendo éstos los principales inversionistas en estos fondos, representando mas del 76% de los aportes.

Dentro de las características de las inversiones de capital privado en Chile, se da que se invierte principalmente en empresas, con un monto mínimo de inversión de US\$ 200 mil y el máximo bordea los US\$ 4-5 millones, siendo el promedio esperado de retorno cercano al 21- 30 %.

Las etapas de proyectos que financian estos fondos, son principalmente las etapas de expansión y desarrollo de las empresas (80%), asignándole muy poco énfasis al capital semilla y a las etapas de puesta en marcha (5%), como lo hacen los países desarrollados y especialmente Estados Unidos.

Evidencia de las experiencias de los fondos en el desarrollo de empresas permiten señalar que la rentabilidad y las ganancias que obtienen o pretenden obtener se dan al momento de la salida y que los fracasos se deben principalmente a problemas de administración y gestión. El porcentaje de fracasos es de alrededor de un 30%, que redunda en perdidas parciales o totales.

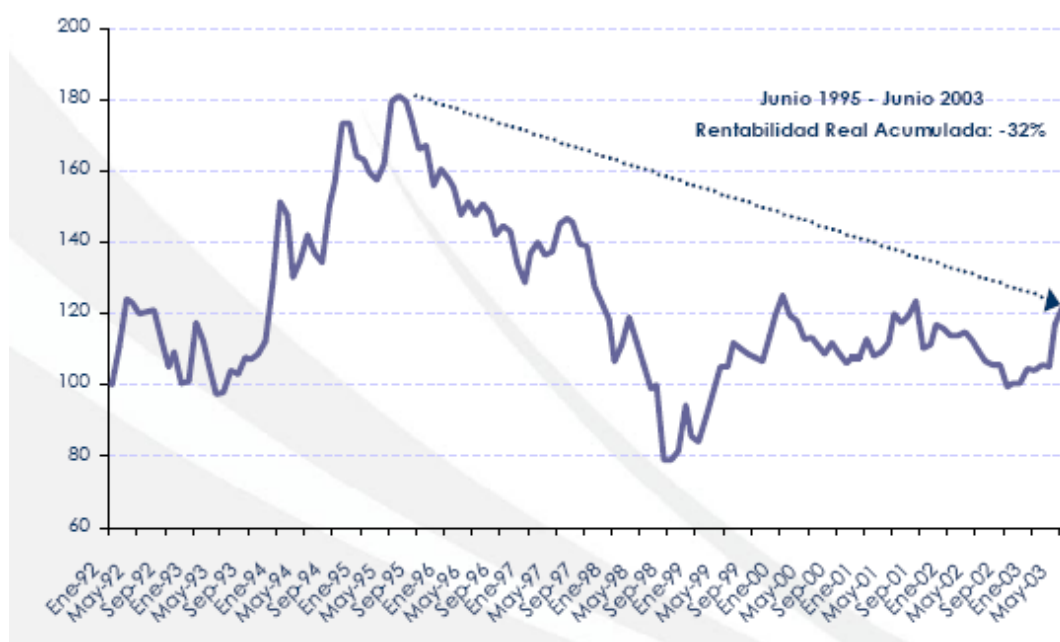
Se destaca que el principal aporte de los fondos, además del capital que inyectan a la empresa, es asesoría en gestión financiera, apoyo comercial, aplicación al control de gestión, apoyo al desarrollo tecnológico, planificación estratégica y mejora de la imagen de la empresa, credibilidad y solvencia frente a proveedores y competencia. Para asegurar estas herramientas, el fondo asegura tener al menos un director, tener derecho a veto, dirigir la política de remuneraciones y dividendos, derechos preferentes, cláusulas de arbitraje y un esquema de salida atractivo.

Los principales problemas que enfrentan los proyectos de capital de riesgo en Chile es la falta de buenos proyectos con oportunidades de crecimiento y proyecciones reales, para ello es necesario una mejor preparación del empresariado. Otra traba importante es que al ser los fondos de pensiones los principales inversionistas y estos buscan una

rentabilidad a corto plazo, atentan contra el desarrollo a largo plazo de las empresas nuevas y sesgan las inversiones a empresas ya maduras.

La experiencia de Chile no ha sido del todo positiva según la ACAFI (Asociación chilena administradora de fondos de inversión), básicamente por el rendimiento que tuvo a partir del año 1995 en adelante, que se tradujo en una rentabilidad real acumulada de - 32% hasta el año 2003, situación agudizada principalmente por el retiro de capitales y recursos, producto de la crisis asiática que afectara a la región a fines de los 90. La experiencia de Chile se aprecia claramente en el siguiente grafico²⁴:

Evolución IGPA (Enero 92 = 100)



Se reconocen en Chile ciertas fallas que han impedido e impiden actualmente el desarrollo del capital privado, como por ejemplo que existen impuestos no parejos a las ganancias de capital y el cobro del IVA en las comisiones de administración, lo que sumado a la mentalidad de los inversionistas chilenos que confunden prudencia con no asumir riesgos, han jugado en contra para el desarrollo de este tipo de inversiones.

²⁴ Fuente :Acafi, Capital de Riesgo en Chile, El Rol de los Fondos de Inversión, 2007.

Según un estudio de ACAFI²⁵, las reformas que necesita el sistema nacional debieran enfocarse básicamente a cuatro ítemes claves:

1. Permitir estrategias de salida mas fluidas para los fondos.
2. Aumentar la disponibilidad de fondos de inversionistas que se enfoquen a capital de riesgo.
3. Incrementar el número de actores, regularizando y permitiendo el ingreso de inversionistas institucionales extranjeros.
4. Elevar la competitividad de la industria.

Si bien se han realizado esfuerzos, como la reforma al mercado de capitales II (MK2), que introdujeron una serie de cambios a la industria del capital de riesgo, como otorgar exención al impuesto a las ganancias de capital para proyectos de capital de riesgo y capital semilla, permitir el ingreso de los bancos al capital de riesgo a través de sus filiales, extensión de beneficio tributario a la Bolsa Emergente por 8 años, además de impulsar la participación de CORFO.

Con este fin de levantar a Chile como una plataforma de inversión regional, otro estudio de ACAFI²⁶, propone necesario realizar una nueva reforma de capitales que incluya como puntos centrales, los siguientes:

1. Ampliar el límite de libre disponibilidad de las AFPs del actual 0,15% hasta un 2%.
2. Eliminar el IVA de las comisiones de administración y éxito.
3. Eliminar el impuesto a las ganancias de capital a inversionistas locales y extranjeros.

²⁵Fuente : ACAFI, Capital de riesgo en Chile : el rol de los fondos de inversión, marzo 2007.

²⁶ Fuente : Capital de Riesgo, Daniel Orezzaoli, septiembre 2007

4. Eliminar la fijación de precios de comisiones (TGC).
5. Implementar series de cuotas para los fondos de inversión, con el fin de incentivar la co-inversión entre distintos actores.

En el caso de Chile, su estabilidad macroeconómica le da un plus por sobre la región para desarrollar el capital privado y la inversión extranjera, siendo optimo el momento para invertir en el país y en México principalmente.

El Caso de México

En México también se cumplen con las condiciones macroeconómicas óptimas para atraer el capital privado y las inversiones extranjeras, lo que sumado a la cercanía con el mercado norteamericano incrementan las opciones de desarrollo.

El potencial crecimiento del capital privado mexicano se da en que existen cerca de 25 mil empresas, que representan el 10% del empleo del país y generan alrededor del 20% del PIB. Estas empresas al ser de tamaño reducido no tienen el acceso ni la posibilidad de desarrollarse como lo podrían hacer con el aporte de capital privado. Es a estas empresas a las cuales debe enfocarse este tipo de inversión, ya que podrían afectar considerablemente el crecimiento del PIB y de la generación de empleo del país. El otro sector que presenta las oportunidades para el desarrollo del private equity en México es el sector exportador, donde solo 65 compañías exportan el 58% de las exportaciones totales.

Si hay algo que representa y caracteriza a México es la escasez de fuentes de financiamiento para las PYMES, lo que hace aun mas apropiado el ingreso de capitales privados.

Los principales recursos de los fondos de inversión se destinan sin embargo a empresas consolidadas o a capital de expansión, dejando totalmente desprovistos a las pequeñas empresas, ya que los recursos de la banca comercial se destinan a financiar proyectos productivos y de crecimiento. La única opción que les queda a las micros y pequeñas empresas es financiarse a través de sus proveedores o compañías afiliadas, ya que la cobertura bancaria para este tipo de empresas llega a solo un 21%.

En el caso de México existen las AFORES²⁷, que tienen altas tasas de crecimiento y se espera sean el motor de crecimiento para la economía mexicana. Sin embargo tienen restricciones que solo le permiten invertir en actividades del gobierno y a las grandes empresas. Tan solo el 1% de los recursos de estas AFORES están invertidos en instrumentos de renta variable, mientras que el 86% financia deuda del gobierno y el

²⁷ compañías que administran los recursos de los trabajadores, fondos de pensiones.

13% a las grandes empresas. La justificación de esto es que el dinero de los trabajadores no debe invertirse en instrumentos riesgosos, desaprovechando la oportunidad de invertir en actividades productivas.

La congruencia de esta medida es discutible ya que si bien no se invierte en instrumentos “riesgosos”, la mayor cantidad del dinero se concentra en deuda del gobierno, dejando el dinero de los trabajadores totalmente expuestos a la coyuntura económica del país, que en caso de crisis puede perjudicar enormemente a los trabajadores al no tener diversificada la cartera de inversiones.

Es por estas razones, que si México decide liberalizar las inversiones de fondos de pensiones (Afores), puede obtener un impacto más que significativo y aumentar no solo el retorno de sus inversiones, sino que el crecimiento del PIB y la generación de empleo a largo plazo. La literatura apunta al error en que está incurriendo este país al seguir esta estrategia.

Casos y experiencias recientes

Esta sección tiene como fin dar ejemplos prácticos y describir como se han llevado a la práctica lo que hemos descrito a lo largo de nuestra investigación. Para esto, nos enfocaremos en la experiencia de una serie de empresas que pasaron por private equity, como es el caso de “Fondo de inversión en hidrocarburos de Colombia”, “Sideboyacá” (siderurgia, Colombia), “Cine Colombia”, “Duty Free” (México), “Cinemex” (México) y Homex (México).

Con el fin de ver y revisar como seleccionan los fondos de inversión de capital privado a las empresas, también entregaremos datos y las exigencias que tienen éstos a la hora de seleccionar donde invertir.

Como señalamos en un comienzo, las oportunidades para el desarrollo del private equity se centran en empresas con un alto potencial de crecimiento y posibilidades de expansión. En los casos mencionados en los párrafos anteriores, este punto es clave y definió el ingreso de los fondos de capital privado a dichas empresas.

En el caso de Duty Free México, se aprecia claramente esto, ya que entre los años 1977 y 1996 se abrieron en total once tiendas en todo México, mientras que una vez que los fondos de capital privado invirtieron en ella, se abrieron mas de 165 tiendas adicionales, 35 Duty Free en aeropuertos y mas de 130 locales de una marca dependiente de Duty Free en distintos países. Esto muestra claramente como el potencial de crecimiento y expansión de la empresa se encontraba estancado hasta la entrada de estos fondos.

Por otra parte, cuando hacemos mención a como estos fondos y el capital semilla que otorgan a emprendedores pueden ser claves para el desarrollo de la economía en su conjunto, lo hacemos basándonos en la experiencia de empresas como Cinemex. Esta empresa surge de la idea de 2 estudiantes mexicanos y un americano que buscaban entregar una mayor calidad a las personas que acudían al cine. Con esta simple idea y con el apoyo de JP Morgan Capital Partners, que entregó el capital necesario para llevar a cabo el proyecto, en 1995 se abre el primer complejo, y para el año 2005, es decir tan solo 10 años después de la puesta en marcha del proyecto, Cinemex cuenta con mas de 37 complejos de exhibición, 360 pantallas, emplea mas de 2000 trabajadores y capta el

50% de la asistencia de la Ciudad de México. Sin lugar a dudas, con el apoyo de este tipo de fondos, se incentiva a crear y despertar nuevos emprendedores en los distintos países, que puede ayudar a superar temas como la pobreza, la distribución del ingreso y finalmente el desarrollo de la economía en su conjunto.

Un caso muy similar se da en Cine Colombia, que comienza en el año 1997, con una inversión de US\$ 20,8 millones, lo que provocó un efecto muy similar al caso mexicano, donde el número de pantallas aumentó un 65%, el número de empleados un 21%, y el ingreso operacional aumentó en un 149%, además de la construcción de 9 teatros que aumentaron el EBITDA de la empresa en aproximadamente un 48%.

Como también hicimos mención anteriormente, los fondos seleccionan a las empresas que piensan se encuentran sub-valoradas, dados sus niveles de ineficiencia en la producción, y que con la ayuda y el asesoramiento de estos fondos pueden lograr un desarrollo muy por sobre el que obtienen en las condiciones pre-inversión. Este es el caso del Fondo de Inversión en Hidrocarburos de Colombia, que comprometió más de US\$ 62,3 millones con el fin de buscar la valorización del capital a través de inversiones en proyectos, en conjunto con operadores especializados en la exploración y producción de hidrocarburos, es decir mediante la mejora en los procesos, que conllevan a una eficiencia mayor a la pasada, permitiendo obtener ganancias.

Un punto que consideramos clave, es que como mencionamos en algún pasar de este trabajo, una de las críticas más frecuentes que se les hace a este tipo de inversión es que son consideradas pro-cíclicas y que durante una recesión en un país pueden tender a agravar aún más la deteriorada situación. Sin embargo, el caso del sector siderúrgico colombiano, nos demuestra que este tipo de inversiones son sostenibles aun en recesión y que puede ser un arma útil para fortalecer la situación de las empresas mientras se ajusta la economía.

En este caso, se fusionaron 4 de las empresas siderúrgicas más importantes de Colombia y quedaron tan solo 2 compañías Sideboyacá y Sidelpa. Para su administración se contrataron consultores y asesores en todas las áreas hasta que comenzó la crisis en 1998. A contar de ese año, el rol fundamental del fondo fue la refinanciación de la deuda e ir ajustándola subsecuentemente mientras la economía se adecuaba al nuevo

nivel. Posteriormente se diseñaron estrategias de reestructuración corporativa, reconfiguraciones de plantas, manejo de desechos y chatarras, políticas de precios y distintas estrategias comerciales, además de llevar a cabo adquisiciones y fusiones, que permitieron comenzar a revertir los números negativos y a trazar el camino exitoso que tiene actualmente, aun luego de la salida del fondo en el año 2005.

Como queda de manifiesto del párrafo anterior, la importancia del fondo no solo radica en aportar el capital necesario para desarrollar la empresa y su crecimiento, sino que también aportar conocimientos y el Know How acerca de la gestión y administración de las empresas, como repactaciones de deuda, reestructuraciones y la fijación de metas y objetivos, como el caso de las siderurgicas de México.

En el caso de Cine Colombia, el fondo también definió estrategias para aprovechar las ventajas cualitativas y comparativas que tenían, para ello deciden profesionalizar la junta directiva, definir estrategias y políticas de inversión, diseñar planes de incentivos para los empleados y llevar a estándares internacionales la presentación de los estados resultados, además de asesorar las inversiones que realiza la empresa, aprovechando el know how.

Un punto que nos parece importante mencionar y que se repite en varios de los casos que aquí señalamos, es el hecho de que una vez que un fondo de capital privado invierte en una empresa, aparecen otros fondos que se asocian y fusionan sus esfuerzos con dicha empresa, aportando aún mas capitales, o bien se dividen los periodos de financiamiento, mientras unos financian el desarrollo, otros financian la expansión y otros el posicionamiento, acompañando a la empresa en su desarrollo.

En el caso de Cinemex, en 1995 fue JP Morgan Capital Partners quien financio el primer impulso de la empresa, haciendo el papel de capital semilla, invirtiendo fuertes sumas de capital para la implementación del proyecto. Luego en 2002, los fondos de expansión canadienses ONEX Corp y Oaktree Capital Managment, adquirieron Cinemex, para financiar la etapa de crecimiento y desarrollo. Finalmente el año 2004 estos fondos canadienses venden su participación en Cinemex a The Carlyle Groupe, Bain Capital y Spectrum, tres fondos de capital privado globales que han estimulado aún más el crecimiento y expansión de Cinemex.

El caso de Homex es similar, en 1999 recibe el aporte de ZN México Trust, un fondo que buscaba aprovechar las oportunidades de crecimiento que pareció encontrar en la empresa, para luego en 2002 recibir el aporte de un nuevo fondo, el Equity Internacional Properties Ltd, fundada por Samuel Sep un importante inversionista de bienes raíces en EEUU.

De lo anterior también obtenemos como evidencia como son las salidas de estos fondos desde las empresas, es decir, aportan con su capital, experiencia y asesoría por un tiempo limitado, hasta que venden su participación a otro fondo de capital privado u otro inversionista, que llegan a aportar nuevos recursos o a financiar nuevas etapas del desarrollo de la empresa, o por otra parte pueden salir a través de la colocación de acciones en las bolsas de comercio.

En el caso del sector siderúrgico colombiano, LAVCA fue el fondo que financió y realizó las acciones antes mencionadas para luego en 2005 vender su participación al Grupo Gerdau de Brasil. En el caso de Cine Colombia, el mecanismo de salida del fondo LAEFM fue la colocación de acciones en 2005, a través de una oferta pública. Por su parte, Duty Free fue la primera colocación primaria de acciones realizada por un fondo de capital privado en México.

Un aspecto de estas inversiones que no se reflejan en la misma empresa, es el fomento a la competencia dentro de la industria en que se desenvuelve la empresa a la cual se le entregan estos capitales. Esto porque los competidores directos de estas empresas, se ven forzosamente obligados a invertir grandes sumas de dinero o a buscar financiamiento en otros fondos, para poder competir contra la empresa renovada por el capital privado.

Es así como el caso de Cinemex, se tradujo en una serie de inversiones y nuevos proyectos por parte de Cinemark y Cinopolis, sus principales competidores. En el caso de Homex, también se produjo una competencia muy fuerte entre los participantes del sector vivienda, generando grandes inversiones y mejores condiciones y calidad para los consumidores finales. Geo, Ara y Hogar, principales competidores de Homex, tuvieron que recibir aportes de capitales privados para poder enfrentar la nueva competencia que propuso Homex.

Por todo lo anterior es que creemos que el capital privado introduce conceptos y abarca una gran cantidad de aristas que no se reflejan solamente en la empresa en la cual invierte. Propone cambios a nivel de industrias, al fomentar la competencia, cambios al interior de las otras empresas que para competir deben recurrir a una mayor eficiencia y calidad, además de una constante actualización a las condiciones del mercado.

Sin lugar a dudas que el gran beneficiado con este tipo de inversiones, además de las empresas que reciben el capital, son los clientes, quienes ven reflejado este beneficio en productos de mayor calidad, mayor variedad y que tendería a hacer caer los precios por la mayor competencia que plantea el nuevo modelo. Este hecho se refleja en todos los casos anteriormente señalados, ya sea por mejores instalaciones en los cines, mayor cobertura de los Duty Free y mas productos, formas mas eficientes de explotar el sector siderúrgico, que se reflejan en los precios y una serie de beneficios mas, que se dan al otorgar la posibilidad de ampliar el abanico de oportunidades y dar libre elección al cliente.

Para revisar ahora la experiencia y casos desde el punto de vista de un fondo de inversión, nos enfocaremos en describir cuales deben ser las fortalezas y los objetivos que el fondo define como claves para realizar sus inversiones, para ello nos basaremos en la descripción de uno de los mas importantes fondos de capital privado para Latinoamérica, como es el GP Investment.

GP Investment reconoce las fortalezas que debe tener para realizar de la mejor manera su función de aportar capital a buenos y rentables proyectos o empresas, y las principales son:

1. Filosofía única de invertir y administrar, centrada en minimizar costos, aprovechar y desarrollar talentos. La meritocracia y la ética en los negocios permiten alcanzar el mayor impacto en las empresas adquiridas en el menor tiempo posible, lo que sumado a la alineación de intereses entre el fondo y los accionistas, son los elementos claves en la gestión de los fondos.
2. Reputación y credibilidad: ser sinónimo de integridad, ética, emprendedores, permite atraer proyectos y talentos al fondo.

3. Redes de contacto: tener una red de contactos que permita identificar y desarrollar posibles inversiones a tiempo.
4. No estar presionados por tener que entregar devoluciones periódicas de capital, ya que esto obliga a tener una liquidez que podría ser invertida en algún proyecto, quitando flexibilidad.

GP centra sus esfuerzos en oportunidades de inversión que permitan aumentar valor a los accionistas, aplicando técnicas de management y de operación en las empresas adquiridas. GP ha creado valor principalmente en los siguientes aspectos:

1. Participar activamente en la definición y reclutamiento de los equipos de administración.
2. Tomar un rol activo en la formulación de la estrategia de portfolio de las compañías.
3. Identificar y potenciar alianzas estratégicas.
4. Aprovechar en el momento justo las oportunidades de salida.
5. Participar en el día a día de la compañía adquirida.

La estrategia que sigue el fondo, se enfoca en distintos puntos considerados como elementales y esenciales para el éxito de la inversión, destacando que las empresas o proyectos en los cuales inviertan deben cumplir con a lo menos alguno de los siguientes puntos:

- Productos con fuerte posicionamiento de mercado, ya que son mas resistentes a posibles recesiones al ser lideres dentro de las preferencias de los clientes.
- Empresas y proyectos no deben ser dependientes de las decisiones del gobierno, por ende se invierte casi exclusivamente en proyectos privados.

- Reales posibilidades de crecimiento, ya sea al interior del país de origen o internacionalizándose.
- Ventajas competitivas globales.
- Potenciales incrementos en productividad, mediante disminución de costos y mejores administradores.
- Proyectos y empresas que respondan a las necesidades de la demanda y que estén enfocadas al consumidor final.
- Bajo riesgo tecnológico, es decir que no se desenvuelva en un ambiente con rápidos cambios tecnológicos y que requiera de inversiones importantes a lo largo del tiempo en investigación y desarrollo.
- Proyectos o empresas que se desenvuelvan en industrias con altas y costosas barreras de entradas.

Si bien esta estrategia corresponde a GP Investment y no representa la visión general, ni la pauta a la cual están ceñidos todos los fondos de private equity, creemos que los puntos tratados en esta pauta representan la base y las técnicas esenciales que siguen los fondos, aunque sea a nivel general y confirman lo expresado anteriormente en este trabajo.

Parte III

Desempeño accionario post private equity

El propósito de este capítulo es el de analizar el desempeño accionario de las empresas que pasaron por un proceso de inversión del tipo private equity, versus el rendimiento de empresas que no pasaron por un proceso de inversión de este tipo y endogenamente se enlistaron en la bolsa. Así estudiaremos el impacto ex post que tiene la inversión del fondo de private equity comparado con las otras empresas en periodos del tiempo similares.

Datos:

Para reunir las series de precios de las empresas que queríamos estudiar, fue necesario en primer lugar definir que empresas se podían calificar de receptoras de una inversión del tipo private equity. Para dicho efecto recurrimos, inicialmente, a los mismos prospectos de emisión de las compañías listadas y a partir de la descripción de la historia de la empresa, verificar si fue o no sujeto de una inversión de algún fondo de private equity. Pero dada la enorme cantidad de empresas listadas en los distintos países estudiados, cambiamos la estrategia y buscamos las inversiones realizadas por todos los fondos de private equity de la región y vimos cual de sus inversiones derivó en la apertura de la empresa en la bolsa. Bajo esta modalidad, 27 empresas, 23 de las cuales son brasileras, 3 mexicana y 1 chilena. Dentro de este total, descartamos 4 empresas brasileras ya que no contaban con presencia bursátil suficiente para realizar las comparaciones que pretendíamos. Estas empresas tuvieron un periodo de inversión previo a su apertura bursátil de 5 años promedio y se enlistaron entre los años 2003 y 2006 con un mayor número de empresas listadas el año 2006 y 2005 con 9 y 7 empresas respectivamente.

Para comparar el desempeño accionario de estas empresas era necesario construir un benchmark representativo de cada una. Para esto, nuestra primera aproximación fue construir un benchmark constituido por empresas de la misma industria que la empresa post private equity que queríamos analizar. La dificultad se presentó en el momento que quisimos encontrar esas empresas de la misma industria. Nos dimos cuenta que muchas

veces la empresa post private equity, eran las únicas en la industria o sus competidoras no estaban listadas en la bolsa. Este solo hecho hizo inaplicable nuestro propósito de crear un benchmark para cada empresa. Una vez descartada esta metodología, lo que hicimos fue comparar las empresa post private equity con la totalidad de empresas que no sean como post private equity, pero que se hayan emitido a la bolsa en el mismo periodo. De tal forma, obtuvimos 55 empresas que corresponden a empresas listadas en la bolsa local de los países respectivos (Brasil, México y Chile) en los periodos en que se emitieron las empresas post private equity, pero que además cumplen con las condiciones de presencia bursátil necesarios para comparar los resultados. Por último, todas las series de precios fueron obtenidas de Bloomberg en base diaria y todas en la misma moneda: Dólares.

Resultados:

Una vez identificadas las empresas clasificables como receptora de una inversión de algún fondo de private equity y haber obtenido las empresas que no forman parte de este grupo, procedimos al cálculo de tres indicadores relevantes para nuestros propósitos: la rentabilidad, el ratio de Sharpe y el beta.

La rentabilidad la dividimos en un día, un mes, un año y total desde el inicio hasta el 5 de diciembre de 2007. Para el primer día de transacción de una empresa receptora de un inversión del tipo private equity es de un 8.7%, este resultado se compara muy positivamente con el 3.2% de rentabilidad al primer día de transacciones de las empresas que no fueron sujeto a una inversión previa de un fondo de private equity. Para el caso de la rentabilidad al primer mes de emitida la empresa a la bolsa, tenemos un 14,3% de rentabilidad versus un 4.3% del segundo grupo de empresas. Para el caso de un año el resultado es de un 92 % de rentabilidad versus un 20.9% para las empresas receptoras y no de la inversión en private equity, respectivamente. Por último, la rentabilidad promedio desde la emisión de la empresa a la bolsa hasta el 5 de diciembre de 2007, es de 210 % versus un 137.3% de las otras empresas.

Rentabilidad	1 día	1 mes	1 año	Total a la fecha
Receptoras de Inversión P.E.	8,70%	14,30%	92%	210%
No receptoras de Inversión P.E.	3,20%	4,30%	20,90%	137,30%

Otra herramienta de análisis que quisimos incluir en este apartado es el ratio de Sharpe. Esta una medida del exceso de rendimiento por unidad de riesgo de una inversión, la cual es muy útil para comparar activos. Para la construcción de este ratio supusimos una tasa libre de riesgo para Brasil de 5% anual y para Chile y Mexico de un 3%. De esta forma los resultados obtenidos son de un ratio de Sharpe promedio de 1.18448 para las empresas con inversión previa en private equity y de un 0.98117 para el resto de las empresas estudiadas. Esto quiere decir que las empresas que fueron objeto de una inversión de algún fondo de private equity, tiene un mayor retorno por unidad de riesgo para el inversionista.

	Beta	Ratio de Sharpe
Receptoras de Inversión P.E.	1,0635	1,1848
No receptoras de Inversión P.E.	0,9848	0,9812

Los resultados aquí presentados, demuestran el mejor performance accionario que tienen las empresas que previo a su debut en bolsa, fueron objeto de inversión de algún fondo de private equity. Las enormes rentabilidades que han tenido las empresas que hemos estudiado demuestran, de alguna forma, el aporte de los gestores de los fondos de private equity en las empresas en las cuales invierten. Sin embargo, también creemos que puede haber un sesgo por cuanto a que los fondos de private equity pueden estar concentrándose en empresas o sectores con un potencial mucho mayor al promedio, ya sea por su nivel de inmadurez en el país respectivo o por evidentes ineficiencias que presenten las empresas en las cuales se va a invertir, se pueden generar oportunidades que permitan con mejoras en gestión, incorporación de ejecutivos con experiencia y acceso al capital, lograr retornos mayores al promedio.

El último indicador que quisimos incluir en este estudio, es el de los betas. El cual representa la sensibilidad de cambios en el retorno del instrumento ante cambios en el retorno de mercado. Los resultados fueron de un beta promedio para las empresas que pasaron por un proceso de 1.0654 versus un 0.98475 del resto de las empresas que no formaron parte de la cartera de un fondo de private equity.

Un aspecto que quisimos incorporar en este estudio, fue el de analizar comparativamente los resultados de las empresas que pasaron por un proceso de private equity, y su performance accionario posterior. Específicamente, pretendimos diferenciar a los distintos fondos de private equity en a región según el rendimiento de las empresas que pasaron por sus manos previo a su debut bursátil. Por lo tanto, quisimos verificar si existía alguna relación entre el tamaño del fondo de private equity en el performance posterior a la apertura de la empresa en la bolsa, o también testear la importancia que tiene si el fondo tiene una presencia global, o local. Todas estas preguntas no nos fue posible responder, el bajo numero de operaciones del tipo private equity en la región que deriva en la apertura de la empresa en la cual se invierte en la bolsa, no permite hacer estudios de este tipo. Sin embargo, logramos constatar casos notables de fondos que tienen un gran desempeño en las empresas en las que invierten. Es el caso del fondo GP Investment, credo por un grupo de brasileros en 1993, con el objetivo de hacer inversiones del tipo private equity, ha llevado a cabo los procesos de inversión y posterior salida a la bolsa de empresas como ALL, Lupatech, Submarino, Gafisa y otras. Empresas todas que una vez que se emitieron a la bolsa, lograron rentabilidades en el primer año muy por sobre el promedio del resto de las empresas que pasaron por procesos de inversión de otros fondos de private equity. Así mismo, GP Investment, se enlisto en la bolsa se Sao Paulo, logrando en el primer año una rentabilidad en el precio de la acción de un 193%. Así mismo, este fondo de inversión, ha desarrollado proyectos de inversión conjuntos, con Equity International, empresa fundada por Sam Zell desarrollaron proyectos conjuntos en la empresa constructora Gafisa. Así mismo, Equity international, tubo una exitosa participación en México con la empresa inmobiliaria Desarrolladora Homex. Otros casos de fondos exitosos en el contexto del desempeño accionario de las empresas en las que invirtieron, son las de Localiza. Llevada a cabo DLJ de Credit Suisse, ha tenido un retorno desde su debut bursátil en junio de 2005 de 574%. Por otro lado, naturalmente existen apuestas fallidas como el desempeño bursátil de la empresa de tarjetas de crédito GSU Cardsystem que impulsada por el fondo de

inversiones Advent International ha tenido una pérdida de 59% desde su incorporación a la bolsa en junio de 2006. Sin embargo, el mismo fondo llevo a cabo el exitoso proceso de inversión y posterior apertura bursátil con TOTVS que desde su apertura bursátil en marzo de 2006 ha rentado un 123%.

En Chile, tenemos uno de los casos más destacables que pudimos constatar en América Latina. La Polar, bajo la mano del fondo Southern Cross, ha conseguido desde su apertura en bolsa en agosto de 2003 a la fecha una rentabilidad de 836% siendo uno de los casos emblemáticos del aporte que pueden realizar los procesos de inversión del tipo private equity en las empresas. Además esta empresa tiene un ratio de Sharpe 1.9075, lo que indica una favorable ganancia de rentabilidad por unidad de riesgo. Este mismo fondo el año pasado adquirió la empresa sanitaria Essbio la cual este mismo año a Ontario Teachers' Pension Plan.

Parte IV:

Conclusiones

En el presente trabajo realizamos un estudio lo más completo posible de la inversión del tipo Private Equity en la región. Analizamos diversos casos en Latinoamérica que nos permitieron adentrarnos al proceso interno que llevan a cabo los fondos de private equity en las empresas que invierten, y como sus estrategias conducen al éxito o fracaso de una inversión de este tipo. Concluimos al respecto, que gran parte del éxito de una inversión de este tipo radica en la capacidad de lograr mejoras de management en la empresa, establecer mejores condiciones de crédito con las instituciones bancarias, desarrollar estrategias de crecimiento de la empresa en la cuales se invierte y otras. En definitiva, el éxito de una inversión del tipo private equity radica en mejoras sustantivas en las empresas en las que se invierte, de la mano de un alto potencial de crecimiento de la empresa y de la industria, pero también de que el país tenga también un gran potencial de crecimiento.

En cuanto a la situación de las empresas post private equity en su desempeño bursátil, demostramos que estas tienen en promedio un mejor retorno en todos los niveles medidos, que las empresas que no fueron sujeto a una inversión del tipo private equity y que, como forma de crecimiento endógeno, terminaron enlistándose en la bolsa local.

Así mismo, el índice de Sharpe también resultó mayor para las empresas receptoras de private equity de las que no, para el periodo analizado. Concluyéndose así que estas empresas tienen una mayor rentabilidad ante un riesgo equivalente que las empresas no receptoras de inversión del tipo private equity.

El Beta de las empresas analizadas resultó ser mayor en un 8% para el conjunto de empresas listadas en la bolsa que previamente fueron parte de un fondo de private equity, de las que no. Esta situación puede revelar cierta preferencia de los fondos de private equity, por empresas más riesgosas con respecto al promedio del mercado.

Por último, creemos que será necesario un tiempo más prolongado de las empresas listadas post private equity, para ver su impacto en rentabilidad y cuando este mejor performance se disipará.

Bibliografía y Referencias

1. Seminario “Desarrollo de Capital de Riesgo en Chile: Alternativas para su Fomento”. Julio Pérez Vallejo, 2001.
2. “Final Offering Circular”. GP Investment, Ltda. May 30, 2006.
3. “Private equity en América Latina: Colombia en el Contexto Regional”, seminario fondos de capital privado y capital de riesgo. 26 julio, 2005.
4. “El Desarrollo e Impacto del Capital Privado en México”, Luís Alfredo Perezcano y Fernando Fabre, Julio 2005.
5. “Proyecto Estrategia para el Capital de Riesgo en la Argentina. Características, Problemas y Recomendaciones”. Juan Carlos Carullo, Centro Redes.
6. “Capital de Riesgo y Capital Privado en América Latina y el Caribe: Tendencias y Desafíos”. Eduardo Elejalde, Presidente LAEFM Colombia. Presentación para: CAF Emprende: Encuentro Internacional para Desarrollo Empresarial.
7. “Condiciones Necesarias Para el Desarrollo del Venture Capital en América Latina: El Caso de Chile”. Prof. Dra. Gianni Romani Chocce. Universidad Católica del Norte.
8. “Capital de Riesgo”. Daniel Orezza Bozzalla, Director suplente ACAFI, 25 septiembre de 2007.
9. “Estructuración de Fondos de Capital Privado”, Lic. Patricio D Apice. Julio 30, 2007.
10. “Capital de Riesgo en Chile: El rol de los Fondos de Inversión”. Antonio Cruz, Vicepresidente ACAFI. 29 Marzo de 2007.

11. “Capital de Riesgo y Capital Privado en América Latina”. Marzo 30, 2007. Medellín, Colombia.
12. “Private Equity (PE) en Mercados Emergentes: Mitos, Realidades y Prospectos Futuros en Colombia”. Dr Roger Leeds. Bogotá, 25 de Julio de 2007.
13. “Private Equity en América Latina: Colombia en el Contexto Regional”, seminario fondos de capital privado y capital de riesgo, 26 de julio, 2005. Bogotá, Colombia. Cristina Kappaz, LAVCA.
14. “Venture Impact: The economic importance of venture capital backed companies to the U.S: Economy, third edition”. Global Insight.
15. Base de Datos S.V.S, Superintendencia de Valores y Seguros.
16. “Venture Capital Regional y Mentalidad de los Empresarios Frente a la Apertura del Capital de su Empresa”. Romani, G. Noviembre 2000, Chile.
17. “Angel Financing and public policy: An Overview”, Josh Lerner, Journal of Banking & Finance”, January 1998.
18. “An analysis of compensation in U.S Venture Capital Partnership”, Josh Lerner, January 1999.
19. “What drives Venture Capital Fundraising”, Josh Lerner and Paul Gompers, National Bureau of Economic Research Inc, January 1999.
20. “New Business Investment Company”, Josh Lerner, Harvard Business School, Junio 2000.
21. “Venture Capital Investment Cycles: The Impact Of Public Markets” Paul Gompers, Anne Kovner, Josh Lerner. Mayo 2005

22. "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts" Jerry Cao y Josh Lerner,
Mayo 2006.

23. Bloomberg.