



Universidad Nacional Autónoma de México

Programa de Posgrado en Ciencias de la Administración

T e s i s

**Los Fondos de Capital Privado como alternativa
de inversión en México.**

Que para obtener el grado de:

Maestro en Finanzas

Presenta: José Miguel Martínez Ortiz

Tutor : Dr, Arturo Morales Castro

México, D.F.

2011



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Índice

Índice	1
Índice de Tablas	4
Índice de Gráficos	5
Agradecimientos	6
Resumen	7
Abstract.....	8
Introducción	9
Metodología de la investigación	10
Activos alternativos	12
Capital Privado	13
Historia	14
Capítulo 1: Capital Emprendedor	17
1.1 Promotores de Capital Emprendedor	18
1.2 Relación con los inversionistas	18
1.3 Plan de negocios	21
1.4 Fuentes de financiamiento y su uso	23
1.5 Vehículos de inversión	24
1.6 Ciclo de vida de un fondo de Capital Emprendedor	26
1.7 Etapas de Financiamiento	27
1.8 Resumen	28
Capítulo 2: <i>Leveraged BuyOuts</i> (LBOs)	30
2.1 Historia de los LBOs	30
2.2 Funcionamiento de un LBO	31
2.3 Creación de valor en LBOs	31
2.4 Estructura de un fondo de LBOs	33
2.5 Perfil de un candidato a un LBO	33
2.6 Los riesgos de los LBOs	34
2.7 Gobierno Corporativo	34
2.8 El plan de trabajo	35
2.9 Resumen	35
Capítulo 3: <i>Mezzanine Debt</i> y <i>Distressed Debt</i>	37
3.1 <i>Mezzanine Debt</i>	37
3.1.1 Retorno sobre la inversión.....	37
3.1.2 Funciones del <i>Mezzanine Debt</i>	38
3.1.3 Inversionistas	38
3.1.4 Firmas de Capital Emprendedor	39
3.2 <i>Distressed Debt</i>	39
3.2.1 Los inversionistas	40

3.2.2 El mercado.....	40
3.2.3 Las estrategias.....	41
3.2.4 Los riesgos.....	42
3.3 Resumen.....	43
Capítulo 4: Principales actores dentro de la industria del Capital Privado.....	44
4.1 General Partners.....	44
4.2 Limited Partners.....	53
4.3 Resumen.....	66
Capítulo 5: Consideraciones del uso de Fondos de Capital Privado.....	67
5.1 El Capital Privado en México.....	67
5.2 La curva J.....	74
5.3 Cascada de Distribución.....	80
5.4 Conveniencia de un Fondo de Fondos.....	84
5.5 Private Equity Vs Hedge Funds.....	91
5.6 Resumen.....	94
Capítulo 6: Análisis del desempeño del Capital Privado.....	95
6.1 LBOs dentro del Capital Privado.....	98
6.2 Fondos de pensiones.....	98
6.3 Comparación contra los mercados públicos.....	99
6.4 Tendencia de Rendimientos.....	114
6.5 Resumen.....	119
Conclusiones.....	121
Recomendaciones.....	128
Bibliografía.....	129
Glosario.....	132
Siglarío.....	134
Anexo 1: Tablas de Rendimientos Históricos Mensuales.....	135

Índice de Tablas

Tabla 4.1 - Participación de Inversionistas en Capital Privado	54
Tabla 5.1 – Probabilidad de reincidencia en resultados	86
Tabla 5.2 – Distribución de inversiones por zona Geográfica	88
Tabla 6.1 – Probabilidad de reincidencia en resultados	95
Tabla 6.2 – Probabilidad de reincidencia en resultados	97
Tabla 6.3 – Comparativa de retornos sobre la inversión	103
Tabla 6.4 – Comparativa de retornos, bonos gubernamentales	103
Tabla 6.5 – Comparativa de retornos, Índices Accionarios	107
Tabla 6.6 – Comparativa de retornos, Horizonte a 3 años	109
Tabla 6.7 – Comparativa de retornos, Horizonte a 5 años	111
Tabla 6.8 – Comparativa de retornos, Horizonte a 10 años	112
Tabla 6.9 – Rendimientos 1996 a 2006	113
Tabla 6.10 – Rendimientos 1992 a 2006	113
Tabla 6.11 – Rendimientos 1996 a 2003.	114
Tabla 6.12 – Rendimientos 1992 a 2003	114

Índice de Gráficos

Figura 4.1 - Participación de Inversionistas en Capital Privado	54
Figura 5.1 – Encuesta de opinión a Inversionistas	72
Figura 5.2 – Regiones predilectas para inversión	73
Figura 5.3 – Ejemplo de una Curva J	76
Figura 5.4 – Probabilidad de reincidencia en resultados	86
Figura 5.5 – Distribución de inversiones por zona Geográfica	88
Figura 5.6 – Participación en FdF por tipo de LPs	91
Figura 6.1 – Participación en Capital Privado por tipo de fondo	96
Figura 6.2 – Probabilidad de reincidencia en resultados	98
Figura 6.3 – Rendimientos: Capital Privado	100
Figura 6.4 – TC, IPC y Oro	101
Figura 6.5 – TC, IPC, Oro y C. Privado	101
Figura 6.6 – Comparativa de retornos, bonos gubernamentales	105
Figura 6.7 – Retornos sobre Inversión – Índices	106
Figura 6.8 – Comparativa de retornos, Índices Accionarios	107
Figura 6.9 – Comparativa de retornos, Horizonte a 3 años	108
Figura 6.10 – Comparativa de retornos, Horizonte a 5 años.	110
Figura 6.11 – Comparativa de retornos, Horizonte a 10 años.	111
Figura 6.12 – Tendencia Venture Capital.	115
Figura 6.13 – Tendencia LBOs.	116
Figura 6. 14 – Tendencia IPC - USD.	117
Figura 6. 15 – Tendencia Mezzanine.	117
Figura 6. 16 – Tendencia Distressed Debt	118
Figura 6. 17 – Comparativa Líneas de Tendencia	119

Agradecimientos

Este trabajo es para mi padre, que me lo ha enseñado todo, desde como comportarme en la mesa hasta las diferencias entre las modalidades de Capital Privado. Pretendo conseguir el título de Maestro con este esfuerzo, pero él ha sido mi maestro con el esfuerzo de toda una vida.

Le agradezco de nuevo a mi padre porque desde mucho tiempo atrás pensó en sus hijos, y consiguió un ángel para que fuera nuestra madre, quien siempre nos ha procurado y nos ha dado de comer aunque no tengamos hambre.

Doy gracias a mis amigos, quienes me han apoyado cuando he necesitado de ellos, me han dado el tiempo y espacio para dedicarme plenamente a mis estudios, me han distraído de ellos cuando ha sido necesario, y me han hecho valorar el tiempo para dedicarlo a lo que corresponde en cada momento.

Resumen

En este trabajo se aborda el tema de los fondos de Capital Privado como una forma de inversión desde el punto de vista de los rendimientos que pueden generar, comparándolos con alternativas de inversión en México, con el objetivo de demostrar que son una opción que no ha sido explotada por muchos inversionistas que estarían en posibilidades de hacerlo en México.

A lo largo de este trabajo se explica el funcionamiento de los fondos de Capital Privado, así como las diferentes clasificaciones dentro de este tipo de Fondos: Capital Emprendedor, *Leveraged BuyOuts*, *Mezzanine Debt*, y *Distressed debt*. De éstas se detallan sus características principales, así como diferencias importantes entre ellas con el objetivo de dar una idea real de lo que implican este tipo de inversiones.

El principal objetivo es dar al lector una idea general de la industria de Capital Privado, tanto en sus fortalezas como en sus puntos débiles. Se incluye también una sección de los principales actores dentro de la industria, si bien no siendo esta lista exhaustiva, pretende dar una idea del tipo de empresas que intervienen en el proceso descrito del funcionamiento de los fondos.

Después de esbozar el funcionamiento de esta industria y dar al lector los elementos para juzgar el funcionamiento de estos fondos, se presentan datos sobre sus rendimientos. Así mismo se presentan los rendimientos del S&P500, IPC, NASDAQ, Oro, e instrumentos gubernamentales mexicanos para ser contrastados (Cetes, Udibonos, y Bonos M). Es importante notar que en esta sección se consideran exclusivamente los rendimientos, y se deja de lado las características específicas de cada alternativa de inversión, como su plazo, el riesgo que se asume, la posibilidad de reinversión o los montos de entrada.

Abstract

This thesis approaches the subject of Private Equity as an investment alternative from the point of view of average returns it can generate, compared with the investment alternatives in Mexico, with the intention to demonstrate that Private Equity is a non-exploited option for capitalist investors willing and able to do so through out the region.

Along this paper it is explained how Private Equity funds work, and the different alternatives within this asset class such as: Venture Capital, Leveraged BuyOuts, Mezzanine Debt, and Distressed Debt. The features of each one of this kinds of funds are detailed, as well as the relevant differences among them, with the intention of giving the reader a general and realistic idea of the implications of this kind of investments.

The main objective of this work is to give the reader an insight of the Private Equity industry, from its advantages as much as of its downsides. It contains a section where some of the main participants in this industry are described; this list does not pretend to be exhaustive but just to give an idea of the sort of entities involved in the process of managing this type of funds.

After sketching the way this industry works and giving the reader the information to judge this type of funds, the data over the average returns is presented. And so is the data of the returns from S&P500, IPC, NASDAQ, Gold, and Mexican treasury bills in order to compare them (Cetes, Udibonos, & Bonos M). It is important to notice that in this particular section only the returns are being considered, and we exclude all the specific traits of each different investment alternative, such as the term, risks assumed, reinvestment opportunities and the minimum amounts for entering the investment.

Introducción

Los fondos de Capital Privado han crecido durante las últimas décadas en muchos países del mundo, principalmente en Estados Unidos y Europa, donde se tiene la mayor concentración de inversionistas, fondos e inversiones derivadas de esta industria. Sin embargo, en México estos no se han desarrollado al mismo ritmo. En otros países de América Latina si se ha dado este crecimiento, que ha logrado atraer inversión extranjera a estos países, a pesar de que su situación es muy similar a la de México.

Estos fondos basan sus rendimientos en el crecimiento de las empresas privadas, promueven el desarrollo de diferentes sectores de la industria y el desarrollo económico general de un país con creación de nuevas oportunidades de empleo y de negocio. Estos beneficios actualmente se ven obstaculizados para su aplicación en México, de los cuales destacamos 3.

El primero de los obstáculos para el uso de Fondos de Capital Privado es el entorno fiscal por su falta de transparencia para el inversionista, que lo obliga a un doble pago de impuestos. En segundo termino el reducido movimiento de la bolsa de valores, que obstaculiza la salida de las inversiones en empresas privadas y por tanto entorpece el normal funcionamiento de los fondos, y por último la falta de conocimiento de los integrantes de nuestro mercado financiero acerca de estas alternativas de inversión.

Metodología de la investigación

Estructura de la tesis

En este trabajo se pretende dar una explicación del funcionamiento de la industria del Capital Privado en sus diferentes modalidades, para dar al lector una idea general de las complicaciones de este tipo de inversiones, así como sus ventajas. Posteriormente contrastar los resultados de las inversiones en este tipo de activos con otras alternativas para dar un juicio del efecto y utilidad para un portafolio de inversiones.

En el primer capítulo ("Capital Emprendedor") se explica el funcionamiento de una de las modalidades más representativas del Capital Privado, el Capital Emprendedor. Aquí se dan algunas de las generalidades que aplican a todos los tipos de fondos de Capital Privado para permitir al lector familiarizarse con algunos de los términos y funcionamiento de la industria.

En el segundo capítulo ("*Leveraged BuyOuts*") se explica el funcionamiento de los LBOs, que son la modalidad de Capital Privado más representativa por su porcentaje de participación en el total de la industria. Además de ser uno de los tipos de fondos que han dado mejores resultados a lo largo de su historia.

El tercer capítulo ("*Mezzanine Debt* y *Distressed Debt*") aborda 2 de las alternativas de fondos restantes, *Mezzanine Debt* y *Distressed Debt*. Muchas de las generalidades de un fondo de Capital Privado ya están dadas por lo que solo resulta relevante en este capítulo apuntar las diferencias que existen con otros tipos de fondos.

Una vez terminadas las generalidades sobre el Capital Privado, el cuarto capítulo ("Principales actores dentro de la industria del Capital Privado") lo dedicamos a presentar a algunos de los principales actores de la industria, con el afán de acercar al lector a los verdaderos participantes de este tipo de negocios. Estos son tan solo algunos ejemplos representativos de los participantes de la industria.

En el capítulo 5 ("Consideraciones del uso de Fondos de Capital Privado") se habla de consideraciones adicionales que debe de tener el inversionista al adentrarse en esta industria, principalmente si se trata de un inversionista en México.

Por último, el capítulo 6 ("Análisis del desempeño del Capital Privado") comparara los resultados históricos de los fondos de Capital Privado contra otras formas de inversión. Es importante notar que un inversionista debe considerar tanto los rendimientos, los riesgos y las

especificaciones de una inversión antes de tomar la decisión sobre cual es la alternativa que más se adapta a sus necesidades.

Planteamiento del Problema

La industria del Capital Privado ha crecido durante las últimas décadas en los mercados más grandes del mundo, ayudando a la creación de nuevas compañías y posicionándolas en sus respectivas bolsas de valores, engrosando el listado de las empresas cotizadas.

El objetivo del Capital Privado es ofrecer rendimientos atractivos a inversionistas bajo una modalidad de activos alternativos que sea atractiva y sustentable. Los fondos toman los recursos de estos inversionistas y los colocan en empresas que tengan necesidades de financiamiento y tengan un potencial de crecimiento. Los fondos no dan un préstamo, sino que compran parte del capital, volviéndose accionistas de las empresas en que inyectan recursos.

Después de realizada la inversión los administradores de los fondos dan seguimiento a la empresa para procurar su crecimiento y buen desempeño. Una vez que la empresa ha sido revaluada y ha crecido, se busca la manera de vender la participación en ésta que el fondo adquirió. La utilidad para los inversionistas proviene del diferencial entre la inversión inicial en la empresa y el precio de venta final o salida, o sea el valor agregado que se pueda generar en la empresa que recibió los recursos.

En México esta forma de inversión no es tan utilizada todavía como en otros países del mundo, a pesar de llevar 20 años presente, pero no por ello es una alternativa menos viable. Inclusive el término de "Capital Privado" o "*Private Equity*" es poco conocido, aún en el ámbito académico. Podríamos pensar que la falta de conocimiento del tema se debe a la falta de historias de éxito en empresas en México, sin embargo existen ejemplos como Cinemex, Homex, Promotora Ambiental, Famsa y Axtel.

Por su parte, la industria del Capital Privado siempre ha tratado de mantener un perfil bajo ya que los fondos no deben hacer publicidad sobre las empresas en que hacen sus inversiones sino hasta que las liquidan, con el objetivo de no poner en riesgo los resultados. Esto mismo hace que la información sobre la industria sea escasa.

Durante muchos años se decía que América Latina solo recibía el 1% de las inversiones de Capital Privado del mundo, y que México captaba el 10% sobre esa cantidad. Actualmente México obtiene el 16%, aunque sigue siendo una cifra reducida comparada con otros países como Argentina y Brasil que logran captar el 25% y 29% respectivamente de los flujos de

Capital Privado, cifras que son más importantes que la participación de México, aun realizando la comparación de los flujos de Capital Privado con el producto interno bruto (PIB) de cada país. Estas cifras corresponden al periodo de 1990 – 2006, lo cual llama aún más la atención ya que corresponde al periodo en que México firmó el tratado de libre comercio (TLCAN), obtuvo grado de inversión y potencializó el ahorro interno a través de las afores.¹

A pesar del poco flujo de inversiones para México se tienen más de 90 fondos de Capital Privado, aunque de estos menos de 20 han sido operados por Administradores de fondos que han realizado más de un fondo, y que por tanto, podríamos llamar exitosos. Detrás de estos fondos exitosos hay solo 7 operadores, en su mayoría conformados por equipos locales.

Activos alternativos

Los activos alternativos son una subclasificación de activos entre los ya existentes, no son una clasificación por separado. El objetivo de este tipo de activos es expandir el horizonte de inversiones posibles, y son generalmente negociados en mercados privados. La excepción a esta regla general son los derivados sobre "Commodities".

Los activos alternativos son simplemente inversiones con una estrategia distinta dentro de una clase de activos. El valor de la mayoría de los activos alternativos deriva de deuda o el mercado de capitales. Los principales activos alternativos son: Hedge Funds, Futuros sobre "Commodities", Capital Privado, derivados de crédito, y fondos de gobierno corporativo.

Se podrían ver 3 grandes clasificaciones de activos: activos de capital, activos que se usan para generar valor, y activos que guardan valor.

Los activos de capital.- Derivan su valor de los flujos de dinero futuros de una empresa, no del valor de los activos físicos que tengan al momento de su valuación. Por lo tanto pueden ser valuados a partir del valor presente de su retorno esperado. De acuerdo con la teoría de Modigliani y Miller una empresa no puede cambiar su valor solo por cambiar su forma de financiamiento ya que la forma en que se distribuyan los futuros rendimientos entre los acreedores y los accionistas es irrelevante, ya que su suma será la misma. En esta clasificación entrarían los Hedge Funds, Fondos de Capital Privado, derivados de crédito, y los fondos de gobierno corporativo, todos ellos caen en una sola clasificación y vemos que esto no los diferencia de los activos tradicionales sino que se distinguen por la estrategia de inversión que siguen.

¹ Charvel Roberto, El socio silencioso, cnnexpansion, 3 Mayo 2008.

Los activos que generan valor.- Son aquellos que pueden ser transformados en algo diferente. Normalmente aquí se agrupan activos tales como granos, metales, energéticos, animales, o cualquier otro activo que sea necesario para comenzar un ciclo económico. Este tipo de activos no tienen flujos futuros que puedan ser valuados sino que tienen un valor intrínseco derivado de su utilidad en la industria o en el consumo.

Los activos que guardan valor.- Pueden ser ejemplificados con el arte. Una obra de arte no tiene flujos futuros ni es un activo que pueda ser transformado ya que es un producto terminado. Sin embargo guarda valor porque su dueño espera recibir por el activo al menos el mismo valor que pago o algo superior. Este valor no es tampoco un valor utilitario, por el contrario es un valor subjetivo. Pero no son el único tipo de activo que se tiene en esta clasificación, el oro y otros metales y piedras preciosas funcionan de modo similar.

El inversionista entonces debe repartir sus activos en las distintas categorías para tener un portafolio con una combinación de activos de acuerdo con su apetito de riesgo y el rendimiento que espera obtener. Los activos alternativos toman entonces su importancia, pero para un horizonte de tiempo de corto plazo con el objetivo de maximizar los rendimientos obtenidos, pero la estructura del portafolio de inversión debe ser diseñada para el largo plazo.

De 1981 a 2000 solo se necesitaba invertir en acciones para obtener rendimientos consistentes de 2 dígitos. Por lo tanto las inversiones comunes se distribuían entre acciones y bonos. En el nuevo milenio los mercados se han vuelto menos generosos y con ello los activos alternativos se han vuelto una opción a considerarse.

Por ejemplo, en un fondo de pensiones se decide la combinación de activos que se tendrá, esto es conocido como la Beta, que expresa el riesgo de mercado en que incurrirá el fondo. Esta estrategia está diseñada para cumplir metas a largo plazo tales como el pago de una pensión. Después la estrategia bajo la cual se invierte en cada tipo de activo les permite buscar una ganancia superior a lo esperado².

Capital Privado

El sector del Capital Privado compra acciones privadas o bonos ligados a capital de empresas privadas para obtener el control de las mismas y posteriormente vender su participación cuando la empresa se ha revaluado. El elemento clave es que la compra sea sobre acciones privadas, ya que por definición es en lo que se enfoca el Capital Privado. Por esto mismo las inversiones

² Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 3 – 6, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

realizadas no son liquidas, el inversionista debe estar mentalizado a mantener la inversión por un plazo de 5 a 10 años.

“Capital Privado” es un termino genérico que engloba 4 estrategias principales de inversión. La primera, *Venture Capital* (Capital Emprendedor), financia el inicio de operaciones de una compañía. El segundo, *Leveraged BuyOuts* (LBOs), permite a empresas que cotizan en bolsa recomprar sus acciones para volverse privadas. La tercera, *Mezzanine Financing*, es una mezcla de deuda privada y financiamiento vía capital. Por último, *Disstressed Debt Investing*, que es invertir en compañías ya constituidas pero que presentan problemas financieros.

Este tipo de inversiones dan la base de capital necesaria que las compañías que no cotizan en la bolsa necesitan para operar, crecer y obtener el éxito que persiguen. Son inversiones de largo plazo que requieren de paciencia por parte de quienes proporcionan los recursos y monitoreo constante por parte de quien las administran.

Historia

Se considera a la Reina Isabel de Castilla como la primera persona en realizar una operación de capital privado al financiar a Cristóbal Colón para buscar una nueva ruta comercial. La reina no solamente le dio a Colón la ayuda financiera que le hacía falta sino también ayuda técnica sobre administración y reclutamiento, y adicionalmente le permitió a Colón participar en las utilidades que pudiera generar el proyecto.

De modo más formal el Capital Privado comienza alrededor del año 1800. Anteriormente la riqueza se medía por la cantidad de tierra que se poseyera, hasta que comenzó la era industrial. Los antiguos ricos comenzaron a ver un cambio en la sociedad y comenzaron a financiar a los emprendedores a cambio de un % de las ganancias, se volvían socios. Sin embargo fue hasta 1946 que se fundo la “American Research and Development” como un fondo que se dedicaba formalmente a financiar industrias en crecimiento, que en ese momento eran el radio, las farmacéuticas y la industria espacial.

Durante los siguientes 12 años algunos otros fondos similares fueron creados, sin embargo no eran más de 20. En 1958 el congreso de Estados Unidos fundo las SBICs (Small Business Investment Companies), que son compañías privadas respaldadas por el gobierno que se dedican a invertir en nuevas ideas de emprendedores y que proporcionan adicionalmente al capital, asesoría en cuanto a la administración del nuevo negocio. Actualmente existen más de 300 SBICs en Estados Unidos.

En el mismo año se formó la primera sociedad limitada en este tipo de inversiones (*Limited Partnership*), formada por Draper, Gaither y Anderson. Muchos siguieron su ejemplo y esto se convirtió en una de las prácticas comunes. De este modo transcurrieron los 60s y 70s, en los cuales el flujo anual en este tipo de sociedades era de algunos cientos de millones de dólares.

Hasta los años 70s no les había sido permitido a los fondos de pensiones invertir en activos alternativos, como los fondos de Capital Privado, por considerarlos muy peligrosos dada su baja liquidez y alto riesgo. Sin embargo a finales de esa década se abrió la puerta a este tipo de inversión, como parte de un portafolio para los fondos de pensiones, argumentando que siendo solo un % de un portafolio se puede controlar la cantidad de riesgo que se asume.

En los 80s comenzaron a surgir los llamados "porteros" ("Gatekeepers"), estos se dedican a aconsejar acerca de las inversiones que son apropiadas a los fondos de pensiones o a inversionistas ricos que no tenían el conocimiento técnico del funcionamiento de los fondos de Capital Privado. Obtuvieron su nombre porque los fondos de Capital Privado ya no podían acceder directamente con los trabajadores de los fondos de pensiones, sino a través de este tipo de asesores³.

Matriz de congruencia de la investigación

Pregunta Principal	Objetivo Principal	Hipotesis Principal
Los fondos de inversión, ¿Son una alternativa para los inversionistas en términos de rendimientos? Y a la vez, ¿Que riesgos supone?	Demostrar que la inversión realizada en fondos de capital privado es una alternativa atractiva en términos de rendimientos para los inversionistas.	Las inversiones en capital privado son una alternativa atractiva en términos de rendimientos para los inversionistas en México.

Preguntas Secundarias	Objetivos Secundarios	Hipotesis Secundarias
¿Los rendimientos de los fondos de Capital Privado son superiores al promedio de otras alternativas como la bolsa de valores o el papel gubernamental mexicano?	Describir y contrastar distintas formas de inversión.	Los rendimientos presentados por los Fondos de Capital Privado presentan rendimientos superiores a otras alternativas de inversión.
¿Que riesgos supone este tipo de inversiones?	Dar a conocer los riesgos de las inversiones de Capital Privado y resaltar sus diferencias con otras inversiones.	Los fondos de Capital Privado tienen riesgos muy particulares en comparación a otras inversiones por lo que requieren de un perfil de inversionista específico.

³ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, Pg 3 – 5.

Método de investigación

Este trabajo pretende explicar el funcionamiento de los Fondos de Capital Privado en su diferentes modalidades y analizar los rendimientos reportados por estos en comparación con las formas de inversión más comunes en México, para lo cual se procedió de la siguiente forma:

- 1.- Revisión documental.
- 2.- Recopilación de datos históricos sobre rendimientos en inversiones.
- 3.- Descripción de organizaciones involucradas.
- 4.- Análisis de los rendimientos.
 - a. Comparación de rendimientos en periodos determinados
 - b. Tendencia de datos, proyecciones de rendimientos.
- 5.- Elaboración de conclusiones y aceptación o rechazo de la hipótesis.

Para este trabajo se utilizo únicamente fuentes de tipo documental. El trabajo de recopilación de información de los diferentes fondos privados fue elaborado por Prequin Ltd en sus reportes estadísticos anuales de la industria del Capital Privado. La información fue recopilada dependiendo de lo que se tuviera disponible de cada fuente dentro del plazo de 1990 a 2010. Después de recopilar la información se realizo el análisis de la misma y su interpretación para realizar la redacción del presente trabajo y poder ser presentado después de su revisión y critica.

Se elaboraron bases en Excel para concentrar la información de las distintas fuentes para determinar sus rendimientos mensuales y anuales para posteriormente realizar la comparación entre distintas alternativas de inversión. En el caso del IPC se realizo la dolarización del índice para hacerlo comparable con otros índices denominados en dólares americanos (USD) para lo cual se refleja en el índice el efecto de los rendimientos o perdidas por tipo de cambio que se tienen para los periodos analizados de IPC.

Definición del tipo de investigación

Conforme a las definiciones de investigación, este trabajo se catalogaría como cuantitativo, ya que la cuestión central de la pregunta de investigación principal reside en los rendimientos que pueden ofrecer los fondos de Capital Privado, la cual es una cuestión específica y cuantificable, a pesar de que se describan las características de cada tipo de fondo.

Su alcance sería descriptivo, ya que la intención de este trabajo es detallar las distintas facetas del Capital Privado y sus características particulares de funcionamiento.

Capítulo 1: Capital Emprendedor

Es el tipo más común de inversiones de Capital Privado. Es una alternativa para que las compañías que no llevan en operación el tiempo suficiente como para acceder a servicios financieros de la banca encuentren el fondeo necesario, así como para los emprendedores que desarrollan planes de negocios que pueden ser viables pero no tienen el soporte de capital ni de activos como para funcionar como un colateral para un crédito en una institución financiera. Por otra parte los flujos de efectivo negativos normales durante los primeros años de los proyectos emergentes resultan en complicaciones para acceder a préstamos de la banca.

En este entorno de incertidumbre es donde se opera el Capital Emprendedor, financiando ideas de alto riesgo y poca liquidez al invertir directamente en el capital de las empresas mientras aún son privadas. Pero como para cualquier otro inversionista su meta final es ganar dinero, esperando altos retornos sobre la inversión por la cantidad de riesgo que están tomando. Algunos ejemplos de compañías que comenzaron financiadas de este modo son: Cisco Systems, Cray Research, Microsoft, y Genetech.

A lo largo de los 80s el capital invertido en Capital Emprendedor subió de 1.5 a 5 mil millones de dólares y el número de firmas administrando este dinero se cuadruplico a lo largo de la década. Sin embargo las caídas de la bolsa de 87 y 89 así como la recesión económica de 90 y 91 dejaron en la industria tan solo 2.5 mil millones de dólares. Pero terminada la recesión comenzó un crecimiento constante durante los 90s. Hasta 95 se tenía un crecimiento constante y estable hasta los niveles de los 7 mil mdd. A partir del 96 comenzó un crecimiento exponencial que tuvo su cúspide en el año 2000 cuando se reportaron más de 100 mil mdd invertidos en Capital Emprendedor.

Este exponencial crecimiento se dio por la llamada "Burbuja punto com", que fue el periodo al final de los 90s en que surgieron gran cantidad de empresas nuevas con negocios basados en Internet. El rápido crecimiento de estas compañías estaba basado en la especulación y no realmente en un valor económico, lo que llevó a su derrumbe cuando comenzaron a surgir las primeras dudas y fracasos. Esta caída resulto en grandes quebrantos económicos en la bolsa de valores y es por lo que es recordada, sin embargo la fiebre por este tipo de compañías era generalizado y muchas empresas antes de ser cotizadas en bolsa comenzaron en proyectos de fondos de Capital Privado, por lo que en su caída afecto a esta industria.

Para el año 2001 las inversiones en Capital Emprendedor apenas rebasaban los 40 mil mdd y al año siguiente era alrededor de la mitad de esta cantidad. Fueron 3 factores los que impulsaron el crecimiento desmedido de los 90s: Grandes rendimientos en el mercado de acciones, un fuerte mercado de oferta pública (IPOs, Inicial Public Offering), y una baja inflación. Esto

provocó en los inversionistas una mayor tolerancia al riesgo y extendió sus horizontes de inversión.

Comparando el desempeño del Capital Emprendedor contra el S&P 500 vemos que en el largo plazo se tienen mejores rendimientos con Capital Emprendedor, con cifras que contemplan información de 1996 a 2005. Sin embargo al contrastarlo con el desempeño de la bolsa, los resultados son mixtos, esto se explica dado que existe una correlación entre el mercado de acciones y el del Capital Privado. Cuando en la bolsa se tienen buenos rendimientos y crecimiento de empresas, las empresas emergentes tienen oportunidades de negocio, mientras que cuando las circunstancias se invierten, las empresas privadas se topan con un ambiente más difícil y por tanto hay una mayor probabilidad de fracaso del proyecto.

Tomando un horizonte de 10 años se esperaría que el Capital Emprendedor obtenga una ganancia de 5% a 7% superior a la bolsa. Y entre 6% y 10% sobre el S&P500. Todos estos datos son relativos al mercado de los Estados Unidos de Norte América⁴.

1.1 Promotores de Capital Emprendedor

Tienen 2 funciones principales, la primera es recaudar dinero de los inversionistas, la segunda es invertir el dinero obtenido en compañías que comienzan operaciones. En cuanto a esta segunda acción, se trata de invertir, pero no a la manera de un inversionista pasivo, sino por el contrario, a partir del momento en que invierten, toman la función de asesor o como miembro del consejo de la compañía.

Generalmente también tienen la capacidad para contratar y despedir a directivos de puestos clave, esto incluye al emprendedor que fundó la compañía. Y de forma general también suelen ser contacto para traer especialistas clave como abogados, asesores e incluso el contacto con otras empresas que pudieran prestar ayuda a la compañía emergente, o inclusive que se pudieran interesar en el producto o servicio que la empresa vende.

1.2 Relación con los inversionistas

El "*Venture Capitalist*" es la persona que comenzará y se encargará de la administración del fondo, es conocido como "*General Partner*" y es la persona encargada de buscar las oportunidades de inversión. Sin embargo antes de que pueda comenzar con esa tarea debe de buscar inversionistas que se interesen por su fondo, estas personas son conocidas como "*Limited Partners*".

⁴ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 380 – 386, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

El *General Partner* tiene la libertad y la autoridad de administrar el fondo como considere conveniente, solamente limitado por lo que se haya estipulado en los acuerdos del fondo. A lo largo del tiempo los *Limited Partners* han exigido más cláusulas como previsión a malos manejos por parte del administrador del fondo y para asegurar que la administración del mismo vele por los intereses de los inversionistas. De forma general hay 3 tipos de cláusulas que se piden: Sobre la administración general del fondo, sobre las acciones del *General Partner*, y sobre lo que es una inversión adecuada⁵.

1.2.1 Restricciones en la administración del fondo

Un tema importante es la cantidad invertida en una empresa por el fondo en cuanto al % que una sola inversión representa sobre el total del fondo. El objetivo de esta restricción es que exista diversificación en el portafolio, de antemano sabemos que habrá empresas que no logren utilidades, por lo tanto se opta por tener el riesgo diversificado y que las empresas que sí logren utilidades compensen en el portafolio por las que no.

Se puede poner un control para el uso de deuda por parte del fondo, ya sea limitarla o prohibirla. El fondo ya tiene en su operación normal bastante riesgo como para aumentarlo con apalancamiento.

Otra restricción puede ir en función del historial del administrador del fondo. Si éste hizo en otro fondo una inversión en una compañía que no resulto exitosa, no queremos que trate de hacer una nueva aportación desde el nuevo fondo para tratar de rescatar su antigua inversión.

Es importante también tener cláusulas respecto a la distribución de las utilidades que genere el fondo. Lo más conveniente para los inversionistas es recibir su parte correspondiente cuando se realiza. Esto también significa que la comisión que cobrará el *General Partner* se verá reducida ya que ellos cobran sobre el monto total del valor del fondo⁶.

1.2.2 Restricciones a las actividades del *General Partner*

Se limita al *General Partner* para que no invierta, de forma independiente, en las empresas que el fondo está invirtiendo, de lo contrario es muy probable que preste más atención a esas inversiones que al resto de las inversiones del fondo.

⁵ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 386 – 387, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

⁶ Ibid.

También se les prohíbe vender la participación que la firma tiene en el fondo ya que esto les quitaría el incentivo para monitorear y ver que se realice una buena estrategia de salida, en perjuicio de los *Limited Partners* que confiaron sus recursos.

Del mismo modo se le limita al *General Partner* el tiempo que invierta para recaudar capital para otros fondos que planea crear ya que esto consume mucho tiempo y mientras más tiempo invierta en ello menos usará en la administración de los fondos vigentes⁷.

1.2.3 Restricciones del tipo de inversión

Generalmente este tipo de restricciones son para evitar que el *General Partner* invierta en compañías de sectores económicos que no le sean tan familiares y se concentre en el área en que sea un experto, evidentemente estas cambiarán dependiendo del *General Partner* de que se trate⁸.

1.2.4 Primas

El *General Partner* obtiene sus ingresos del cobro de primas, las cuales pueden ser de 2 tipos. Primas de administración (*Management Fees*), y un % de las ganancias generadas por el fondo (*Carried Interest*). Las primas de administración son una compensación para el *General Partner* por el tiempo y trabajo invertido en la búsqueda de oportunidades de inversión para el fondo, oscilan entre el 1% y el 3.5%, aunque la mayoría está entre el 2% y 2.5%. Este porcentaje varía dependiendo del reconocimiento y prestigio que tenga el administrador de fondos. Este % es sobre el valor total del fondo, no necesariamente sobre lo que se tenga efectivamente invertido sino sobre el monto que se planea invertir.

Las otras primas son el equivalente a una gratificación por realizar un buen trabajo, pero estas solo son pagadas en caso de que se hayan tenido utilidades excedentes de un rendimiento fijo, que de forma general corresponden a un 8% anual compuesto sobre las aportaciones de los inversionistas conocido como interés preferente (*Preferred Interest*). Estas primas son con las que realmente el *General Partner* puede hacer mucho dinero. De forma general los administradores de fondos piden un 20% pero pueden llegar a pedir hasta un 35% sobre el interés preferente. En caso de que el fondo pierda dinero no se paga esta prima, pero no existe una penalización.

⁷ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 388 – 389, Wiley Finance, The Frank J. Fabozzi series

⁸ Ibid.

Para evitar malos manejos se incluyen cláusulas como el "clawback", que les permite a los *Limited Partners* pedir de regreso los pagos de incentivos anteriores si aun hay gastos o pérdidas que no se habían considerado. Esto evita que el *General Partner* obtenga los beneficios si los inversionistas no logran utilidades. Adicionalmente se puede pedir que un % de la gratificación al administrador del fondo se mantenga en una cuenta aparte y se retenga hasta que el fondo sea liquidado en su totalidad para poder cobrar de ahí cualquier monto que deba ser regresado a los inversionistas.

Por último, no se pueden distribuir las ganancias hasta que se haya regresado en su totalidad el capital que los inversionistas pagaron en un inicio, esto también incluye restituir lo que pagaron como primas de administración. De este modo primero se restituye el capital invertido y después se hace la distribución de las ganancias entre todos los participantes⁹.

1.3 Plan de negocios

El *General Partner* debe buscar oportunidades de inversión, para lo cual pide a los emprendedores un plan de negocios, este documento principalmente se basará en tomar la decisión de invertir o no en la empresa. Este documento debe de ser coherente consigo mismo, realista, detallado, declarar la estrategia de negocio que planea seguir, e identificar el nicho de mercado al que va direccionado y que planea llenar.

Este plan de negocios nos explicará si la idea de negocio que se presenta es buena, pero también nos dará una impresión acerca del equipo que está detrás de esa idea, de su capacidad y su conocimiento. Esto puede ser tan importante como la idea misma ya que grandes ideas pueden resultar en un fracaso sin el personal adecuado.

Del mismo modo habrá que poner especial énfasis en que el plan de negocios sea realista, con metas alcanzables y bien definidas. Habría también que considerar los flujos de efectivo estimados para el proyecto, ya que con estos es que se definirá el esquema con el que se entregarían las ministraciones para la empresa por parte del fondo¹⁰.

Elementos del plan de negocios

Resumen ejecutivo.- Debe de ser un resumen claro y conciso, explicando de forma breve la idea general de la que se trata sin dar rodeos. En esta parte se debe resumir el resto de los puntos importantes.

⁹ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg388 – 391, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

¹⁰ Ibid.

El mercado.- Se debe determinar si existe un mercado para el producto o servicio que se planea comercializar. De no existir se debe analizar la razón por la que no existe y como crearlo. De existir ya un mercado se debe evaluar que mejoras proponen sobre los productos existentes y como se luchara con la competencia.

El producto.- Se debe describir sin tecnicismos y de la forma más simple el producto que se planea comercializar. Es importante detallar sus ventajas, ya sea en precio, tamaño, funcionamiento, calidad, distribución, servicio al cliente, etc.

Propiedad Intelectual.- Es muy importante sobre todo en el sector de tecnología. Lo recomendable es que la nueva compañía sea la dueña de esta propiedad intelectual ya que si el dueño es el emprendedor y solamente le "renta" el derecho de uso a la compañía, los inversionistas podrían perder al dueño de la propiedad intelectual y quedarse solamente con una empresa que no puede producir para lo que fue creada.

El equipo emprendedor.- Los inversionistas no solamente están comprando una idea, sino también al equipo que está detrás de esa idea. En este caso es mejor tener un excelente equipo de trabajo con una idea buena, que tener un buen equipo de trabajo con una excelente idea. La calidad del personal que tiene a cargo del proyecto es importante para la ejecución de la idea. Por tanto es importante revisar todos los antecedentes de los colaboradores y ver sus capacidades. No necesariamente tendrán todos los ámbitos de conocimiento cubiertos, pero se puede detallar en el plan de trabajo como se planea subsanar las deficiencias del equipo de trabajo.

La operación y experiencia anterior.- Aquí se ven detalles de como construir y entregar el producto o servicio, si es necesario hacer un prototipo, los materiales, impuestos, personal requerido, maquinaria, y cualquier otro detalle que sea necesario abordar, dependiendo de la naturaleza de la empresa. El objetivo es conocer el pasado del proyecto, el fondo de Capital Privado no suele ser la primer fuente de financiamiento que busca un emprendedor, generalmente se recurre primero a prestamos a amigos o familiares, aportaciones de los socios y en algunos casos también el uso de Capital Ángel. Es importante cuantificar la distribución actual del capital para saber si se puede invertir en la empresa y si es seguro hacerlo.

Proyecciones financieras.- Es necesario tener los estados financieros básicos o al menos el balance general, estado de resultados y un flujo de efectivo. Y con las correspondientes proyecciones, las cuales deben de ser realistas y dar un margen suficientemente amplio para dar los resultados que los inversionistas esperan. Generalmente se esperaría ver que en el tercer año la compañía deje de tener perdidas y que en algún punto cercano deje de necesitar

ministraciones por parte del fondo para pasar a ser autosustentable. En la proyección es recomendable tener hechos 2 escenarios, uno optimista y otro pesimista.

Monto de financiamiento.- Va muy de la mano con las proyecciones financieras y es simplemente el monto total que va a requerir la empresa para sacar adelante el proyecto, estimado en una base mensual que es el paso el que necesitaran usar los recursos para su operación.

Estrategia de salida.- Eventualmente lo que los accionistas quieren es vender su participación en el capital para tomar las ganancias generadas, para esto es necesario tener una estrategia de salida. El *General Partner* aquí puede dar mucho valor agregado al fondo por los contactos que tenga, podría conseguir una compañía que se interese en comprar la participación en la empresa emprendedora por estar en un giro similar, o tener contactos en instituciones financieras en caso de que se pretenda hacer una oferta pública inicial (IPO). Del mismo modo el fondo puede invitar a otros fondos a invertir en la compañía para tener adicionalmente a sus contactos, los contactos del otro fondo de inversión y resolver el problema en conjunto.

Lo más conveniente para los inversionistas y el fondo es invertir en acciones preferentes convertibles, para así tener el beneficio en la prelación y al mismo tiempo poder convertir sus acciones en caso de una oferta pública. También se pueden usar notas convertibles en acciones o acciones preferentes con una estrategia similar. Se pueden usar "Redemption Rights" o opciones de Put, con fines similares, sin embargo no es lo recomendado ya que limitan la ganancia que se puede obtener en la inversión¹¹.

1.4 Fuentes de financiamiento y su uso

Entre 1985 y 1990 en Estados Unidos la principal fuente de financiamiento para los fondos de Capital Privado eran los fondos de pensiones, con una participación del 70%. Con el paso del tiempo esto ha cambiado y en 2005 los fondos de pensiones representaban el 50%, el otro 50% se encuentra repartido entre otras fuentes, de las cuales destacan principalmente 3: las fundaciones, intermediarios, e inversionistas privados. Los intermediarios son otros fondos como los Hedge funds o los fondos de fondos. Los inversionistas son particulares con el suficiente dinero y apetito de riesgo como para realizar este tipo de inversiones¹².

¹¹ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 390 – 400, Wiley Finance, The Frank J. Fabozzi series

¹² Ibid.

1.5 Vehículos de inversión

1.5.1 Limited Partnerships

La mayoría de las inversiones en Capital Emprendedor en Estados Unidos caen dentro de esta figura, y evitan ser registradas como una compañía de inversiones, esto amparándose bajo el "Investment Company Act of 1940". Esto con el objetivo de que el vehículo este libre del pago de impuestos, pero los inversionistas si son sujetos del pago de impuestos al recibir dinero de la asociación. Este vehiculo tiene una vida de 10 años y la posibilidad de extenderlo adicionalmente de 1 a 5 años.

Bajo este esquema tenemos un *General Partner* que es el socio que administrara el fondo en el día a día y quien se hará responsable de la operación y cualquier otra problemática relacionada con las inversiones realizadas, además de aportar un % de capital a la asociación, esto con el objetivo de que los intereses de todos los participantes vayan alineados. Y también existen los *Limited Partners*, que tendrán una responsabilidad limitada al total de sus aportaciones y actúan como simples inversionistas. Éstos se comprometen a dar una cantidad como aportación, sin embargo no entregan este dinero sino hasta que el *General Partner* así se los pide, lo cual suele ser con 1 o 2 meses de anticipación una vez que ha encontrado una compañía adecuada para invertir¹³.

1.5.2 Limited Liability Companies (LLCs)

Este vehículo sigue un esquema muy similar al del *Limited Partnership* tanto en la cuestión del pago de impuestos, duración de la compañía, y estructura. Sin embargo en lugar de tener un *General Partner* se tiene un Director de Administración que cumple con esas funciones y responsabilidades.

Por tanto las figuras son prácticamente iguales, sin embargo las LLCs son utilizadas cuando los inversionistas serán un grupo pequeño de personas bien informadas del tema, por lo tanto tendrán derechos y obligaciones dictadas de forma más puntual. Esta figura es comúnmente utilizada por los administradores de fondos en el estado de Delaware, Estados Unidos¹⁴.

¹³ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Prtafolio of Venture Capital and Private Equity Funds Pg 12 – 22.

¹⁴ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 402, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

1.5.3 Corporate Venture Funds

Estos fondos de Capital Emprendedor se dan básicamente para la industria de la tecnología, o es donde se han visto proliferar. Grandes compañías con recursos disponibles para invertir pueden dedicar parte de estos para Capital Emprendedor con el objetivo de desarrollar nuevas tecnologías y ver nuevos mercados, esto con la ventaja de no tener que dedicar a su personal a esta tarea. De este modo "Financiar emprendedores" se convierte en la forma simple de comprar ideas frescas e innovadoras, y ganar una participación en un futuro posible competidor o una nueva tecnología. A diferencia de los fondos de inversión, los fondos corporativos no tienen muchos inversionistas, sino que es una sola compañía, ya que siendo el objetivo obtener nuevas tecnologías, no desean compartir esta participación con otros inversionistas.

Puede haber ciertos conflictos de interés en este tipo de estructuras ya que la compañía que proporciona el capital puede dejar de tener la liquidez necesaria para las inversiones a lo largo de los 5 o 10 años que necesiten las compañías para dar los rendimientos esperados. Por otra parte los emprendedores de la recién creada compañía podrían no querer ser comprados por la compañía madre. De cualquier modo, los beneficios para ambas partes parecen ser suficientes como para dejar de lado las complicaciones potenciales¹⁵.

1.5.4 Fondos de Fondos

Este tipo de fondos son relativamente recientes y son fondos que en lugar de invertir en compañías emprendedoras invierten en otros fondos para que estos a su vez busquen las oportunidades de inversión. Este esquema no solamente es usado para fondos de Capital Emprendedor sino para todos los tipos de Capital Privado, en ocasiones mezclando los tipos de fondos en el portafolio.

Esto tiene la ventaja de darle al inversionista una mayor diversificación en cuanto a fondos y en cuanto a compañías emprendedoras. El inversionista entonces puede usar a su favor el conocimiento del administrador del fondo de fondos en cuanto a cuales son los mejores fondos de Capital Emprendedor, además de poder tener acceso a fondos que posiblemente no tomarían en consideración a un pequeño inversionista.

Al igual que en cualquier otro fondo el inversionista le paga al administrador tanto una prima de administración como un incentivo sobre el desempeño (las utilidades) que tenga el fondo. En este caso la prima de administración está entre el .5% y el 2% de los activos administrados por un Fondo de Fondos.

¹⁵ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, PG 402 – 408 Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

Los fondos de fondos también hacen más simple la labor de los fondos de Capital Emprendedor, los cuales en lugar de recibir muchas cantidades pequeñas de muchos inversionistas individuales (*Limited Partners*), reciben una cantidad considerable del fondo de fondos. Del mismo modo hace más fáciles las explicaciones ya que tan solo tiene que hacerlo con el administrador del fondo de fondos, que es una institución con amplio conocimiento de la industria, en lugar de tener a muchos inversionistas potencialmente inexpertos en la materia¹⁶.

1.6 Ciclo de vida de un fondo de Capital Emprendedor

Un fondo de Capital Emprendedor tiene una vida de alrededor de 10 años. A lo largo de este tiempo se distinguen 5 etapas:

La primer etapa es cuando se buscan inversionistas y estos se comprometen a invertir una determinada cantidad de dinero (es conocida como "Fundraising"), durante esta etapa se suscribe el capital que aportarán, pero no se paga. Los inversionistas deben firmar acuerdos legales en los que se asientan estos compromisos y los términos bajo los que se regirán. Esta etapa suele tomar de 6 meses a un año, aunque fondos muy reconocidos logran terminar un periodo de 2 a 3 meses.

La segunda etapa es la búsqueda de inversiones (conocida como "Pipeline"). Esto implica analizar posibilidades y leer planes de negocio. Esta etapa comienza cuando el fondo se cierra a inversionistas y suele durar hasta a los primeros 5 años, a lo largo de los cuales no se tienen utilidades en el fondo, todo lo contrario, el administrador del fondo cobra las primas de administración pero no se reportan ingresos al fondo.

La tercera etapa es la inversión del capital, que dura alrededor de 5 años, donde se determina cuanto capital se invertirá en cada una de las empresas emprendedoras, se determina cual será el método en el que se tendrá invertido ese capital, y se requiere las aportaciones a los socios. Hasta este momento se sigue sin tener ingresos.

La siguiente etapa es cuando los recursos han sido invertidos y dura casi hasta el final de la vida del fondo de inversión. El *General Partner* ayuda a las empresas emprendedoras en la medida de lo posible para que se desarrollen y posicionarlas para su venta u oferta pública inicial. En esta etapa es donde se comenzarán a tener utilidades.

¹⁶ CORPORACION MEXICANA DE INVERSIONES DE CAPITAL (Fondo de Fondos), "Información General", <http://www.fondodefondos.com.mx/index.php?option=com_frontpage&Itemid=1>, Revisado Febrero 2011.

La última etapa es la liquidación del portafolio que se haya creado. Las compañías son vendidas a compradores estratégicos (estos suelen ser los accionistas mayoritarios de la empresa o quien lleve la administración de la misma), llevadas a oferta pública (IPO) o liquidadas por bancarota. Las utilidades generadas en esta etapa deberían ser suficientes como para sobreponerse a las pérdidas de los primeros 5 años.

Los fondos a lo largo de su vida no necesariamente se encuentran ubicados plenamente en una de las etapas aquí descritas, sino que pueden estar sus inversiones en una mezcla de las diferentes etapas¹⁷.

1.7 Etapas de Financiamiento

Inversiones Ángel.- Se trata generalmente de amigos y familiares que acceden a prestar dinero en una etapa temprana de desarrollo del proyecto. Para estos inversionistas se suele usar el termino de "FFF" o "Family, Friends and Fools". En esta etapa se tiene por lo general a un emprendedor y una idea, no se tiene un equipo de trabajo, ni plan de negocios, no existen prototipos del producto, ni estudios de mercado. La cantidad de capital que se recauda en esta etapa es poco, pero a veces el suficiente como para que la idea madure lo suficiente para encontrar otro tipo de financiamiento, por lo cual es conocida también como "Start-Ups" por que es apenas suficiente para comenzar a hacer realidad una idea.

Capital semilla.- Esta es la primera etapa en la que un fondo de Capital Privado invertirá en un proyecto. Ya se tienen algunos miembros del equipo administrativo y ya existe un plan de negocios, probablemente no muy completo y con muchos detalles por revisar, pero se tiene ya un estudio de mercado y se usa el financiamiento para terminar de hacer el desarrollo del producto y quizá para comenzar con la comercialización.

Capital Emprendedor en etapa temprana.- Esta etapa es cuando ya se tiene un producto o servicio que ha probado tener viabilidad de mercado. El equipo administrativo está completo o algo muy cercano a ello. Se busca de financiamiento para comenzar a hacer una producción a mayor escala y ya se tienen entradas de dinero por la venta del producto. El objetivo que tiene la compañía en este momento es llegar al punto de equilibrio entre sus gastos y los ingresos obtenidos. Se intenta tener penetración de mercado con su producto.

Capital Emprendedor en etapa tardía.- En esta etapa la compañía posiblemente lleve un trimestre con utilidades o apenas este llegando al punto de equilibrio. Sus necesidades de efectivo son para expandirse y para continuar operando en lo que logran comenzar a cobrar por

¹⁷ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 406 – 410, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

las ventas realizadas. La cantidad de dinero que se necesita en esta etapa es mucho mayor, pero de continuar así la compañía muy pronto será financieramente autosustentable.

Capital de Crecimiento.- Su término en inglés es "Growth Capital" y se refiere a inversiones minoritaria en una empresa ya constituida y operando que necesita del capital para realizar expansiones en su negocio. Dependiendo del giro de la empresa el capital se utiliza para infraestructura, o entrar en nuevos mercados, pero siempre la intención es financiar la transformación de la empresa a un nuevo nivel al que no podría haber tenido acceso con sus propios recursos.

Mezzanine.- Es la última etapa de financiamiento antes de que la empresa sea vendida a algún corporativo mayor o se vuelva pública. Generalmente se necesita del financiamiento para continuar sin problemas de efectivo hasta que llegue la oferta pública o venta, a pesar de que la empresa ya tiene utilidades es muy probable que las cuentas por cobrar estén creciendo a la misma velocidad. En esta etapa es posible que otra alternativa para la compañía sea acudir a una institución financiera ya que tiene el tamaño y los activos para respaldar un préstamo¹⁸.

1.8 Resumen

Los fondos de Capital Emprendedor son vehículos de inversión que concentran recursos de diferentes inversionistas para después invertirlo en el capital de empresas de reciente creación para ayudarlas en su desarrollo y posteriormente vender esta participación para generar una utilidad por el diferencial de las acciones adquiridas.

Estos fondos tienen en promedio una duración de 10 años, este tiempo puede variar dependiendo de cómo se desarrollen las inversiones. Se tiene un periodo en el que se recolecta capital, cuando se hacen las inversiones y cuando se realizan los activos para devolver el dinero a los inversionistas. A lo largo de este tiempo se deben de pagar primas al administrador del fondo sobre el total del capital comprometido.

Este tipo de inversiones fueron muy populares y dieron grandes rendimientos durante el periodo de las empresas punto com, sin embargo esos rendimientos elevados fueron causados por la creciente especulación, actualmente sus rendimientos son más bajos pero sustentados en el valor agregado que los administradores de fondos puedan dar a las empresas.

Las características principales de una empresa para ser considerada como una posibilidad de inversión es tener un amplio potencial de desarrollo y necesidades de capital para lograr este

¹⁸ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 410 – 414, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

desarrollo. Sin embargo existen muchas otras consideraciones que los fondos deben de tomar antes de entregar el dinero de los inversionistas. La competencia del equipo de trabajo que representa a la compañía en la que se puede invertir es muy importante, tanto o más que la originalidad y potencial del producto o servicio que se planea vender, ya que son ellos los que tendrán que sacar adelante el proyecto.

Estos factores implican que las inversiones conllevan un alto grado de riesgo, ya que si el equipo de trabajo no es capaz de hacer funcionar su proyecto se puede perder la totalidad de la inversión, o no entregar los resultados esperados. De antemano los administradores de fondos saben que algunas de sus inversiones pueden fracasar, pero confían en escoger una mayor cantidad de empresas exitosas con las que se pueda compensar el resultado.

El éxito de este tipo de fondos resulta en un beneficio para todos los participantes, los inversionistas (*Limited Partners*) reciben un rendimiento atractivo, los administradores de fondos (*General Partners*) reciben sus primas por administración e incentivos por desempeño, las empresas logran el crecimiento deseado a un costo de financiamiento bajo, y el crecimiento de la empresa resulta en nuevas fuentes de empleo que benefician a la sociedad en general.

Capítulo 2: Leveraged BuyOuts (LBOs)

Es una estrategia en la que se convierte a una compañía que cotiza en bolsa en una empresa privada nuevamente. Para esto se pueden emitir bonos o recurrir a préstamos con un banco para obtener los recursos necesarios para recomprar las acciones en circulación y de este modo retomar el control de la compañía. La intención es poder hacer cambios sustanciales en la empresa que agreguen valor, para lo que se necesita el control de ella, y posteriormente venderla ya sea a un comprador o al público inversionista.

2.1 Historia de los LBOs

A pesar de que fue hasta la década de los 70s cuando tuvieron su auge, los LBOs comenzaron al término de la segunda guerra mundial. Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) fueron quienes le dieron gran impulso a los LBOs. en los setentas dieron muestras al mercado de como es que funcionaban los LBOs y de la cantidad de inversionistas que estaban dispuestos a prestar su dinero a cambio de una ganancia.

En los 80s se desarrolló otro elemento de gran importancia para los LBOs: Los bonos basura (Junk Bonds). Estos son bonos subordinados con poca protección de colateral y con una prelación apenas superior al capital. Su atractivo radica en que los términos en que se emiten son flexibles como la deuda bancaria y pueden ser adquiridos por un gran mercado de inversionistas.

A lo largo de sus operaciones demostraron que los flujos de efectivo de una empresa y un buen equipo administrativo eran un mejor respaldo que los activos que usualmente se usan como colaterales tales como terrenos y otros activos.

En los noventas, con la caída económica de 90 a 91, muchos de los LBOs dejaron de pagar su deuda. Pero después de lo cual poco a poco fue creciendo el monto invertido en LBOs hasta llegar a niveles de 100 mil mdd en 2000. A lo largo de este tiempo los rendimientos fueron decreciendo mientras la demanda por este tipo de inversiones crecía y su oferta no era la suficiente para satisfacer a todos los demandantes¹⁹.

¹⁹ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 419 – 423, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

2.2 Funcionamiento de un LBO

Una empresa que cotiza en bolsa puede emitir una serie de bonos con una tasa fija con el objetivo de financiar su LBO, poniendo por su parte una aportación de Capital, sin embargo el apalancamiento de la deuda es lo que le permitirá recaudar suficientes fondos. Con el dinero obtenido se pagan los pasivos de la empresa y se re-compran las acciones que están en el mercado ofreciendo un premio a los tenedores de estas acciones, por ejemplo un 20% sobre el valor de la acción.

Esto dejará a la empresa con una deuda a una tasa fija y con su capital concentrado en manos de quienes emitieron la deuda. De ahí se puede comenzar a reformar a la empresa y tratar de reducir costos para hacerla más rentable. Cada punto porcentual que se pueda lograr en las utilidades es directamente para los accionistas restantes por lo que se vuelve muy atractivo el lograr mejoras en la empresa. Por otra parte se puede evitar el pago de dividendos para concentrarse en el pago de la deuda contraída y después de algunos años tener la empresa libre de deudas y con el capital concentrado trabajando solo para los dueños del negocio.

Una vez que la compañía fue reestructurada para materializar las ganancias generadas se puede vender la compañía a una empresa competidora que desee aumentar su penetración en el mercado. Si puede hacer una oferta pública inicial (IPO) y volver a hacer pública la empresa, lo cual sería simplemente como hacerla privada para reorganizar la empresa y limpiarla para después volver a invitar a los inversionistas a pasar. Se puede hacer otro LBO para reintroducir la deuda en la compañía y tomar el beneficio del dinero recaudado en la operación como un dividendo a los accionistas²⁰.

2.3 Creación de valor en LBOs

2.3.1 Para mejorar la eficiencia de operación

En empresas donde el capital está pulverizado entre muchos accionistas minoritarios, las decisiones quedan en manos del equipo administrativo de la empresa, esta separación de funciones puede llevar a algunas ineficiencias ya que los directivos buscarán llegar a las metas que les permitan cobrar sus gratificaciones sin que necesariamente sea lo conveniente para la empresa mientras que los dueños de la empresa no tendrán manera de hacer valer su opinión.

²⁰ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg. 424 – 428, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

En estos casos un LBO sirve para juntar nuevamente el poder de los accionistas en una sola persona que podrá entonces tomar decisiones que solventen las ineficiencias y agreguen valor a la compañía²¹.

2.3.2 Liberando emprendedores

Si una subdivisión de un conglomerado no puede aplicar sus innovaciones o ideas por estar atada a la compañía madre, se puede usar un LBO para hacer de esta subdivisión una compañía nueva que no tenga las restricciones impuestas por la matriz, que finalmente resultara en una incursión a nuevos mercados y nuevos horizontes²².

2.3.3 Separando conglomerados

Los conglomerados suelen tener divisiones y subdivisiones, ramificados en muchas industrias que no necesariamente tienen que ser del mismo giro, ni afines. En estos casos no se les puede definir dentro de un solo sector económico y resultan muchas veces mal valoradas por los mercados. Con un LBO se puede tomar control de la compañía y vender parte de sus activos, inclusive con esto se puede lograr hacer más eficiente la administración de la compañía al no tener tantos sectores en que concentrarse²³.

2.3.4 Creando conglomerados

No solamente se puede trabajar separando compañías para aumentar el valor que tengan, también se puede tener una estrategia inversa. Se comienza comprando una compañía con un LBO, posteriormente con otro LBO se compra otra compañía que sea afín a la función de la primera y que al ponerlas a trabajar en conjunto se cree una sinergia que agregue valor a ambas compañías. De este modo se puede hacer un conglomerado tan grande como se quiera, siempre y cuando se siga agregando valor a las empresas al juntarlas²⁴.

2.3.5 Salvar compañías

Invertir en compañías que están al borde de la bancarrota parece ser un mal negocio, pero en realidad se puede ganar dinero de este modo ya que las acciones están subvaluadas y se puede tratar de salvar el valor de la compañía. Se pueden tomar para este tipo de estrategias a

²¹ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg. 424 – 428, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

²² Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 428 – 436, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

²³ Ibid.

²⁴ Ibid.

compañías al borde de la bancarrota o compañías en otro LBO que no hayan dado un buen resultado²⁵.

2.4 Estructura de un fondo de LBOs

La estructura de un fondo de LBOs es muy similar a la de otros fondos. También se tiene un *General Partner* y *Limited Partners* que aportan el dinero al fondo a manera de inversionistas. Se tiene un consejo que toma decisiones administrativas y opiniones sobre las compañías que se pudieran adquirir, este consejo formado por el *General Partner* y algunos de los *Limited Partners*.

Primas

Se tienen las primas de administración, que van 1.25% al 3%. Adicionalmente al incentivo por resultados, que es un 20% a 30% sobre las ganancias realizadas por el fondo. Cobran además una comisión a la compañía que se privatiza de alrededor del 1%, esta comisión no necesariamente se comparte con los *Limited Partners*, no existe una práctica convencional para tratar esta comisión. También pueden cobrar una comisión si tienen a directivos en el consejo de las compañías con que tienen contacto. Y pueden cobrar otras primas de acuerdo a los servicios prestados²⁶.

2.5 Perfil de un candidato a un LBO

Se buscan compañías con ciertas características financieras y operativas. Se busca a compañías saludables, sin mucha deuda, con una proporción importante de capital, con gran cantidad de activos líquidos, ganancias sólidas y consistentes. Un margen de operación amplio y con un precio de mercado bajo.

Operativamente se quiere a una firma que sea sólida, con un gran nombre de mercado, con productos que no puedan ser considerados obsoletos por una nueva tecnología, una base diversificada de compradores, y un equipo administrativo que tenga algunas deficiencias que puedan ser mejoradas²⁷.

²⁵ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 428 – 436, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series.

²⁶ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Prtafolio of Venture Capital and Private Equity Funds, Pg 12 – 22.

²⁷ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 440 – 444, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

2.6 Los riesgos de los LBOs

Este tipo de inversiones contrastan con las de Capital Emprendedor por ser en empresas establecidas en etapa madura, con un mercado y producto definidos, su sustentabilidad ya ha sido comprobada y solamente se busca agregar valor volviendo más eficientes los procesos con los que opera. Del mismo modo el equipo administrativo ya tiene una trayectoria comprobada y por ello es sencillo definir sus fortalezas y debilidades. Posiblemente este equipo administrativo no tiene la libertad de llevar a cabo todas sus ideas con el producto de la compañía, pero un LBO puede darles esa libertad.

En las inversiones de Capital Privado una de las mayores preocupaciones de quienes prestan los recursos económicos es la estrategia de salida ya que este paso es el que les permitirá realizar las utilidades, sin embargo en un LBO la salida es una oferta pública inicial, la cual aparte de ser una estrategia conocida ya ha sido utilizada por la misma compañía (ya que antes del LBO era una empresa pública) lo cual facilita la realización.

El mayor riesgo aquí es por la enorme palanca financiera utilizada, la cual resulta inevitable ya que es en lo que se basa esta estrategia. La gran cantidad de deuda contratada, ya sea con bancos o por emisión de bonos, obligará a la empresa a generar los flujos de efectivo necesarios para los pagos de corto plazo o la llevara a la bancarrota, lo cual es un riesgo recurrente en el mercado de LBOs²⁸.

2.7 Gobierno Corporativo

Un efecto secundario de los LBOs es la creación de un gobierno corporativo fuerte. El gobierno corporativo es el proceso con el cual los directivos de una empresa alinean sus intereses con los de los dueños de la empresa.

Mientras que en una empresa pequeña o mediana el directivo y el dueño probablemente sea la misma persona, en una corporación con acciones emitidas en bolsa la base de dueños de la empresa puede estar tan pulverizada que estos no tengan siquiera la oportunidad de expresar a los administrativos sus inquietudes.

Alinear los objetivos de los dueños con quienes toman las decisiones en el día a día resulta en costos. En primer termino para formar un esquema de compensaciones con base en resultados. Realizar el monitoreo de los administrativos, lo cual puede involucrar auditorias a estados financieros y revisiones de terceros independientes. Y por último se tiene el costo por no

²⁸ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 444 – 450, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

realizar correctamente las acciones anteriores, lo cual resulta en pérdida de valor para los accionistas²⁹.

2.8 El plan de trabajo

Es muy importante tener un plan de trabajo bien definido entre los directivos de la empresa y los dueños. En una empresa pública, ésto no existe ya que resulta complicado comunicar a todos los inversionistas del plan de trabajo sugerido, y no necesariamente los accionistas tienen el conocimiento requerido para hacer un juicio sobre este plan de trabajo. Esto cambia cuando la compañía es tomada por un LBO.

Las estrategias de las firmas de LBOs varían mucho entre ellas pero de forma general deben de tener un mismo sentido. Liberar valor intrínseco de la compañía, generalmente involucra la venta de sectores poco rentables de la empresa, pero con una buena razón para esta venta. Planeación para pagar las deudas de la empresa, si ésto no se logra la empresa seguramente terminara en bancarrota por lo que es necesario recortar costos y maximizar utilidades.

2.9 Resumen

Los LBOs son una de las modalidades de Capital Privado más representativas por el porcentaje que representa del total de la industria, por lo que sus resultados guían en gran medida el rendimiento promedio que se tiene.

La mecánica de trabajo de los fondos de LBOs consiste en buscar oportunidades de agregar valor en compañías ya consolidadas que coticen en bolsa, pero que tienen potencial de crecimiento. Una vez identificada una oportunidad de inversión se procede a comprar de los actuales dueños de la empresa las acciones de la compañía hasta conseguir el control de la misma, para entonces tener el poder para hacer en ella las reformas necesarias para alcanzar el potencial que se vio en ella.

Para lograr el control de la compañía es común ofrecer un precio de compra por encima de lo que vale en el mercado una acción, invitando a los accionistas a entregar el control de la empresa. Este premio pagado, aunado a las grandes cantidades de acciones que se puede requerir para conseguir el control de una compañía resulta en una gran cantidad de dinero requerida, que el fondo puede no tener disponible, por lo que se recurre al uso de deuda para financiar la compra de las acciones.

²⁹ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 444 – 450, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series.

La nueva deuda adquirida por la compañía para el pago de sus acciones recompradas puede resultar en ahorrarse a la propia compañía por falta de flujo de efectivo y terminar con la operación, pero este mismo componente adicional de riesgo permite grandes utilidades a los inversionistas. Una vez que la compañía fue reconfigurada y se le ha agregado valor, esta se vuelve a hacer pública para pagar la deuda bancaria adquirida y dar a los fondos de LBOs sus utilidades correspondientes.

Existen varios enfoques para realizar este tipo de operaciones dependiendo de las oportunidades que se vean en la compañía. Se puede tratar de mejorar la eficiencia de operación, posiblemente por una mala administración o la falta de presión por parte de los inversionistas. Se puede liberar una sección de una compañía que tiene potencial de crecimiento por separado de la empresa a la que pertenece, usualmente este es el caso en que se tiene un emprendedor que no tiene margen de maniobra para poner en funcionamiento sus ideas.

Otra oportunidad es comprar un conglomerado de industrias en las que se detecte que el valor de las unidades de negocio por separado pueden ser vendidas a un precio más alto que lo que se tiene con la empresa consolidada. En este caso se puede mezclar alguna de las razones anteriores para mejorar por separado el valor de cada fragmento del conglomerado, o vender los fragmentos del conglomerado que resulten atractivos a compradores estratégicos.

También es posible hacer la operación al contrario, comprar empresas por separado y mezclarlas en un conglomerado, siempre y cuando se cree derivado de esta unión una sinergia que agregue valor para los accionistas. En este caso se pueden comprar compañías pequeñas o compañías con problemas, las cuales serán rescatadas para el funcionamiento de la operación.

Los fondos de LBOs pueden entonces usar muchos elementos y combinarlos a su conveniencia para realizar sus operaciones, teniendo como factor común en todas sus operaciones el uso de deuda para financiar el alto costo de la compra de las acciones circulantes en el mercado. A diferencia de los fondos de Capital Emprendedor los LBOs no tienen el riesgo de operación en la probabilidad de que la compañía funcione, sino que su riesgo reside en el flujo de efectivo que pueda mantener la empresa para pagar la deuda contraída.

Capítulo 3: Mezzanine Debt y Distressed Debt

3.1 Mezzanine Debt

Esta es una estrategia de inversión híbrida entre ser deuda y capital, en este tipo de financiamiento resulta difícil clasificarla como una o como otra, de ahí es que deriva su nombre de "Mezzanine", como si fuera el piso intermedio entre el capital y la deuda.

La forma más común para estas inversiones son notas a mediano plazo con *warrants* sobre acciones de la misma compañía. La idea es que la porción de capital que puede comprar el inversionista lo haga preocuparse por el bienestar a largo plazo de la compañía, mientras que la nota a mediano plazo le garantiza un pago en efectivo. Los cortes de cupón de estas notas pueden hacerse en efectivo o en un pago en especie, dando al inversionista más notas que contienen *warrants*. De este modo la compañía no se preocupa por pagos de intereses apalancándose aun más.

Otra forma que se tiene es evitando el uso de deuda, en cuyo caso en lugar de usarse notas a mediano plazo se pueden usar acciones preferentes con un dividendo preestablecido convertibles a acciones comunes. En cualquiera de los casos se busca que las opciones de compra de las acciones de la compañía sean a un precio de descuento, para incentivar a que estas acciones se ejerzan. El objetivo principal es que se tenga una forma de financiamiento intermedia entre capital y pasivos³⁰.

3.1.1 Retorno sobre la inversión

Comparado con los pasivos, este tipo de inversión tiene mucho más riesgo, por lo tanto tiene un retorno de inversión de entre 15% y 20%, el cual es sustancialmente más bajo que el retorno sobre otras formas de inversiones de Capital Privado, ya que también de forma comparativa tiene mucho menos riesgo.

El 15% a 20% del que hablamos que se tiene como retorno sobre la inversión no es directamente el costo de la deuda, generalmente este tipo de notas pagan entre el 10% y el 16% de interés, el resto de la ganancia es por la compra a descuento de acciones de la compañía.

Una ventaja por encima de otras variantes del Capital Privado es el evitar la llamada curva J. Mientras que en otras formas de Capital Privado durante los primeros años solo se tenían

³⁰ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 455 – 457, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

salidas de efectivo y hasta pasados varios años se comienzan a ver utilidades generadas por la inversión, aquí se tiene el cobro semestral de los cupones, por lo cual se evita ese periodo sin entradas de dinero por la inversión realizada³¹.

3.1.2 Funciones del *Mezzanine Debt*

No se recomienda para financiar la operación del día a día, sin embargo puede usarse para salir adelante por un corto periodo de tiempo en espera de otros modos de financiamiento. Se puede financiar por ejemplo la construcción de un edificio para entonces poner el edificio como colateral de un crédito hipotecario, o financiar la operación en el periodo que falte para realizar una oferta pública inicial (IPO).

Otra función puede ser conseguir financiamiento a un nuevo nivel, ya sea porque no se quiera diluir el capital de la empresa o porque no se puedan obtener nuevos créditos con bancos u otras instituciones financieras. La estructura de la compañía puede no soportar más apalancamiento, o al menos no a los ojos de los prestamistas, en cualquier caso le permite tener una fuente de financiamiento alternativa.

También son usados como una alternativa para terminar operaciones de LBOs, como una manera de evitar el uso de bonos emitidos al mercado, ya sea por tratar de mantener la compañía privada o por la imposibilidad de emitir estos bonos en un mercado organizado. Sea cual sea el caso, tiene el problema de tener que pagar una tasa más alta y dar un premio en opciones de compra de acciones de la compañía. Esto es muy usual en transacciones en Europa.

Pueden existir también estas operaciones para la compra de propiedades, a manera de un crédito hipotecario. En estos casos no se tiene una participación en acciones con *warrants* como en los casos anteriores, simplemente se trata de deuda subordinada y con una prelación apenas superior a la del capital³².

3.1.3 Inversionistas

Se encuentran aquí a inversionistas conservadores, pero de los más arriesgados dentro de esta categoría. Para un inversionista acostumbrado al pago de inversiones a tasa fija sobre bonos corporativos o gubernamentales, los retornos que presenta la deuda de *mezzanine* resulta muy

³¹ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 457 – 475, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

³² Ibid.

atractiva y no es mucho más arriesgada, dentro de su portafolio puede darle un poco más de rentabilidad sin representar un riesgo desproporcionado.

Compañías de Seguros

Estas están interesadas en inversiones a largo plazo con buenos rendimientos para poder empatarlas con los pasivos naturales de su actividad, esto los hace estar más interesados en un pago de intereses por encima de lo que se ofrece en bonos gubernamentales.

La Banca

Los bancos y otras instituciones financieras que hacen regularmente préstamos en base a los activos que existen para respaldar el préstamo, ocasionalmente pueden dar un préstamo más grande que lo que se consideraría prudente, si se cree que la compañía pueda resistirlo. La compensación que recibe el banco por esta extensión adicional de crédito se ve compensada por una participación en el capital de la empresa.

3.1.4 Firmas de Capital Emprendedor

Cualquier fondo de inversiones podría acceder a este tipo de inversión ya que los rendimientos que ofrece son atractivos y no tan riesgosos como otras modalidades de Capital Privado. Por lo tanto las firmas de Capital Emprendedor, en un intento por mantener los rendimientos que han funcionado para atraer inversionistas pueden invertir parte de su capital que no tengan destinado a otros proyectos a este tipo de inversiones.

3.2 Distressed Debt

Esta forma de inversión de Capital Privado consiste en comprar la deuda de una empresa en problemas, con la esperanza de que el valor de la misma aumente al estabilizarse nuevamente la compañía. La deuda comprada puede estar en default o a punto de estarlo, esto no suena muy alentador como oportunidad de inversión, menos aún si la compañía ya está buscando la protección del concurso mercantil.

El lado positivo de este tipo de inversiones es que no están ligadas al movimiento general de los mercados sino que repercutirán más las negociaciones a las que se pueda llegar con las contrapartes con las que se tengan deudas. Es también importante recordar que al ser deuda en cartera vencida la que se está adquiriendo, la compra se puede realizar hasta en centavos por cada peso de deuda, esto puede darnos un gran margen para realizar utilidades en la

inversión. Lo ideal sería comprar deuda de una compañía con un plan de negocios bueno y problemas de dinero en el corto plazo³³.

3.2.1 Los inversionistas

Los inversionistas en esta modalidad de Capital Privado suelen ser llamados "buitres" ya que se aprovechan de las desgracias de las compañías para obtener un beneficio, sin embargo es simplemente una estrategia de inversión para realizar una ganancia, en la cual también se necesita de conocimiento técnico.

El procedimiento es comprar las deudas que tenga la compañía con proveedores, bancos, bonos, deuda subordinada, etc. al precio más bajo posible y de ahí realizar una utilidad. Se puede simplemente esperar pacientemente a que la compañía se recupere y pueda realizar el pago de las deudas, se puede ayudar a la compañía a reestructurarse para entonces obtener el pago de la deuda, o inclusive se puede perdonar las deudas de la compañía a cambio de una participación en el capital. La forma de proceder depende del caso específico de cada compañía.

Usualmente se obtienen rendimientos de más del 20% en este tipo de inversiones, pero todo depende del precio al que se logre comprar la deuda y el modo de reestructurar la compañía o el procedimiento para realizar la utilidad. En este caso también podría ser aceptable esperar a que la compañía entre en concurso mercantil y se disuelva la sociedad, siempre y cuando el pago que se tenga por las deudas sea superior al precio al que se compraron³⁴.

3.2.2 El mercado

Este mercado resulta atractivo porque es ineficiente. En realidad no existe un mercado como tal ya que la deuda de las compañías no está listada como las acciones en bolsa, su posibilidad de venta se ve reducida cuando caen en incumplimiento, con lo que su liquidez se vuelve casi nula. Por estas razones es que se puede comprar esa deuda a una fracción de su valor real.

Por otra parte es un mercado que está segmentado, ya que hay participantes que no pueden o no desean su posición. Existen fondos de pensiones que tienen reglas respecto a la calidad crediticia de los bonos en los que pueden invertir y al degradarse la calidad del emisor se ven obligados a venderlos. Los bancos se pueden ver en una situación similar ya que su negocio consiste en el préstamo de dinero, no en el largo proceso de las bancarrotas, por lo que

³³ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 477 – 481, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

³⁴ Ibid.

también pueden estar dispuestos a vender su deuda. De modo similar, los proveedores se dedican a vender un producto terminado, no a cobrar cuentas, por lo que se pueden interesar en que un tercero tome las deudas de una compañía que no parece tener posibilidades de pagar³⁵.

3.2.3 Las estrategias

Se puede tomar un papel activo en el que se tiene como objetivo adquirir el control de la compañía, para esto se busca comprar deuda que pueda ser susceptible de ser transformada en una participación en el capital o comprar suficiente deuda para tener una posición sólida con la cual negociar con la compañía. Se busca poder dar opiniones en la forma de administrar el negocio y tener voz y voto, generalmente se busca un lugar en el consejo administrativo. Se buscan rendimientos del 20% al 25%, pero es la estrategia que consume más tiempo y esfuerzo.

Otra visión es la de no buscar el control de la compañía, pero aun asumiendo un papel activo en la compañía. En este caso se busca de igual modo asesorar a la compañía y se busca que se obtenga el mejor resultado posible, se puede buscar tener una posición en el consejo y tener una participación en el capital, pero no es el objetivo principal, ya que no se busca el control de la entidad, solamente se busca un rendimiento.

Existen también los pasivos u oportunistas, de entre todos estos son los que mejor les viene el sobrenombre de "buitres", porque literalmente van por las posiciones de deuda que nadie mas quiere y buscan las oportunidades de bancos, proveedores o fondos que quieren deshacerse de los activos referentes a la compañía por no querer pasar el proceso de bancarrota. Estos inversionistas se basan en tener paciencia y tiempo. Su objetivo es una tasa de retorno del 12% al 15%.

Otras formas de inversión de Capital Privado se convierten en oportunidades para esta categoría resultando en un reciclaje de Capital Privado. Especialmente es el caso con los LBOs, que por contratar gran cantidad de deuda si no logran levantar a la compañía en el corto plazo pueden terminar rápidamente en bancarrota, entonces se vuelve una oportunidad para un fondo de Distress Debt, así como para quienes operaron el LBO. Quienes operaron el LBO encuentran en la otra firma la oportunidad de tomar una puerta de salida de su inversión y recuperar al menos una parte de sus recursos minimizando sus pérdidas y dando la posibilidad a terminar con su fondo. Para los nuevos inversionistas resulta una oportunidad para comprar

³⁵ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 482 – 486, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

una gran cantidad de deuda y hacer su propio negocio, quitando a los accionistas anteriores para comenzar con su propio plan de trabajo.

Dentro de estas estrategias, si se es un inversionista pasivo la idea general de comprar deuda a un bajo precio y beneficiarse cuando la empresa está en mejores condiciones es la misma que las otras, pero en realidad aquí no se está haciendo una operación de Capital Privado ya que no se tiene una participación en el capital. No por ello deja de ser una opción que pueda tomar un fondo de inversión si cree que existe en ello una oportunidad de negocio, finalmente su objetivo no es apegarse a la definición de Capital Privado sino dar rendimientos a sus inversionistas.

Cuando se usa cualquiera de las estrategias hay que tener en cuenta las oportunidades que se puedan presentar, como por ejemplo las ventas de pánico que puedan existir al descubrirse el fraude en una empresa. Aquello que son malas noticias, también puede ser una oportunidad de negocio, ya que los tenedores de deuda y bonos pueden venderlos sin pensar racionalmente en el verdadero valor que tienen. Aún si la empresa no sobreviviera en el proceso de bancarrota se puede recuperar un % del valor de la deuda, y si éste es superior al valor de venta en que se obtiene el bono, se pueden tener grandes ganancias. Es importante recordar que esto no es el caso con las acciones de la compañía, las cuales no tendrán ningún valor si la empresa no logra sobrevivir al descalabro.

Otra opción para aprovechar la posición de una compañía en problemas es comprar bonos emitidos por la misma y realizar una venta en corto de las acciones de la misma, cubriendo su posición. Si la compañía no se recupera los bonos valdrán menos, pero el valor de las acciones caerá más dramáticamente ya que los tenedores de bonos tienen una mayor prelación en un proceso de quiebra. Por otra parte, si la compañía mejora, se tendrá el ingreso por los cupones de los bonos emitidos³⁶.

3.2.4 Los riesgos

Se debe considerar la posición en que se encuentra la compañía, en este caso no le preocupa a los inversionistas la liquidez en el corto plazo de la empresa, ya que al realizar su inversión ya estaban en cartera vencida por lo que los pagos de las deudas no son su prioridad sino el negocio en si mismo, que se pueda realizar un plan de negocios viable con el que se reorganice a la empresa y se ponga en marcha nuevamente.

Si bien el inversionista compró la deuda a precios castigados, siempre puede bajar aun más el valor de esos activos. Si la compañía no vale nada ya como un negocio es probable que se

³⁶ Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Pg 486 – 500, Wiley Finance, The frank J. Fabozzi series

perda dinero en la inversión realizada. Por esta razón es que la posición frente a la compañía es más parecida a la perspectiva de un accionista, que está preocupado por la viabilidad del negocio en el largo plazo.

3.3 Resumen

La deuda *Mezzanine* es un tipo de deuda que pretende ocupar un espacio entre los pasivos a largo plazo y el capital de la empresa, como un piso intermedio que le permite a una empresa adquirir más deuda para financiar su operación sin afectar su flujo de efectivo tan fuertemente como con una deuda bancaria. Este tipo de deuda siempre tiene un componente importante en obligaciones transformables en acciones, *warrants* sobre acciones de la propia empresa o alguna otra forma de dar una participación en el capital de la compañía.

Los fondos de deuda *Mezzanine* se encargan de dar este tipo de préstamos a empresas que tengan un perfil adecuado para ellos. Estos fondos tienen esquemas muy diferentes de otras modalidades de capital privado ya que desde el inicio del fondo se tienen ingresos por la tasa del préstamo otorgado, del mismo modo que su utilidad por el aumento de valor en la empresa se ve reducido ya que su componente de participación en el capital es menor.

También se presentan en este capítulo los fondos de *Distressed Debt*, que son fondos que buscan a empresas con problemas financieros para rescatarlos de la quiebra o sacarlos del proceso de bancarrota. El modo de realizar esta operación suele ser comprando la deuda vencida de los diferentes acreedores de la empresa, con un descuento, y después intercambiando esta deuda por una participación en el capital de la empresa.

La situación de la empresa en que se invierte debe de ser tal que al quitarle esas deudas de sus acreedores más importantes pueda subsistir y aumentar su valor al verse libre de la carga de sus pasivos. Sin embargo se tiene la posibilidad de que el negocio fracase de cualquier modo por otros problemas que tuviera dentro de su administración, es contra esto que el administrador de fondos se debe prevenir.

Existen también otros fondos de *Distressed Debt* que su estrategia consiste en esperar a la liquidación de la empresa o en que tengan una lenta recuperación y puedan pagar la deuda comprada representando una utilidad para el inversionista, sin embargo estos no son propiamente parte del Capital Privado ya que no se está realizando la inversión en el capital de la empresa.

Capítulo 4: Principales actores dentro de la industria del Capital Privado

4.1 *General Partners*

Son los administradores de los fondos de Capital Privado, pueden especializarse en un tipo de fondo o pueden abarcar varias categorías, inclusive pueden crear fondos distintos a los de Capital Privado tales como fondos de cobertura. Mientras que cualquier grupo de especialistas podría realizar esta función la realidad es que los inversionistas se acercan a aquellos que ya tienen un historial y un renombre creado por los resultados que han dado. Esta fama es un activo muy importante para desarrollar el negocio, ya que inclusive les puede permitir negociar cláusulas más favorables en los contratos que firman.

A continuación se mencionan algunos de los *General Partners* más conocidos en la industria.

4.1.1 Advent International



Su filosofía de inversión se basa en crear valor en las compañías en las que invierten, ayudar a crear compañías para el futuro. Su objetivo de inversión es internacional y buscan hacer crecer el valor de las empresas en las que invierten con incrementos en sus ventas, adquisiciones y eficientando las utilidades, sin utilizar ingeniería financiera.

Sus profesionistas son tanto de industria como financieros, con el objetivo de dar consultoría a las empresas en que invierten y crear equipos de trabajo interdisciplinarios. Con este mismo objetivo han buscado el apoyo de más de 70 firmas de especialistas con experiencia en ramos específicos de la industria.

Esta firma tiene presencia global, con oficinas locales desde las cuales administra sus inversiones con comités regionales de inversión para la toma de decisión con respecto a nuevas inversiones así como dar seguimiento a las inversiones en marcha. Estos comités se conforman de talento tanto local como extranjero, para contrastar las ideas y perspectivas.

Manejan 4 regiones a nivel mundial y en cada una de ellas tienen diferentes fondos de LBOs con diferentes características que pretenden ser lo más conveniente para la región particular en la que trabajan. Sus regiones son: Oeste de Europa y Norte América, América Latina, Europa Central y del Este, y Japón.

Oeste de Europa y Norte América: El último fondo fue creado en Abril de 2008 por 10, 400 millones de euros y siendo la sexta generación de fondos de LBOs en la zona, abarcando los sectores Industrial, Financiero, Salud, Tecnología y Venta al Menudeo (Retail) como oportunidades de inversión.

América Latina: Su último fondo fue lanzado en Abril de 2010 por 1,650 mdd siendo el quinto fondo de LBOs en la zona. Sus principales objetivos son Argentina, Brasil y México, y en cada región se consideran diferentes industrias para inversión.

Europa Central y del Este: El último fondo fue creado en Abril de 2008 por un total de 1,000 millones de euros siendo este el cuarto creado en la zona, se enfoca a países con oportunidad de crecimiento en la zona como República Checa, Polonia, Rumania, Turquía y Ucrania.

Japón: Se creó el primer fondo de LBOs en la zona en Septiembre de 2008 por 60,000 millones de Yenes. Este Fondo se concentra totalmente en Japón en el sector industrial, de salud, retail y servicios³⁷.

www.adventinternational.com

³⁷ ADVENT INTERNATIONAL, GLOBAL PRIVATE EQUITY (Advent), "Información General" <<http://www.adventinternational.com/Pages/Home.aspx>>, Revisado Febrero 2011.

4.1.2 The Blackstone Group



Es una firma global de inversiones y asesoría, con 1,300 profesionales en 17 oficinas a lo largo del mundo, manejando alrededor de 100,000 mdd en activos pertenecientes a fondos de pensiones y diversos tipos de asociaciones. La firma fue fundada en 1985 por Stephen A. Schwarzman, quien se retiró en 2008.

Se ostenta como el líder en fondos de inversiones en activos alternativos y generan una variedad de estos fondos, los cuales manejan Capital Privado, inmuebles, crédito y fondos de cobertura. Esta firma está listada en el New York Stock Exchange desde Junio de 2007 (Con el nombre BX).

Blackstone tiene una visión enfocada al cliente y para reflejarla consideran que el mejor método es invirtiendo su propio patrimonio, para así alinear los intereses de los inversionistas y los de los administradores del fondo y alcanzar metas comunes, de este modo esperan obtener la confianza de sus inversionistas. La perspectiva de la firma es global abarcando al momento Norte América, Europa y Asia, participando en negocios como los activos alternativos, inversiones, asesoría, y reestructuras. Algunos de los hechos más importantes de la firma en los últimos años han sido:

2010 – Financiaron a TDI (Transmission Developers Inc) para un proyecto de infraestructura eléctrica para Nueva York y Nueva Inglaterra.

2009 – S&P les otorga una calificación de "A" y Fitch otorga "A+". Este mismo año cerraron su tercer fondo inmobiliario en Europa por un total de 3,100 millones de Euros. También se establece el primer fondo establecido en China.

2008 – Se realizó la compra de GSO Capital Partners. Blackstone abre oficinas de representación en Beijing con el objetivo de reforzar su presencia en China.

2007 – Se concreta su oferta pública inicial por un monto de 7,600 mdd. Este mismo año se establecen oficinas en Tokio para reforzar la presencia de la firma en Japón³⁸.

www.blackstone.com

³⁸ THE BLACKSTONE GROUP (Blackstone), "Información General" <http://www.blackstone.com/cps/rde/xchg/bxcom/hs/firm_commentary.html>, Revisado Febrero 2011.

4.1.3 DARBY



Darby cree que mientras los mercados emergentes sigan demostrando los niveles de crecimiento de los últimos años, existirá una oportunidad de inversión importante. Su objetivo son las empresas medianas con buen control administrativo y necesidades de capital para expansión. Los principales sectores en los que ha logrado inversiones exitosas son servicios financieros, manufactura, medios de comunicación, y servicios.

También ha tomado inversiones de infraestructura en mercados emergentes en proyectos tales como transportación, energía, telecomunicaciones, administración, y tratamiento de agua.

Darby lleva más de una década trabajando en estos mercados en más de 12 oficinas a lo largo del mundo con más de 50 especialistas y 90 inversiones en funcionamiento. Los fondos creados por esta firma operan en América Latina, Europa, y Asia, en fondos de *Mezzanine Debt*, Capital Emprendedor, inversiones de infraestructura, y otras formas de Capital Privado³⁹.

www.darbyoverseas.com

³⁹ DARBY PRIVATE EQUITY, FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS (Darby), "Información General", <http://www.darbyoverseas.com/darby/index.jsp?url=/about_us/what_we_do>, Revisado Febrero 2011.

4.1.4 LaSalle Investment Management



Es uno de los líderes mundiales en inversiones inmobiliarias, en propiedades públicas y privadas. Su base de clientes incluye fondos de pensiones (tanto públicos como privados), compañías de seguros, gobiernos, e inversionistas privados.

La Salle tiene más de 700 empleados en 24 localidades en el mundo para administrar sus fondos, los cuales tienen un valor de alrededor de 40,200 mdd. Únicamente se dedican a inversiones inmobiliarias de entre todos los tipos de activos alternativos, combinando el conocimiento y la experiencia en el ramo y una política de disciplina en las inversiones. El conocimiento de los mercados locales es la clave en la estrategia de inversión que utilizan. Trabajando con equipos locales que conozcan el mercado y sus características específicas y al mismo tiempo se apeguen a una plataforma de inversión global.

La firma tiene sus raíces desde los años 70s, sin embargo LaSalle Investment Management fue creada en 1999 a raíz de la fusión de Jones Lang Wootton y LaSalle Partners. En 1999 se concretó la fusión y nace LaSalle Investment Management, y en el año 2000 se abrió la primera oficina en Asia, en Singapur. Entre 2001 y 2006 se realizaron expansiones hacia Tokio, Seúl, Hong Kong, China, Canadá y México.

LaSalle, al estar especializados en inversiones en inmuebles, se preocupan por el impacto ambiental que tienen las construcciones, el mantenimiento y operación de las propiedades. Las acciones a tomar también van de la mano con la estrategia que se siga, ya sea de agregar valor o compras de oportunidad, también de conformidad con los lineamientos de cada fondo ya que cada fondo es creado a la medida de los inversionistas por tipo de producto, retorno esperado, y necesidades de liquidez.

Las utilidades a largo plazo en las inversiones depende del rendimiento del activo subyacente y también de la habilidad del administrador para generar valor. Por esto es que se destinan grandes recursos y esfuerzos por parte de la firma para estudiar los activos de las compañías, sus flujos de efectivo, su ritmo de crecimiento y los riesgos asociados, para encontrar oportunidades de negocio para los portafolios⁴⁰.

www.lasalle.com

⁴⁰ LA SALLE INVESTMENT MANAGEMENT (La Salle), "Información General", <<http://www.lasalle.com/Company/Pages/default.aspx>>, Revisado Febrero 2011.

4.1.5 Aureos Capital



Es una firma de capital privada de nueva generación que apoya el desarrollo de empresas pequeñas y medianas en los mercados emergentes, aportando capital de crecimiento para las empresas y apoyo técnico. Se intenta maximizar los rendimientos y disminuir los riesgos enfocándose en el desarrollo de ventas y mejorar la eficiencia de las empresas en que se invierte.

Su mercado objetivo son las economías emergentes como China, India y otras zonas de rápido crecimiento. Sus zonas de trabajo son Asia, África y América Latina. Estos fondos han alcanzado en los últimos 10 años al monto de 1,200 mdd en más de 250 operaciones. Cuentan con 29 oficinas y cerca de 170 empleados, para atender a más de 50 regiones de mercados emergentes.

Los sectores en los que se realizan más inversiones son servicios financieros, servicios generales, construcción, manufactura, y telecomunicaciones. Todos estos sectores crecen al mismo ritmo que la clase media de estos países emergentes, por lo que el conocimiento local y las relaciones son importantes para la toma de decisiones de inversión y éstas son obtenidas con un trato cercano con las compañías que forman parte de su portafolios de inversión.

Aureos cree que la rentabilidad está estrechamente correlacionada con las buenas prácticas con los empleados, el gobierno y la sociedad en general. Su orgullo es tener empleados que estén comprometidos con las regiones en las que realizan sus inversiones para alinear los intereses de todas las partes relacionadas.

Adicionalmente a ser proveedores de capital, para el desarrollo de las empresas, dan servicios de asesoría de riesgos, auditoría interna y apoyo informático ya que se necesita ayuda en estas áreas de forma recurrente. Además de ayudar así al desarrollo de los negocios, también le permite al fondo un mayor control y supervisión a sus inversiones⁴¹.

www.aureos.com

⁴¹ AUREOS (Aureos), "Información General", <<http://www.aureos.com/>>, Revisado Febrero 2011.

4.1.6 The Carlyle Group

THE CARLYLE GROUP

GLOBAL ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT

Fue fundado en 1987, es una firma privada a nivel mundial que origina, estructura y participa en LBOs, inversiones minoritarias de capital, consolidaciones, creación de conglomerados, e inversiones de capital para expansiones. Es un administrador de activos alternativos con más de 90,600 mdd con 66 fondos de inversión de capital de crecimiento, LBOs, e inversiones en inmuebles.

Carlyle cuenta con más de 400 empleados en 19 países que buscan oportunidades de inversión en Norte América, Europa, Asia, Australia, Norte de África y América Latina. Las áreas de negocio que mejores resultados han dado en los fondos, y por tanto a las que dan mayor atención e importancia son la industria automotriz, retail, energéticos, servicios financieros, aeronáutica, industrial, infraestructura, inmobiliaria y telecomunicaciones.

A lo largo de la vida de la firma se han invertido 61,200 mdd en cerca de mil transacciones, más los activos que se siguen administrando. Actualmente, se tienen más de 1,300 inversionistas de 72 diferentes países. Por lo que la firma, en un intento de alinear sus intereses y los de sus inversionistas ha invertido en sus propios fondos 4,100 mdd.

La firma busca obtener los mejores rendimientos que sea posible, para lo cual atrae y retiene talento en todas las localidades de sus oficinas. Posteriormente el servicio y los rendimientos se esperan que creen inversionistas leales a la firma que confíen su dinero para ser administrado⁴².

www.carlyle.com

⁴² THE CARLYLE GROUP, GLOBAL ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT (Carlyle), "Información General", <<http://www.carlyle.com/Company/item1676.html>>, Revisado Febrero 2011.

4.1.7 Discovery Capital



Es una firma canadiense de Capital Emprendedor enfocada a las compañías de tecnología que fue fundada en 1986 y ha participado en más de 300 proyectos aportando a ellos capital, planeación estratégica, desarrollo del cuerpo administrativo, estrategias de financiamiento, gobierno corporativo y posicionamiento para liquidez.

La firma se enfoca principalmente a proyectos de tecnología en British Columbia, ya sea en informática, comunicaciones, salud, y tecnologías de energéticos e impacto ambiental. Su estrategia para estas empresas está basada en un enfoque de creación de valor para lograr estrategias de salida que resulten rentables, para lo cual se apoyan en una amplia red de contactos de inversiones y en la industria, así como su fuerte presencia en la comunidad de la tecnología en British Columbia.

Promueven a sus inversores los beneficios fiscales que se pueden obtener por la participación en sus fondos de inversión así como los rendimientos que han logrado generar en su carrera, haciendo notar los cierres de sus últimos fondos como prueba del conocimiento y experiencia que tienen en esta rama y sector de la industria del Capital Privado mercado⁴³.

www.discoverycapital.com

⁴³ DISCOVERY CAPITAL (Discovery), "Información General",
<<http://www.discoverycapital.com/investors/bcdiscovery/index.cfm>>, Revisado Febrero 2011.

4.1.8 Southern Cross



Es una firma que cree en la creación de valor en las empresas en las que realiza inversiones, optimizando la posición estratégica de la compañía y su eficiencia operativa. Se desarrollan planes estratégicos y operativos durante el proceso de adquisición de inversiones que posteriormente son supervisados en su aplicación y monitoreados para comparar los resultados obtenidos con los esperados.

De acuerdo a lo anterior los proyectos son valuados en base a que tan clara sea la oportunidad que representan, la probabilidad de realización y que tanto valor se pueda crear potencialmente. Siendo estos factores los ejes de las inversiones, resulta muy importante el contar con el personal adecuado para llevar a cabo una buena ejecución de las planeaciones, por lo que es para esta firma de suma importancia el contratar y retener a talento especializado en el campo del Capital Privado.

Debido a la estrategia que sigue la firma solamente se hacen inversiones en empresas en las que se puede obtener el control de las mismas, poniendo personas clave en el consejo administrativo y tomando una posición activa en la administración y la toma de decisiones. Otra característica importante es la cantidad de deuda, debido a las variables del mercado y la volatilidad a la que estarían expuestos prefieren invertir en empresas con poca deuda contratada.

Southern Cross se dedica básicamente a inversiones a lo largo de América Latina, habiendo realizado inversiones desde México hasta Brasil. América Latina les representa un mercado amplio y en constante crecimiento con muchas ventanas de oportunidad para hacer negocios. Desgraciadamente estas ventanas de oportunidad son temporales y el mercado en general es muy volátil, sin embargo es un mercado demasiado importante como para pasarlo por alto, por esta razón es el centro de sus inversiones⁴⁴.

www.southerncrossgroup.com

⁴⁴ SOUTHERN CROSS GROUP (Southern Cross), "Información general"

<<http://www.southerncrossgroup.com/scg/philosophy.html>>, Revisado Febrero 2011.

4.2 *Limited Partners*

Son las personas que invierten en las firmas de Capital Privado, se trata de individuos o entidades con capital disponible e interés por invertirlo. Los *Limited Partners* son quienes se acercan con un *General Partner* para que este maneje e invierta su dinero en un fondo. Estos pueden ser fondos de pensiones, *endowments*, empresas, individuos con mucho dinero o fondos de fondos. Estos últimos abren la posibilidad para que pequeños inversionistas puedan acceder a este tipo de inversiones juntando sus recursos.

Durante la última década se ha tenido un incremento importante en las aportaciones de inversionistas institucionales, de un 180%, para llegar a un total cercano a los 929,000 mdd, únicamente considerando las inversiones efectivamente realizadas y no el capital comprometido que aún no ha sido aportado.

Durante esta década una gran cantidad de instituciones han comenzado a fungir como *Limited Partners* llegando a 3,500 para finales de 2009. Sin embargo, el crecimiento de los activos destinados a Capital Privado no son enteramente por nuevos participantes sino también por la tendencia de las instituciones a aumentar la participación porcentual de Capital Privado en la composición de sus portafolios de inversión. Esto se debe a los retornos sobre la inversión que han visto reflejados en sus activos y la constante búsqueda por rendimientos atractivos dentro de los mercados⁴⁵.

A pesar de ese apetito que caracteriza a los inversionistas, la recaudación de capital para los fondos se ha convertido en una tarea cada vez más ardua desde finales del 2008 ya que la crisis económica ha afectado de forma importante la confianza de los inversionistas. Estos inversionistas son variados, aunque los más importantes son fundaciones, fondos de pensiones públicos o privados, *endowments* y bancos. En su mayoría estos inversionistas provienen de Estados Unidos y Canadá (56%) y Europa (36%).

Dependiendo del tipo de inversionista de que se trata se tiene un promedio de inversión diferente sobre la composición de los portafolios de inversión de la siguiente manera:

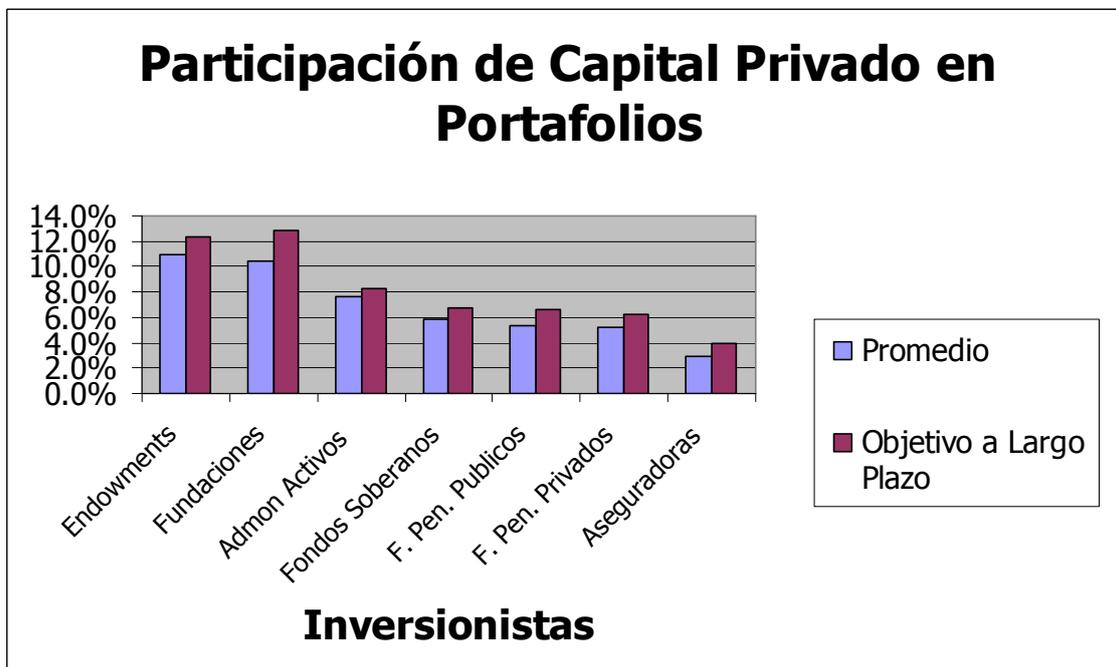
⁴⁵ Prequin Ltd, 2010, 2010 Prequin Global Private Equity Report, Londres

Tabla 4.1 - Participación de Inversionistas en Capital Privado

	Promedio	Objetivo a Largo Plazo
Endowments	10.9%	12.3%
Fundaciones	10.4%	12.8%
Admon Activos	7.7%	8.3%
Fondos Soberanos	5.8%	6.8%
F. Pen. Públicos	5.4%	6.6%
F. Pen. Privados	5.2%	6.2%
Aseguradoras	2.9%	3.9%

Cifras obtenidas de: *Preqin Global Private Equity Report 2010*

Figura 4.1 - Participación de Inversionistas en Capital Privado



Cifras obtenidas de: *Preqin Global Private Equity Report 2010*

Aun en el entorno de incertidumbre que vivimos en que no se sabe si la recesión económica ha terminado por completo o no, en las inversiones de Capital Privado no parece tener un efecto negativo dada la naturaleza de largo plazo de las inversiones. La mayoría de los inversionistas afirman planear mantener su nivel de inversiones en Capital Privado o aumentarlo en los próximos 3 a 5 años.

En cualquier caso las características necesarias son la posesión de recursos para invertir y el apetito de riesgo necesario para una inversión de Capital Privado. Algunos de los *Limited Partners* más importantes en esta industria son:

4.2.1 Calpers



Provee de pensiones para el retiro y servicios de salud para más de 1.6 millones de funcionarios públicos y sus familias y a más de 3,000 empleadores en el estado de California, Estados Unidos. Su objetivo es resguardar ambos temas de todos aquellos que laboran en el sistema, esta misión es respaldada por planeación estratégica, un plan de negocios, principios y valores.

Adicionalmente proveen de información a sus usuarios en temas relacionados para crear en ellos educación financiera y prevención en temas de salud. Para esto se crean foros y conferencias, incluso vía Internet, en los que participan diversos expertos en los temas.

Calpers funciona recolectando aportaciones de estos trabajadores y proveyendo de servicios a estos mismos más adelante en su vida, para lo cual le es indispensable obtener el mayor rendimiento posible de los fondos que administra sin incurrir en riesgos desmesurados. Una de las mayores preocupaciones de Calpers es la sustentabilidad, por lo que la administración de riesgos y volatilidad de los pasivos que contrata se convierten en una preocupación constante.

El compromiso de Calpers es con sus clientes, ya que estos son a su vez quienes aportan los recursos que lo mantienen en funcionamiento. Con esta visión enfocada a los pensionados es que desarrollan su estrategia integral de inversiones, asumiendo las responsabilidades sobre las pérdidas, entendiendo que el dinero que se emplea representa el porvenir de los empleados públicos de California⁴⁶.

www.calpers.ca.gov

⁴⁶ CALPERS (Calpers), "Información General",
<<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/press/home.xml>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.2 IFC – International Finance Corporation



El objetivo central del IFC es dar a las personas una oportunidad de salir de la pobreza y mejorar su calidad de vida. Esto lo logran promoviendo mercados abiertos y competitivos, apoyando a empresas y otras entidades del sector privado, ayudando a la creación de empleos, canalizando fuentes de financiamiento para el desarrollo de empresas privadas. La visión del IFC es ayudar a las personas a ayudarse a si mismas para combatir la pobreza con soluciones de largo plazo proveyendo los recursos y el conocimiento técnico necesario.

Su trabajo se concentra en los mercados emergentes, especialmente en los sectores de pequeñas y medianas empresas, movilizando capitales de los mercados internacionales a inversión en Capital Privado en países que pueden generar fuentes de empleo, pago de impuestos, y contribuir en la comunidad en que se desarrollan. Algunas de las regiones en las que se realiza este trabajo son África, Asia, América Latina, y algunas regiones estratégicas. Para sus inversiones el IFC mide el impacto esperado y mientras el proyecto se desarrolla cuantifica su crecimiento. Para estas inversiones desarrolla productos financieros y servicios útiles para sus clientes que les permita administrar sus riesgos y tener acceso a mercados de capital. Dentro de los servicios que se otorgan a clientes es, para los países en vías de desarrollo, de asesoría financiera, gobierno corporativo, y ambiental, entre otros.

Los préstamos otorgados a las empresas varían de 7 a 12 años, con tasas fijas y variables dependiendo del crédito que se otorgue, en monedas duras de forma general aunque también se pueden otorgar en moneda local. Todos estos créditos son otorgados con una visión de negocio y de generar una utilidad en la operación para hacer del IFC un proyecto sustentable a lo largo del tiempo. Los préstamos son principalmente otorgados a empresas pequeñas y medianas, sin embargo también pueden ser otorgados a instituciones financieras. Pero para asegurar la participación de inversionistas privados que vayan en conjunto se pone un límite a la participación que se puede tener del total del proyecto.

Cuando se hacen inversiones directamente en el capital de una empresa se tienen periodos de permanencia de 8 a 15 años y preferentemente con una salida que convenga a los intereses de la compañía, usualmente con una oferta pública en la bolsa local de la empresa. El máximo de capital que consideran recomendable poseer es el 15% y no ser el accionista mayoritario por ninguna situación ya que no tomarán un papel activo en la administración de la empresa⁴⁷.

www.ifc.org

⁴⁷ INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), "Información General", <<http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/Content/WhatWeDo>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.3 Fondo de Fondos México



Su nombre oficial es Corporación Mexicana de Inversiones de Capital S.A. de C.V., es un fondo de fondos creado en 2006 con el objetivo de invertir en empresas mexicanas pequeñas y medianas que tengan un alto potencial de crecimiento y que tengan la necesidad de capital para su desarrollo.

Los recursos del fondo de fondos provienen de sus accionistas que son instituciones de Banca de desarrollo mexicanos: Nacional Financiera (NAFINSA), Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT), Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (BANOBRAS) y el Fondo de Capitalización e Inversión del Sector Rural (FOCIR).

El Fondo de Fondos se constituyó como un instrumento de política económica especializado en el mercado de Capital Privado para desarrollar la industria mexicana. Promover a la industria mexicana implica desarrollar el mercado de Capital de riesgo en México con recursos financieros de largo plazo en empresas nacionales.

El fondo de fondos pretende promover la cultura de capital de riesgo en el país así como velar por que se tengan modificaciones en el marco jurídico mexicano que apoyen a esta industria tanto para las inversiones como para el diseño de estrategias de salida que vuelvan más dinámico este mercado y más atractivo.

Actualmente administra alrededor de 440 mdd en 25 fondos, 8 Sincas y 7 inversiones directas. Direccionando recursos del gobierno y de inversionistas privados a proyectos en México, estos inversionistas han aportado 4,000 mdd a estos fondos por lo que se tiene en conjunto un efecto multiplicador de 1:9 sobre los recursos de gobierno destinados al FdeF⁴⁸.

www.fondodefondos.com.mx

⁴⁸ CORPORACION MEXICANA DE INVERSIONES DE CAPITAL (Fondo de Fondos), "Información General", <http://www.fondodefondos.com.mx/index.php?option=com_frontpage&Itemid=1>, Revisado Febrero 2011.

4.2.4 AlpInvest Partners



Administra de forma independiente inversiones en Capital Privado para APG y PGGM Investments, que son a su vez administradores de los activos destinados a inversión de 2 grandes fondos de pensiones en Holanda. La decisión de delegar esta función a una organización externa se debió al pensamiento de que una entidad especializada en el tema podría alinearse mejor con los intereses de los dueños de los recursos, a pesar de haber dado APG y PGGM Investments buenos resultados.

La única función de esta empresa son las inversiones de Capital Privado, lo cual pretende librar a sus integrantes de conflictos de interés, mal juicio o agendas dobles que pudieran influir en su toma de decisiones. Se intenta abordar con innovación las inversiones indirectas de Capital Privado. Han participado en operaciones importantes dentro del mercado secundario de las inversiones de capital y aportado soluciones innovadoras para refinanciamientos y capitalización.

AlpInvest se enorgullece de ser y se promociona como uno de las pocas firmas que se dedican a proveer de financiamiento en la industria del Capital Privado con los suficientes recursos y alcance global para tener acceso a los fondos más grandes y especializados a nivel mundial. Su estructura esta diseñada para tener una buena relación con sus socios comerciales, así como ofrecerles el apoyo técnico necesario.

El equipo de inversión en fondos opera en Ámsterdam, Nueva York y Hong Kong y coloca alrededor de 4 mil millones de euros en activos cada año con un total de 27,000 millones en total con más de 100 fondos en los que invierte, cayendo sus inversiones en casi todas las modalidades de Capital Privado. Adicionalmente a esto tienen las inversiones en mercado secundario y en inversiones conjuntas, en este último caso se busca no ser el inversionista mayoritario ni tener el control, sino tan solo ser apoyo dentro de la inversión.

La compañía hace inversiones en un rango de 10 a 250 millones de euros, esto con el objetivo de poder acceder a inversiones de todo el espectro de tamaños que le sea posible, con el objeto de tener una mayor diversidad, adicional a la separación de sectores y regiones. Esto también le permite trabajar con distintos tipos de fondos y socios de negocios⁴⁹.

www.alpinvest.com

⁴⁹ ALPINVEST, "Información General", <<http://www.alpinvest.com/>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.5 Capital Dynamics



Fue fundada en 1999 con el objetivo de posicionarse como administradores de activos de Capital Privado. La compañía se encarga tanto de inversiones en otros fondos de capital como en realizar inversiones directamente en compañías para dar mayor amplitud a los servicios que puedes ofrecer y una mayor flexibilidad a las soluciones que pueden proveer.

Su visión es comprender las necesidades de los inversionistas de forma individual para dar una solución personalizada y crear las oportunidades adecuadas dentro de su función como administrador independiente de Capital Privado. El ideal es sobrepasar las expectativas de los inversionistas para así convertirse en el contacto predilecto para las inversiones de capital.

Sus oficinas centrales se encuentran en Suiza, sin embargo opera con oficinas en Londres, Nueva York, Zurich, Tokio, Hong Kong, Silicon Valley, Río de Janeiro, Birmingham, Munich y Zug. Su equipo de especialistas en cada una de estas localidades trata de conseguir información local que conlleve a oportunidades de inversión atractivas con el soporte de su infraestructura de especialistas a nivel mundial.

Su diversificación en riesgo intenta conseguir no solo rendimientos atractivos sino también consistentes a lo largo del tiempo con una estrategia de negocio innovadora que capture oportunidades en todos los mercados en los que se realizan las inversiones.

Una de las mayores preocupaciones de la firma es en la calidad de las inversiones que realiza así como los de su propio proceso de selección. Sus esfuerzos se han visto reflejados en la obtención de la certificación ISO 9001:2000 la cual reafirma la calidad en su proceso de trabajo, servicio y sistemas con los que operan⁵⁰.

www.capdyn.com

⁵⁰ CAPITAL DYNAMICS (CapDyn), "Información General", <<http://www.capdyn.com/company/our-quality-management.cfm>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.6 Axa Private Equity



Es una filial de la aseguradora Axa que se encarga de administrar los 25,000 millones de euros que tienen en activos de Capital Privado a lo largo del mundo. Sus oficinas centrales se encuentran en París, pero también tienen oficinas en Frankfurt, Londres, Nueva York, Singapur, Milán, Zurich, y Viena.

Esta división fue formada en 1996 y ha entregado a su matriz un retorno sobre la inversión estable y sostenible. A sus inversionistas ofrece una amplia variedad de productos como fondos de fondos, fondos de deuda *mezzanine*, Capital Emprendedor, LBOs, e infraestructura.

La visión de Axa es de retornos sobre la inversión a largo plazo ya que consideran que la confiabilidad de la industria ha sido minada por aquellas personas que han buscado la rentabilidad de corto plazo y no se han apegado a estándares éticos que guíen su estrategia con disciplina y sin un enfoque que sea meramente especulativo.

Las inversiones en fondos de fondos ascienden a 8,000 millones de euros distribuidos a lo largo de 500 fondos, que constituyen el portafolio de Axa. Estas inversiones son tanto inversiones primarias en otros fondos así como pueden ser secundarias, ya sea en un fondo maduro o en uno que aun no ha presentado ganancias por la venta de sus compañías.

Los fondos que consideran para sus inversiones son de Europa, Asia, y el norte de América, considerando a su vez el récord que lleve la firma, los funcionarios que trabajan en ella, y su organización, entre otros factores. De este modo se pretende proteger los intereses de los clientes, los cuales son mayormente fondos de pensiones e inversionistas institucionales⁵¹.

www.axaprivateequity.com

⁵¹ AXA PRIVATE EQUITY (Axa), "Información General", <<http://www.axaprivateequity.com/en/company/Pages/default.aspx>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.7 Harvard Management Company (HMC)



Su objetivo es únicamente generar los mejores resultados con los activos a su disposición para ayudar a los objetivos en materia de educación e investigación para la universidad de Harvard. La trayectoria de buenos resultados de forma sostenida de HMC han abierto las puertas a estudiantes que de otra forma nunca hubieran podido llegar a esta universidad y también han proporcionado patrocinios para relevantes descubrimientos científicos.

Para 2009 esta institución obtuvo un retorno del 11% sobre sus activos, valuados en 27,600 mdd al 60 de Junio de 2010. Fue conformado en 1974 y desde entonces su objetivo ha sido la inversión a largo plazo para los objetivos universitarios. Las inversiones son administradas en 2 frentes, con administradores internos y un grupo de especialistas externos que traen nuevas oportunidades de negocio.

Los elementos más importantes para las inversiones que realiza HMC son sus políticas para escoger elementos para su portafolio, su modelo de inversión y la constante revisión de administración de riesgos. El portafolio debe de encontrar la mezcla correcta de activos para obtener los retornos necesarios con los riesgos que se está dispuesto a tomar, por lo tanto es necesario hacer un juicio sobre los mercados que se han de utilizar y el tipo de activos que se pretende adquirir.

Se pretende de este modo alcanzar talento tanto interno como externo en un amplio rango de posibilidades de negocio con el fin de fabricar una estrategia de inversión única y a la medida de las necesidades de HMC y su misión de apoyar los programas académicos, programas de becas a estudiantes, apoyar las investigaciones científicas e investigaciones médicas⁵².

www.hmc.harvard.edu

⁵² HARVARD MANAGEMENT COMPANY (HMC), "Información General", <<http://www.hmc.harvard.edu/about-hmc/index.html>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.8 Stanford Management Company (SMC)



Fue inaugurada en 1991 con el objetivo de invertir y administrar los activos financieros de la universidad y obtener un balance entre las necesidades actuales y las obligaciones contraídas, contra las oportunidades de negocio en el mercado y las intenciones de multiplicar los activos de la universidad para diversos fines, propios de la universidad.

El SMC es una división de la universidad regida por una mesa directiva que son asignados al puesto por el comité de "Leland Stanford Junior University". Esta mesa directiva es la que tiene el control sobre la toma de decisiones de los activos financieros y deben ser conscientes de los objetivos para estos recursos, que son el estudio, la enseñanza y la investigación.

Los reportes anuales del SMC resumen los retornos obtenidos por esta división así como los objetivos que estaban programados por la universidad y para los activos donados a la universidad, los objetivos por tipo de activo del portafolio y la media del sector con la cual se pueden hacer comparables estos resultados. Este reporte en conjunto con los estados financieros consolidados de la universidad y los reportes de auditoría externa son puestos a disposición del público con fines de transparencia⁵³.

www.smc.stanford.edu

⁵³ STANFORD MANAGEMENT COMPANY (SMC), "Información General", <<http://www.smc.stanford.edu/home>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.9 ILPA – *Institutional Limited Partners Association*



Es una asociación global de finales no lucrativos con más de 240 miembros, todos ellos *Limited Partners* de distintitos lugares del mundo entre los que se encuentran Fondos de pensiones públicos y privados, *endowments*, oficinas familiares, fundaciones y compañías de seguros. El total de los activos administrados por sus miembros suman más de 1 billón de dólares. Sus miembros son asociaciones provenientes de los 5 continentes del mundo, aunque en su mayoría (65%) se trata de capital de Estados Unidos, sin embargo el único requisito es ser un inversionista de activos alternativos.

El objetivo de la asociación es compartir información de la industria, así como los análisis que se realizan entorno a ella y las proyecciones que se tienen para la industria. Esto se realiza en foros organizados semestralmente en los que además exponen los problemas propios de la industria y de lo que se presente en los mercados. Estos foros también son usados para reclutamiento de talento en la industria.

ILPA fue fundada a inicios de la década de los 90s como una red informal de personas interesadas en el tema de activos alternativos que se reunían para comparar puntos de vista y compartir sus enfoques y proyectos. Esta asociación comenzó con entre 15 y 20 integrantes y ha crecido a escala mundial⁵⁴.

www.ilpa.org

⁵⁴ INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION (ILPA), "Información General", <<http://ilpa.org/about/>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.10 FMO



El FMO es un Banco de desarrollo de origen Holandés especializado en emprendedores, que tiene por objetivo crear un desarrollo sostenido de largo plazo en el sector privado. Su misión es proveer capital y conocimientos a las personas adecuadas para crear asociación con ellos.

El FMO fue creado en 1970 en conjunción por el gobierno de Holanda, el sector privado, organizaciones de empleadores y de empleados. Desde sus inicios el Objetivo del FMO ha sido la inversión en emprendedores y economías emergentes, para lo cual se han adoptado mejores prácticas, adoptado estándares de desempeño internacionales, y generando benchmarks si aún no los había.

Las inversiones que realizan tienen como objetivo África, América Latina, Asia y el este de Europa. Estas son realizadas junto con otros socios internacionales para aumentar la cantidad de recursos disponibles. Las inversiones se concentran en 3 sectores básicos: Hipotecario, Energéticos y Financiero.

Dentro del ramo hipotecario ofrecen financiamiento para la construcción de viviendas, compra de terrenos y para la adquisición de las viviendas en microfinanciamientos. Este sector económico fue abordado por la necesidad de viviendas a nivel mundial y por ser un poderoso motor de desarrollo para las economías.

El sector de energéticos se refiere a la búsqueda constante de nuevas formas de obtener energía de forma renovable y sustentable para mejorar la calidad de vida de las personas. Por último el sector de finanzas, que se refiere al financiamiento de emprendedores privados con el objetivo de que desarrollen una economía más robusta y sustentable en las economías emergentes, donde se generarán empleos y desarrollo económico para el bien de la sociedad en general⁵⁵.

www.fmo.nl

⁵⁵ FMO, FINANCE FOR DEVELOPMENT (FMO) "Información General", <<http://www.fmo.nl/smartsite.dws?id=46>>, Revisado Febrero 2011.

4.2.11 CAF – Corporación Andina de Fomento



La Corporación Andina de Fomento (CAF) es un organismo financiero para impulsar y fomentar la integración de la región andina. Sus orígenes comienzan en 1966 con la firma de la declaración de Bogotá en la que estuvieron presentes los presidentes de Colombia, Chile, y Venezuela así como representantes de Ecuador y Perú. Con esta declaración se fundó una comisión mixta que regulara las políticas en materia comercial, industrial y financiera de la región y que propuso la fundación de la CAF en 1968 como una institución de Banca Múltiple y agencia de promoción de desarrollo.

La CAF se ha puesto lineamientos a lo largo de los años para enfocar sus esfuerzos en promover el desarrollo en sus países accionistas. Posteriormente se permitió la entrada de nuevos accionistas que fungen con los mismos derechos que los socios fundadores, momento en el cual entraron Argentina, Brasil, Panamá, Paraguay, y Uruguay como socios.

Los servicios que CAF ofrece van desde líneas de crédito hasta asesoría financiera, y están dirigidos tanto a los gobiernos participantes como a instituciones públicas y empresas privadas que operan en estas naciones. Esto sustentado por un capital pagado de 2.5 mil mdd que respalda una creciente cantidad de activos que evidencian un periodo de productividad y crecimiento sostenido.

Las áreas de acción que abarcan son: infraestructura, desarrollo social, medio ambiente, políticas públicas, investigación, sector corporativo y sector financiero. Todos estos ramos son administrados conforme se consiguen proyectos en las diferentes regiones a las que son canalizados los recursos⁵⁶.

www.caf.com

⁵⁶ CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF) "Información General", <<http://www.caf.com/view/index.asp?pageMS=61398&ms=19>>, Revisado Febrero 2011.

4.3 Resumen

Dentro de la industria del Capital Privado existen muchos actores que podrían ser clasificados en 2 grandes grupos, *Limited Partners* y *General Partners*, o administradores de fondos e inversionistas. Si bien las empresas donde se realizan las inversiones también son un componente importante de la industria, éstas no actúan de forma recurrente en los fondos, sino que están en la industria de forma circunstancial.

Los *General Partners*, o administradores de fondos, son las instituciones que se encargan de promover la industria del Capital Privado creando fondos y promoviendo entre los inversionistas los beneficios que pueden ofrecerles. La herramienta más utilizada para estos fines es el desempeño de fondos anteriores creados por ellos que demuestren la pericia con la que manejan sus inversiones y los resultados que pueden aportar.

Los *General Partners* se dedican a la creación de fondos, más no están limitados a las alternativas del Capital Privado, pueden crear otro tipo de fondos si así lo desean y tener tantos fondos bajo su administración como los inversionistas y las oportunidades de inversión se los permitan.

El interés de este grupo en los fondos no está concentrada sino que deriva de varios factores. Aunque en el contrato de cada fondo se especifican las cláusulas de los beneficios para cada una de las partes, de forma general a los *General Partners* se les paga una comisión por la administración del fondo que depende del total de la inversión, se paga un incentivo sobre los resultados obtenidos en el fondo y tienen una participación en el fondo que tiene las mismas características que las de el resto de los *Limited Partners*.

Los *Limited Partners*, o inversionistas, son los que aportan los recursos económicos a los fondos como una forma de inversión. Estos casi nunca son personas físicas, sino instituciones con exceso de efectivo que están dispuestos a invertir a largo plazo. Estos recursos no necesariamente son propiedad de estas instituciones, como en el caso de los fondos de pensiones, sin embargo ellos tienen pleno derecho sobre las decisiones de inversión.

Para los inversionistas el atractivo de los fondos reside en los resultados que estos puedan ofrecer por los recursos que aportaron, sin embargo en la contratación del fondo no se les puede garantizar un rendimiento, solamente se pueden basar en la experiencia de fondos anteriores y sobre la temática general que les plantean del fondo.

Capítulo 5: Consideraciones del uso de Fondos de Capital Privado

5.1 El Capital Privado en México

El Capital Privado llegó a México a finales de los años 80s y principios de los 90s, tiempo en el cual se desarrollaron 2 cambios importantes, el gobierno mexicano estableció las SINCA's y se dieron reformas que permitieron la entrada de fondos de Capital Privado a México.

Las SINCA's son fondos de inversión donde se pueden comprar acciones de empresas no listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Estos fondos fueron creados por el gobierno mexicano con el objetivo de financiar a empresas mexicanas pequeñas y medianas en sectores definidos por el Plan Nacional de Desarrollo.

A pesar de que las SINCA's estaban abiertas a inversionistas pequeños quienes invirtieron en ellas fueron bancos, casas de bolsa y algunos inversionistas individuales con un alto patrimonio. Sin embargo las SINCA's no tuvieron el éxito que se esperaba debido a varios factores entre los que está la resistencia de las empresas familiares a compartir una participación en el capital de la empresa, el desconocimiento de las SINCA's por parte de los emprendedores mexicanos, la limitación de las inversiones debido a la crisis financiera de 1994, falta de inversionistas, y falta de oportunidades de salida.

Las SINCA's adicionalmente tienen diferencias con el modo de operar de los fondos extranjeros ya que la remuneración de los administradores no está ligada con el desempeño del fondo, por lo que no están incentivados a realizar un buen trabajo. Tampoco tienen las SINCA's una vida limitada lo cual hace complicado cumplir con los objetivos planeados y entregar las utilidades generadas a los inversionistas. Por esto mismo el rendimiento de las SINCA's comparado con los fondos extranjeros es muy bajo.

Por su parte los fondos de capital extranjero entraron al país buscando diversificarse geográficamente y nuevos horizontes de inversión, principalmente firmas de Estados Unidos como Blackstone, *Bank of America Equity Partners*, y Chase Capital. Sin embargo usaron el mismo modelo que tenían en su país, monitoreando las inversiones desde allá y sin tener de respaldo personal local. Aunado a la crisis de 1994 terminó arrojando resultados deficientes.

Entre el 96 y 98 hubo inversiones importantes por parte de fondos extranjeros por la aparición del TLCAN y el boom de las empresas punto com. Sin embargo a finales de los 90s e inicios de este nuevo siglo se redujeron significativamente las inversiones en México. En total, entre 1992 y 2001 los fondos extranjeros de Capital Privado invirtieron en México cerca de 1,500 mdd, más de 4 veces lo que se invirtió vía las SINCA's.

Para 2002 muchas de las SINCA's desaparecieron y los fondos extranjeros tuvieron que huir o cambiar su estrategia. Algunos establecieron equipos de trabajo locales y otros formaron alianzas con socios mexicanos para hacer nuevos fondos. Al mismo tiempo algunos fondos mexicanos comenzaron a surgir⁵⁷.

5.1.1 Situación Fiscal

Las SINCA's carecen de transparencia fiscal, lo cual significa que el inversionista esta sujeto a una doble tributación, primero al nivel de la compañía en que invierten y nuevamente como SINCA al recibir las utilidades del fondo. Esto pone a las SINCA's en una notable desventaja frente a otros vehículos de inversión.

Una situación similar ocurre con los fondos de inversión extranjeros, los cuales también están sujetos a una doble tributación⁵⁸ a pesar de si ser transparentes en su país. Los fondos en Estados Unidos operan bajo el "Investment Company Act of 1940, 3(c)(1) or 3(c)(7)" que les otorga a los fondos de inversión la transparencia fiscal⁵⁹.

Por lo tanto los proyectos de inversión solo son financiados si el rendimiento resulta atractivo después del doble gravamen. Esto deja a los proyectos en México en una situación más complicada.

Existen 2 excepciones a esta regla. Los *Limited Partnerships* de Estados Unidos pueden ser fiscalmente transparentes gracias al tratado tributario entre México y Estados Unidos si su participación en el capital no supera el 25% de las acciones de la compañía mexicana. Sin embargo esta es una restricción fuerte para muchas de las estrategias de inversión en Capital Privado.

La segunda opción es incorporarse como una *Limited Partnership* en Quebec, Canadá. Esta estructura legal es distinta a la de Estados Unidos y bajo las leyes mexicanas no está considerada como un paraíso fiscal y tampoco es considerada una entidad legal, por lo tanto se vuelve fiscalmente transparente.

El 1o de enero de 2006 se creó una reforma al código fiscal que da reglas especiales a los fideicomisos creados en México que invierten en compañías privadas, evitándoles la doble

⁵⁷ Schwartzman Carlos, Tesina UNAM, 2008, La industria del Capital Privado y de Riesgo en México: Análisis y Perspectivas.

⁵⁸ LISR, Ley del Impuesto Sobre la Renta, 2008, Art 179 y Art 190.

⁵⁹ Schwartzman, Carlos. Ibid.

tributación. Pero requiere que una institución de crédito en México actúe como fideicomitente, esto implica costos adicionales y la inflexibilidad de operación ya que el fideicomitente actuara solo de conformidad con los términos del fideicomiso.

5.1.2 La regulación anterior

Existen protecciones típicas que buscan los inversionistas de Capital Privado en las empresas, que la Ley General de Sociedades Mercantiles no contempla como son:

Derechos de accionistas minoritarios: Esto limita a los inversionistas a tomar participaciones mayoritarias o los desincentiva a realizar la inversión en absoluto.

Derechos preferentes: Es el derecho a comprar un % de las nuevas acciones emitidas por la empresa con el objetivo de no ser diluido del capital. En México los minoritarios no pueden renunciar a este derecho, lo cual evita que se puedan emitir opciones, las cuales son usadas frecuentemente por los inversionistas de Capital Privado.

Acuerdos de votación: No se permite en México renunciar a los derechos de votación o establecer acuerdos en los que se está de acuerdo anticipadamente con el voto de algún otro accionista. Esto le quita flexibilidad al modo de operar de los fondos.

Derechos de redención: Una alternativa de salida usada en otros países es una opción de Put en la que la compañía se obliga a recomprar las acciones que tienen los inversionistas a un precio y plazo específicos. En México no se le permite a las compañías redimir las acciones, salvo por una orden judicial. Esto limita y entorpece las posibilidades de salida de los inversionistas, la cual suele ser una preocupación importante en el planteamiento de un fondo.

Derechos de liquidación: Se refiere a que algunos inversionistas reciban parte de los dividendos antes que otros, esto puede resultar ilegal en México.⁶⁰⁶¹

5.1.3 Nueva Regulación

El 8 de Diciembre de 2005 se aprobó una nueva Ley del Mercado de Valores para entrar en vigor el 28 de Junio de 2006. Esta ley contempla la existencia de SAPIs, Sociedad Anónima Promotora de Inversión, la cual se basa en el principio de que las partes en cualquier acuerdo

⁶⁰ LGSM, Ley General de Sociedades Mercantiles, 2008, Art 17.

⁶¹ Schvartzman Carlos, Tesina UNAM, 2008, La industria del Capital Privado y de Riesgo en

deben de ser libres de negociar lo que ellas consideren necesario para llevar a cabo una transacción comercial. Las principales características de esta nueva ley son:

Clases de acciones: Las SAPIs pueden tener acciones con votos limitados y sin derecho a voto, así como emitir acciones comunes o acciones preferentes, estas últimas pueden tener privilegios sobre los dividendos, derechos especiales de conversión o protección contra ser diluido.

Votación: Estas sociedades permiten a los accionistas hacer pactos de votación, abstenerse de votar para algunos temas o transferir sus derechos de votación.

Derechos preferentes: Se permite en una SAPI renunciar o asignar los derechos de suscribir y pagar los incrementos de capital.⁶²

Restricciones de transferencia: Contempla derechos de First Refusal, Tag along, Drag along, Derechos de registro al inversionista en caso de una oferta pública, y Derechos de redención sobre las acciones de la propia SAPI.⁶³

Solución de disputas: Se pueden establecer mecanismos para la solución de disputas hechos a la medida⁶⁴.

Limitación de responsabilidad: para los directivos designados por los inversionistas⁶⁵.

Derechos minoritarios: Establecen sus propios parámetros para estos⁶⁶.

Este se puede volver el formato estándar para las compañías que busquen financiamiento del extranjero.

Aun con las modificaciones realizadas para esta nueva regulación México se queda muy atrás en poder ofrecer condiciones atractivas para los inversionistas en un mercado tan competido. Actualmente con las condiciones fiscales, y las limitadas opciones de salida no estamos a la par de otros países que usan el Capital Privado.

⁶² LMV, Ley del Mercado de Valores, Diario Oficial de la Federación (DOF), 30 de Diciembre 2005, Art 13.

⁶³ LMV, Ley del Mercado de Valores, Diario Oficial de la Federación (DOF), 30 de Diciembre 2005. Art 16 y 17

⁶⁴ Ibid, Art 13.

⁶⁵ Ibid, Art 13.

⁶⁶ Ibid, Art 16.

Europa es una región en la que se tienen importantes inversiones desde hace años y en la que las regulaciones son muy similares a las más competitivas en el mundo. Aun con ello ILPA (*International Limited Partners Association*) dio una advertencia en Marzo de 2010 a la Unión Europea de que la sobre regulación podría ahuyentar la inversión de la región y limitar los prospectos de firmas europeas. ILPA sugiere que debe haber una armonización y consistencia con las regulaciones para no afectar las oportunidades de inversión. Esta misma recomendación podría ser dada a nuestro país para promover el desarrollo de esta industria que no solo promete dar retornos sobre inversión atractivos sino generar una bolsa de valores más robusta, un crecimiento económico constante y generación de empleos⁶⁷.

5.1.4 Inversionistas

Los fondos de pensiones son los inversionistas ideales con sus expectativas de altos rendimientos, el plazo largo e indeterminado al que deben operar y en el que deben poner sus objetivos. Fue el mismo camino que tomo Estados Unidos con la modificación de su "Prudent Person Standard", una modificación similar en el sistema mexicano permitiría un crecimiento del Capital Privado. Desde 1997 con la modificación del sistema de pensiones a cuentas individuales de contribución definida se han tenido esos recursos destinados a inversiones bajo un régimen muy conservador.

En 2005 el régimen para los fondos mexicanos de pensiones se volvió más flexible y les permitió invertir en renta variable, pero aún no en Capital Privado, lo cual podría ser un medio para que las Afores mejoren su rentabilidad, financiando el crecimiento de las empresas mexicanas a través de capital.

Actualmente se estima que el 10% de los flujos de Capital Privado son de fuentes mexicanas, principalmente de NAFIN, mientras que las pensiones depositadas en las Afores financian el crecimiento del Gobierno, Empresas listadas en bolsa o empresas extranjeras (Vía índices accionarios extranjeros). Y son los fondos de pensiones extranjeros los que están aportando el restante 90% del Capital Privado en México.⁶⁸

Las compañías de seguros son otra alternativa de inversionistas que es muy importante en otros países. En México tuvieron prohibido invertir en Capital Privado hasta Julio de 2001, a partir de entonces se les autorizo invertir hasta el 1% de sus reservas.

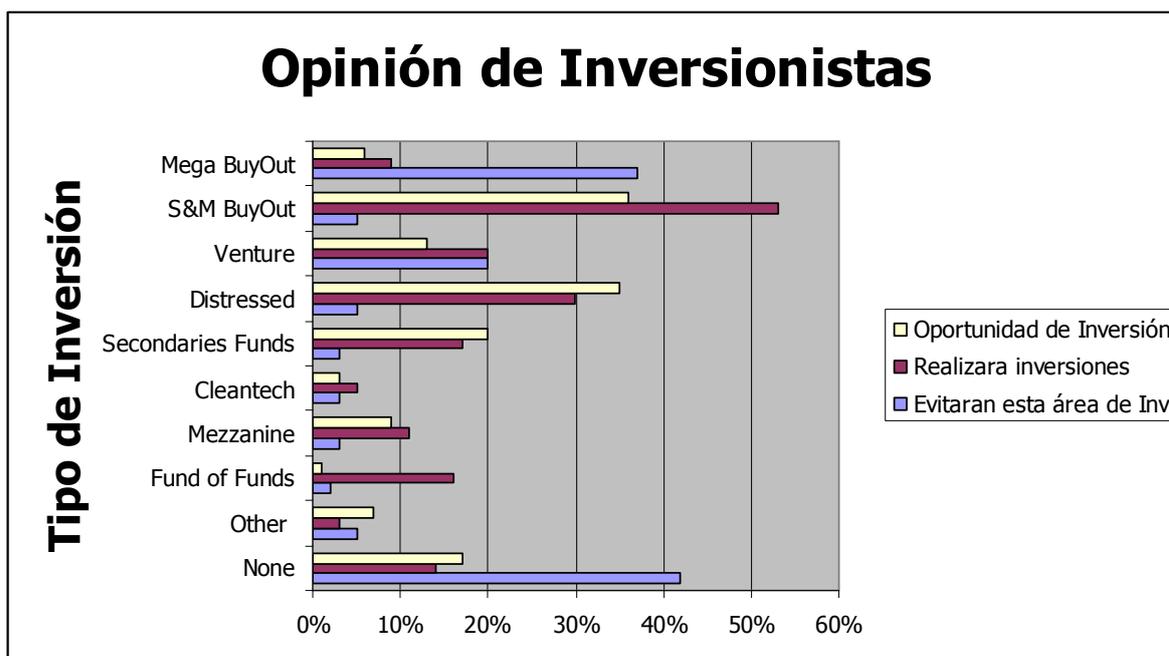
⁶⁷ Schvartzman Carlos, Tesina UNAM, 2008, La industria del Capital Privado y de Riesgo en México: Análisis y Perspectivas

⁶⁸ Charvel Roberto, El socio silencioso, cnnexpansion, 3 Mayo 2008

A nivel mundial 2009 fue un año complicado en que los inversionistas se mostraron cautelosos con sus inversiones debido a la inestabilidad presentada en los mercados, por lo cual la recaudación de recursos por los administradores de fondos se vio disminuida en un 62%. De los inversionistas institucionales alrededor de un 40% no realizaron compromisos financieros en el año y el resto que se mantuvo activo lo hicieron de forma más cautelosa que en años anteriores⁶⁹.

En un estudio hecho por Preqin se puede ver la tendencia a reanudar las inversiones en el Capital Privado, 51% de los inversionistas se proponen invertir más capital de lo que hicieron en 2009, así como un 41% planea mantener el mismo nivel que el año anterior. Estas nuevas inversiones para 2010 y 2011 siguen siendo bajo una atmosfera de incertidumbre por lo que se le pregunto a los inversionistas donde veían las mejores oportunidades de inversión dentro del Capital Privado así como cuales eran sus intenciones de inversión, dando esta encuesta los siguientes resultados:

Figura 5.1 – Encuesta de opinión a Inversionistas



Cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010

Los inversionistas encuestados se vieron interesados principalmente por los *BuyOuts* medianos y pequeños, así como por las inversiones en *distressed debt*. En cuanto a esta última forma de inversión se entiende que estén interesados ya que al ir terminando una temporada de recesión económica las oportunidades en este tipo de Capital Privado se multiplican e históricamente han dado retornos atractivos en tiempos difíciles.

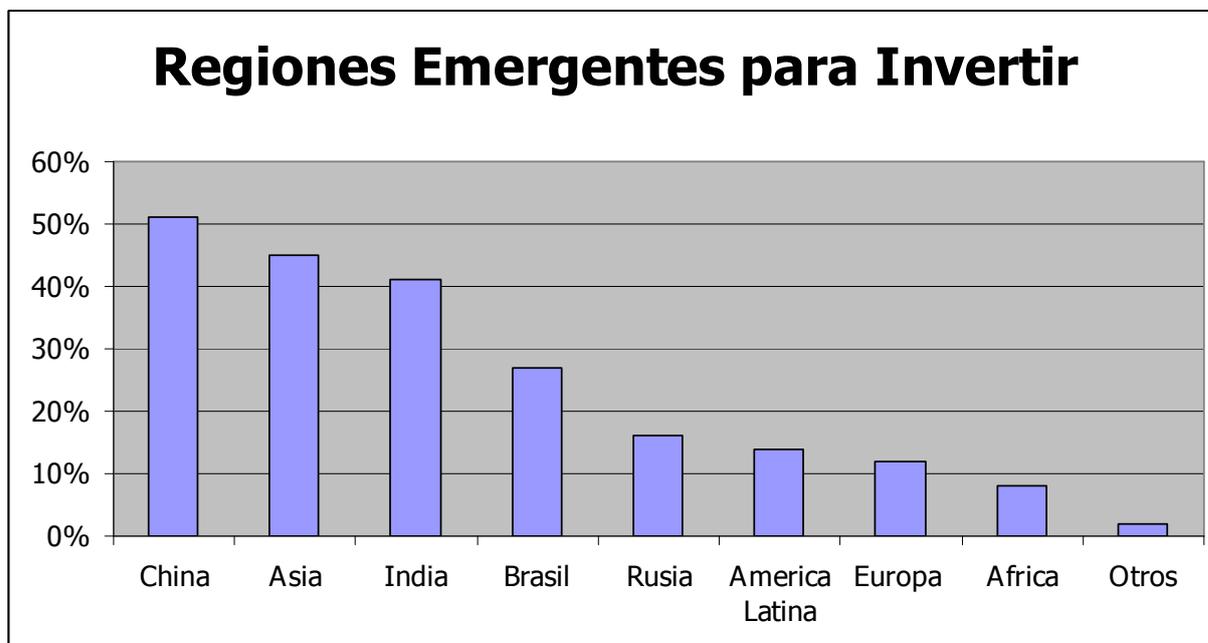
⁶⁹ Prequin Ltd, 2010, 2010 Preqin Global Private Equity Report, Londres

En los LBOs es interesante observar que no se muestre interés por invertir en *Mega BuyOuts* pero si en los de menor tamaño. Algunos de los *Limited Partners* encuestados afirmaron que esto se debía a que en años anteriores habían comprometido muchos recursos a *Mega BuyOuts*, lo cual significa que no están evitando este tipo de inversiones sino simplemente no están activamente buscando oportunidades en ese nicho. Esperaríamos ver en siguientes años como el dinero se mueve dentro lo de los LBOs hacia las oportunidades de empresas medianas y pequeñas.

Los fondos de fondos por su parte no fueron mencionados como una oportunidad de negocio, sin embargo si recibieron una mención importante en la intención de invertir en ellos, esto es por que no existe una condición de mercado "ideal" para invertir en un fondo de fondos, sin embargo la seguridad que brinda la diversificación del riesgo es tomada en cuenta por los inversionistas reflejándose en sus intenciones de colocar sus recursos en este tipo de fondos de capital.

Otra cuestión muy distinta pero relacionada es donde realizar las inversiones. Más allá del modo de colocar sus recursos dentro de Capital Privado resulta importante saber en que región serían recibidos estos recursos. Estar en la mente de los inversionistas resulta importante para las economías que quieren ver inversión extranjera en sus economías, promoviendo desarrollo en la localidad⁷⁰.

Figura 5.2 – Regiones predilectas para inversión



Cifras obtenidas de: *Preqin Global Private Equity Report 2010*

⁷⁰ Prequin Ltd, 2010, 2010 Preqin Global Private Equity Report, Londres

América Latina solamente recibió el 14% de las menciones, siendo considerada como una región. Mientras que por su parte Brasil obtuvo 27% por si mismo, esto refleja en gran medida el trabajo que ha realizado este país en las exposiciones y encuentros de los actores en la industria de Capital Privado.

Por su parte China fue mencionada el 51% de las veces, su economía en crecimiento ha logrado fama y se ha convertido en un área de oportunidades que está presente en la mente de los inversionistas de forma importante. Resulta interesante notar que todos esos recursos que entrarán a China ayudarán a que el desarrollo económico que los inversionistas esperan ver se vuelva una realidad.

5.1.5 Alternativas de Salida

Esta es una de las más grandes preocupaciones en las inversiones en México, y por tanto una de las barreras más importantes para que crezca la industria del Capital Privado, más específicamente en el caso de ofertas públicas iniciales. Esto se debe al tamaño de la bolsa mexicana en la cual únicamente cotizan empresas grandes, esto mismo conlleva un problema de liquidez. Por lo tanto la opción de salida más usada es la venta privada, que resulta generalmente a un competidor o a una empresa multinacional, esto generalmente deja menores rendimientos para los inversionistas.

5.2 La curva J

Es también llamada el palo de hockey, y es la gráfica que se genera de comparar los rendimientos generados por un fondo de Capital Privado contra el tiempo transcurrido, desde el nacimiento del fondo hasta su término. Debido a los pagos de primas y comisiones en los primeros años en los que no se genera ningún flujo positivo es que se tiene un retorno negativo en los primeros años. Posteriormente los rendimientos van compensando los pagos al fondo y se generan rendimientos positivos, entre el tercer y el quinto año se puede tener una idea general del retorno que generará el fondo.

Existen otras curvas J dentro del Capital Privado en las cuales vemos el mismo efecto, graficando diferentes factores. Este es el caso de la curva J de flujos de efectivo en la que se toma en consideración el dinero entregado al fondo en los primeros años y posteriormente el dinero que el fondo paga a los inversionistas. Es un caso similar para la curva J del valor neto de los activos⁷¹.

⁷¹ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds

5.2.1 Ejemplo de la construcción de una curva J

A continuación, en la Figura 5.3, se presenta la grafica de una curva J de flujos de efectivo, ya que es la más utilizada por los fondos para su presentación ante los inversionistas. Para su elaboración se toman los siguientes supuestos:

(Cifras en miles de pesos)

Año	Inversión	Distribución	Valuación
0	-\$100,000		
1	-\$100,000		\$180,000
2	-\$100,000		\$250,000
3	-\$100,000		\$360,000
4	-\$50,000		\$410,000
5			\$400,000
6			\$450,000
7			\$500,000
8			\$550,000
9		\$200,000	\$420,000
10		\$530,000	

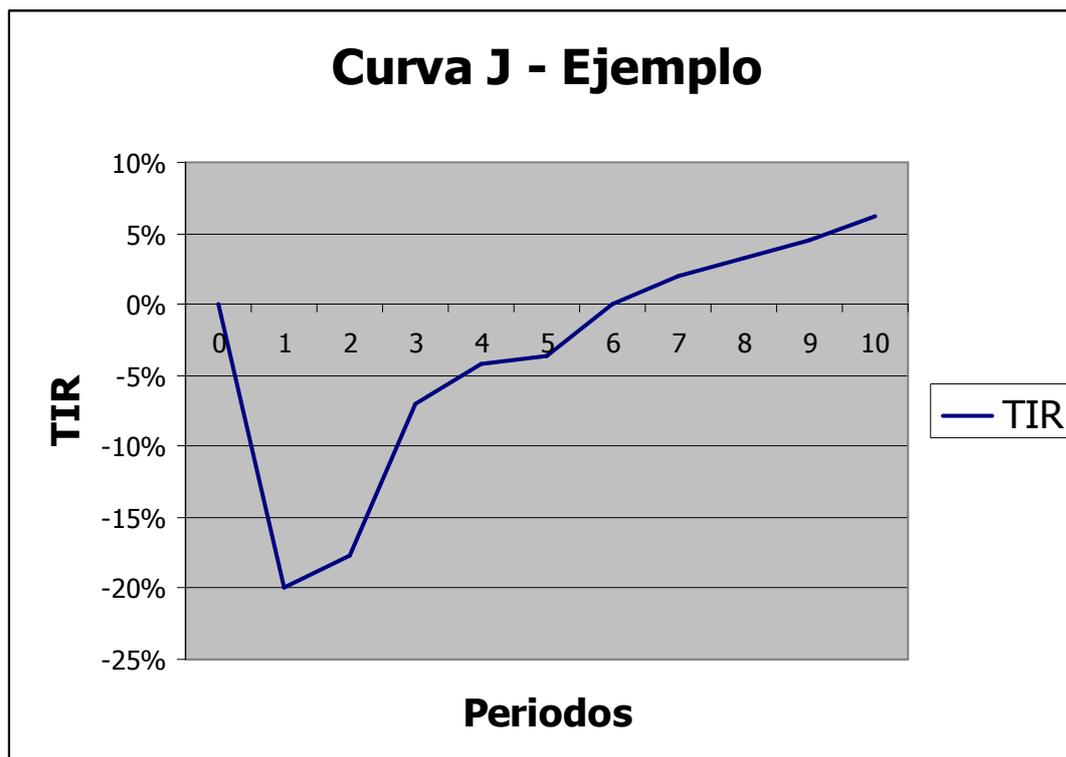
Con estos datos el comportamiento de los flujos de efectivo de la inversión a lo largo del tiempo sería la siguiente:

(Cifras en miles de pesos)

Flujo0	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
Flujo1		80,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
Flujo2			150,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
Flujo3				260,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
Flujo4					360,000	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000
Flujo5						400,000	0	0	0	0	0
Flujo6							450,000	0	0	0	0
Flujo7								500,000	0	0	0
Flujo8									550,000	0	0
Flujo9										620,000	200,000
Flujo10											530,000
Año	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
TIR	0%	-20%	-18%	-7%	-4%	-4%	0%	2%	3%	5%	6%

En este ejemplo se grafica la tasa interna de retorno de la inversión a lo largo de su vida útil. Presentándose de la siguiente manera:

Figura 5.3 – Ejemplo de una Curva J



Ejercicio de elaboración propia. Datos obtenidos de entrevista con el Director de Inversiones, Fondo de Fondos México.

5.2.2 Valuación de Capital Privado

La International Accounting Standards Board (IASB) ha promovido el uso del valor razonable como parámetro para determinar las valuaciones de los activos y pasivos. Sin embargo este parámetro fue pensado para mercados líquidos en que el valor razonable es el valor en el que podría ser negociado un activo entre 2 personas. Sin embargo las empresas de Capital Privado usualmente generan poco o nada flujo de efectivo, tienen pérdidas por varios periodos consecutivos, no se está seguro de su viabilidad real y no están listadas en un mercado. Por lo tanto su valuación se convierte en un problema.

Debido a lo anterior organismos como la *Association Francaise des Investisseurs en Capital* (AFIC), la *British Venture Capital Association* (BVCA) y la *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) publican una serie de lineamientos para la valuación de este tipo de inversiones bajo el nombre de *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* (IPEV guidelines), de las cuales su objetivo es aumentar la aplicación del IFRS. Se publicaron en 1991, 1993, 2001, 2003 y finalmente en marzo de 2005.

Es importante decir que estos lineamientos son para los inversionistas que actúan *como Limited Partners* y como registrar su participación en un fondo, no para valorar los activos en el propio

fondo. Anteriormente se registraba el valor neto de los activos (NAV), lo cual es el valor de los activos invertidos en el fondo, menos los pasivos de largo plazo neto de comisiones e intereses. Sin embargo el valor de los activos era el reportado por el *General Partner*, y como las metodologías de valuación de estos diferían considerablemente, los auditores dejaron de aceptar el NAV como valor razonable sin antes hacer chequeos y pruebas.

Los lineamientos del IPEV han sentado las bases para las valuaciones del Capital Emprendedor, sin embargo sigue existiendo dudas y confusión sobre el tema. El debate se ha situado sobre si utilizar como medida el costo de las inversiones o usar el valor razonable. El problema consiste en que siendo mercados sin liquidez y al no existir precios para realizar la valuación, esta recae en el juicio del valuador. Los estimados pueden estar errados, y resulta muy simple manipularlos ya que contienen muchos elementos subjetivos⁷².

5.2.3 Solución actual para la valuación

El uso del NAV (Net asset Value) es una práctica común en el mercado, que tiene la ventaja de la simplicidad, sin embargo esta práctica se diseñó antes de que comenzara a circular el concepto del valor razonable. Al no tener una aclaración dentro de IPEV se ha dado un debate con los auditores acerca de cual sería la mejor práctica. De forma general los auditores prefieren apegarse a la práctica más común, que en este caso sería el uso de NAV, pero la nueva tendencia es el uso del valor razonable, lo cual aviva la controversia.

Un método sería el uso de un precio obtenido recientemente en el mercado secundario de una compañía similar. Sin embargo esto representa varios problemas como el tiempo entre la fecha actual y la fecha en que se realizó la otra transacción. Además de que no es común tener compañías que fueran comparables en el mercado secundario, y en caso de ser así la información no es pública. También sería necesario validar que la venta no haya sido una venta forzada ya que esto distorsionaría el precio al que fue pactada.

Algunas personas han creado modelos para valuar de forma más precisa las inversiones realizadas. En este caso se pueden tomar los flujos estimados tanto de ingresos como de egresos futuros y luego traerlos a valor presente. Este método es considerado interesante por los auditores de forma conceptual pero rara vez aceptado, esto se debe a que no ha sido probada su efectividad. Se ha intentado hacer ejercicios para verificar su efectividad contrastando los pronósticos contra los resultados efectivamente generados, y no se han

⁷² Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, Pg 73 - 88

obtenido resultados positivos, sin embargo es el mismo caso con los pronósticos sobre las valuaciones de las acciones en el mercado⁷³.

5.2.4 Impacto negativo de la Curva J

Inclusive usando el método de valor razonable al graficar los rendimientos de la inversión tendremos una curva J. Esto se debe a que la creación de valor en las compañías o su crecimiento llevan tiempo para generarse, mientras que las comisiones de los administradores del fondo será cobradas desde el primer momento. Esto provoca un rendimiento negativo en los primeros años sin importar el método utilizado. Esto representa una distorsión ya que lo que se pretende es reflejar el valor más aproximado en los estados financieros, y una valuación negativa haría parecer a las inversiones como "malas", sin considerar que esto resulta normal en las inversiones de Capital Privado⁷⁴.

5.2.5 Barreras de entrada a la industria

El efecto de la curva J representa una barrera de entrada para los nuevos inversionistas que no están familiarizados con el efecto. Por una parte resultaría alarmante el tener que ver una inversión disminuir en valor durante años antes de poder ver los beneficios, pero también tiene una razón detrás, especialmente para los fondos de pensiones. Si se tienen varias inversiones en diferentes etapas el resultado global puede ser positivo, mientras que si se trata de la primera inversión necesariamente dará un resultado negativo, que puede ser cuestionado por quienes administren las inversiones⁷⁵.

5.2.6 Percepción de la curva J

Como ya se ha dicho en todas las inversiones de Capital Privado se tiene el efecto de la curva J, efecto al que todos los involucrados se acostumbran a ver en sus inversiones. De ahí que se genere una tendencia a adjudicarlo todo a la curva J y esperan que los rendimientos futuros sean extraordinarios y compensaran las pérdidas actuales. La realidad es que no siempre es el caso y puede ser que la inversión efectivamente sea mala. Sin embargo no se ha podido identificar factores claros que indiquen una inversión exitosa durante sus primeros 5 años de vida⁷⁶.

⁷³ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, Pg 73 - 88.

⁷⁴ Ibid, Pg 80 – 88.

⁷⁵ Ibid, Pg 80 – 88.

⁷⁶ Ibid, Pg 80 – 88.

5.2.7 Valuación de un fondo

Un modo, usualmente usado para la contabilidad, es estimar el valor de cada compañía de forma individual por su Valor neto de activos, y la suma de todos esos valores será el valor del fondo. Este valor neto de los activos en realidad solo refleja su valor de recuperación en caso de una contingencia. Nos gustaría poder reflejar en la información el riesgo real que se tiene, en un fondo recién formado se tiene mucha más variabilidad en cuanto a los resultados que en un fondo que este cercano a su cierre, esta información no es reflejada por el NAV.

Se han desarrollado algunos modelos para determinar el valor económico de un fondo de Capital Privado:

Modified Bottom-up approach:

Para este método el inversionista debe de obtener primero información acerca de la calidad de los administradores del fondo, la estructura del mismo y los activos que tiene al momento. Se toman entonces las proyecciones de salidas que se tengan, tanto en montos como en tiempos y determinar los flujos de efectivo netos de comisiones que se pueden esperar para descontarlos a valor presente ya sea con la tasa del costo de capital o con la del retorno esperado. Con esto obtenemos un valor presente del fondo.

El problema aquí puede ser obtener la información acerca de las salidas esperadas sobretodo en aquellos casos en que inclusive el administrador del fondo tenga poca información acerca de lo que se puede esperar. Otro problema es la carga de trabajo que se puede generar de este método, resultando en cientos de casos para analizar.

Y aun se pueden hacer modificaciones adicionales para tener un estimado más preciso o que considere una mayor cantidad de factores, como agregar un factor que compare los retornos obtenidos anteriormente por el *General Partner* en otros fondos comparados con fondos en esos mismos años y sacando un promedio para conocer el nivel de éxito que se ha tenido con anterioridad expresado en números claros.

Modified comparable approach

Este método se basa en calificaciones de desempeño de los fondos. No sustenta su calculo en las compañías que integran el fondo sino en el fondo en general y en como se han comportado fondos similares o comparables con este. Se toman en consideración aspectos cuantitativos como cualitativos comparables con los otros fondos para hacer una diferencia entre el desempeño de los otros fondos y el que queremos analizar.

Este método más que basarse en un modelo matemático se basa en la experiencia y el conocimiento de la industria, esto se verá reflejado en los fondos que sean escogidos como grupo comparable y las características que se consideren relevantes para hacer las comparaciones.

Complementaria a la calificación de desempeño se da un estatus operacional que es un indicador de los problemas que se puedan encontrar en la operación diaria del fondo, la teoría es que esto nos puede dar una idea de como se desempeñara y de si lograra los objetivos propuestos. Es altamente subjetivo pero la idea general es reflejar la probabilidad de tener resultados por debajo de lo esperado⁷⁷.

5.3 Cascada de Distribución

Nos detalla como un fondo de Capital Privado distribuirá sus ganancias, en que orden y por que monto. Con el pasar del tiempo se han ido adicionando capas a la distribución, por lo que se va volviendo complicado explicar el % que corresponde a cada participante. Esta distribución queda acordada desde el inicio del fondo por todos los socios. Algunos de los términos más usuales son:

Carried Interest: Es el porcentaje que corresponde a los administradora del fondo una vez que ha sido pagado el capital aportado por los socios más un premio que corresponde a un retorno mínimo esperado por los accionistas. (Usualmente 20%)

Hurdle: Es también conocido como retorno preferente, y es el retorno mínimo esperado por los inversionistas que es pagado antes que el Carried interest pueda ser pagado.

Claw Back: Es una cláusula en la que se pide a los administradores del fondo que devuelvan algunos de los dividendos que se les han pagado si es necesario para el correcto pago de la cascada. Usualmente sucede cuando las primeras compañías de un fondo son vendidas a buen precio y las últimas en ser vendidas no registran el mismo % de utilidad, comisiones pagadas en exceso al fondo tendrían que ser devueltas.

Aunque en cada fondo las cláusulas son pactadas de conformidad con lo que deciden las partes, no difieren mucho de un fondo a otro. Existen 2 fuerzas que buscan equilibrio en este caso. Por una parte los inversionistas que si se vuelven demasiado exigentes en las condiciones que piden pueden perder la oportunidad de entrar a los mejores fondos, ya que estos buscaran

⁷⁷ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Prtafolio of Venture Capital and Private Equity Funds, Pg 105 – 136.

otros inversionistas que estén dispuestos a aceptar condiciones más razonables. Por otra parte está el administrador de fondos, al cual le interesa generar buenas relaciones con los inversionistas para que se vuelvan clientes recurrentes, esto facilita mucho la recaudación de capital para nuevos fondos que se deseen crear.

En las inversiones el *General Partner* participa como un accionista más, invirtiendo en el fondo que él mismo ha creado. Generalmente se trata de un 1% del capital total, lo cual es un monto significativo tomando en cuenta que no tiene el mismo nivel de riqueza que los *Limited Partners*. En la distribución de la cascada esta aportación tendrá el mismo tratamiento que el de cualquier otro inversionista.

La comisión por administración del fondo es pagada para solventar los gastos básicos del fondo como son el pago de sueldos y salarios a los empleados que tengan contratados, impuestos, rentas y gastos de viaje necesarios para el negocio. Esta es pagada como un % sobre el valor total del fondo ya sea de forma mensual, trimestral, semestral o anual, generalmente al inicio de estos periodos y tiene que sea pagada durante toda la vida útil del fondo. Ocasionalmente los inversionistas optan por negociar el pago de una comisión por administración más baja a cambio de mayores beneficios sobre las utilidades, esto se hace para alinear los intereses de los participantes.

Para la distribución de las ganancias es importante primero determinar que son las ganancias, para lo cual se deben restar de los flujos positivos generados por el fondo los costos asociados con la operación. Posteriormente se debe determinar a partir de que momento podrá el administrador del fondo participar en las utilidades. Puede ser hasta que se haya pagado a los inversionistas el total del capital comprometido, cuando se haya pagado a los inversionistas el total del capital efectivamente aportado o cuando se haya pagado a los inversionistas el total del capital que se requirió para la compañía específica que está generando el flujo positivo en el fondo.

El retorno preferente es una cantidad igual a los intereses generados a una tasa del 8% anual capitalizable anualmente sobre el monto pagado de las inversiones. Este retorno preferente pretende emular una inversión a este porcentaje. Después de esta distribución es pagado el "Catch up", que es únicamente pagado al *General Partner*, y es equivalente a un 25% de lo que se haya pagado como retorno preferente.

Una vez pagado el *Catch Up* se paga el *Carried Interest*, usualmente se trata de un 20% sobre las utilidades, aunque *General Partners* con mucho reconocimiento y con una carrera exitosa llegan a cobrar 25% o hasta 30%. Recordemos que el administrador del fondo aportó aproximadamente el 1% del capital, y ahora obtiene un 20% de las utilidades, lo cual le

representa una ganancia muy atractiva y es su incentivo para realizar un buen trabajo. En un caso normal (de 20%) al llegar a esta parte de la distribución es importante notar que está obteniendo 20% de las utilidades después de pagar el capital a los inversionistas ya que el *Catch Up* guarda la misma proporción de 80%-20% con el interés preferente, en este punto podrían parecer ociosas las primeras distribuciones ya que la proporción fue la misma que con el *Carried interest*, sin embargo se desagregan de este modo como protección en caso de que el fondo no tenga un rendimiento suficiente para llegar a esta etapa de la cascada de distribuciones.

Cada fondo puede hacer su cascada de distribuciones como lo prefiera, aunque generalmente se alinean con lo que el mercado está ofreciendo al momento. Las distribuciones en las que se da al administrador del fondo un *Catch Up* son llamados "Soft hurdle rate", y es lo más usual en Estados Unidos, mientras que en Europa es usual omitir esta capa de distribución, esto es llamado un "Hard hurdle rate". En esta última distribución la proporción 80%-20% no se cumple.

En los fondos de Capital Emprendedor resulta usual omitir tanto la capa de *Catch Up* como la de Interés preferente. Esto permite a los fondos participar de las utilidades antes de garantizar un retorno a los inversionistas. Esto se puede explicar por el riesgo que se toma en cada tipo de inversión, en un fondo de LBOs si no se tiene un interés preferente el administrador del fondo podría optar por inversiones de bajo riesgo (y baja rentabilidad) que le permitan cobrar su comisión por administración y un % de las ganancias mientras que el interés preferente lo obliga a crear una estrategia de alto riesgo y alta rentabilidad. En el caso de un fondo de Capital Emprendedor todas las inversiones que haga son de alto riesgo, no existe tal cosa como una empresa de nueva creación que no presente riesgo⁷⁸.

5.3.1 Cascada Europea y Cascada Americana

Adicionalmente existen 2 modalidades para la distribución de las utilidades, que son la cascada Europea y la cascada Americana. La cascada Europea es la que se explico anteriormente, en que las utilidades son distribuidas primero para restituir el capital de los inversionistas, se paga el interés preferente a los accionistas, el "*Catch Up*" para el administrador del fondo y finalmente se distribuyen las utilidades restantes en porcentajes preestablecidos. Todas estas cifras sobre el total del fondo.

La Cascada Americana funciona de modo muy similar, sin embargo no se calcula sobre los montos totales generados por el fondo sino por los totales generados en cada una de las

⁷⁸ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Prtafolio of Venture Capital and Private Equity Funds Pg 137 – 175.

empresas que componen al fondo. Por lo que si existen utilidades en la venta de una empresa se realiza la distribución por dicha empresa sin importar los resultados del resto de las que componen al fondo.

La Cascada Americana resulta más conveniente para el administrador del fondo y le permite obtener una participación mayor en las utilidades ya que no participa de las pérdidas que se generen en la venta de empresas ni diluye su utilidad por las empresas que se logren posicionar exitosamente. Esta cascada es solo usada por *General Partners* de reconocido prestigio y un buen historial, que logran negociar condiciones ventajosas con los *Limited Partners*.

Ejemplo de distribuciones con Cascada Europea y Americana:

Se tiene un fondo de Capital Privado que recauda 100 mdd, que logra invertir en 5 empresas, las cuales logra vender en un plazo de 5 años. El interés preferente prometido a los inversionistas es de 8%, acuerdan un *Catch Up* del 25%, y una distribución del 80%-20% sobre las utilidades remanentes. Las inversiones en las empresas y sus precios de venta se logran de la siguiente forma:

(Cifras presentadas en miles de pesos)

Empresa	Inversión	P. Venta
E1	\$27,000	\$8,000
E2	\$17,000	\$24,500
E3	\$19,000	\$30,000
E4	\$20,000	\$59,500
E5	\$17,000	\$57,000
Total	\$100,000	\$179,000

La distribución por cada tipo de cascadas sería de la siguiente manera:

	C. Europea	C. Americana					
	Total	E1	E2	E3	E4	E5	Total
P Venta	\$179,000	\$8,000	\$24,500	\$30,000	\$59,500	\$57,000	\$179,000
Capital	\$100,000	\$27,000	\$17,000	\$19,000	\$20,000	\$17,000	\$100,000
Utilidad	\$79,000	-\$19,000	\$7,500	\$11,000	\$39,500	\$40,000	\$79,000
Prefered Return	\$46,933	-\$19,000	\$7,500	\$8,917	\$9,387	\$7,979	\$14,782
U. Remanente	\$32,067	\$0	\$0	\$2,083	\$30,113	\$32,021	\$64,218
Catch Up	\$11,733	\$0	\$0	\$2,083	\$2,347	\$1,995	\$6,424
U. Remanente	\$20,334	\$0	\$0	\$0	\$27,767	\$30,027	\$57,794
Limited P.	\$16,267	\$0	\$0	\$0	\$22,213	\$24,021	\$46,235
General P.	\$4,067	\$0	\$0	\$0	\$5,553	\$6,005	\$11,559
Participación LP	80%	100%	100%	81%	80%	80%	77%
Participación GP	20%	0%	0%	19%	20%	20%	23%
Utilidad Neta LP	\$63,200	-\$19,000	\$7,500	\$8,917	\$31,600	\$32,000	\$61,017
Utilidad Neta GP	\$15,800	\$0	\$0	\$2,083	\$7,900	\$8,000	\$17,983

Ejercicio de elaboración propia. Datos obtenidos de entrevista con el Director de Inversiones, Fondo de Fondos México.

En este ejemplo vemos que utilizando una Cascada Americana en *General Partner* cobraría un 3% adicional sobre las utilidades totales generadas por el fondo en comparación a la Cascada Europea. Este porcentaje dependerá directamente del desempeño que se tenga en cada una de las empresas que componen el fondo.

5.3.2 Diferencias en Europa y Estados Unidos

A pesar del nombre que se le da a las diferentes cascadas (Europea y Americana) no quiere decir que todos los fondos en Europa estén conformados con este estilo de distribución de utilidades. Cada fondo puede disponer de las condiciones que considere conveniente en el contrato inicial del fondo.

La cascada de distribución Americana apoya más a los *General Partners*, por lo que esta es utilizada cuando el administrador del fondo tiene un renombre y un historial sólido que le permita exigir más a sus inversionistas. Por el contrario, un *Limited Partner* siempre preferirá una cascada de distribución Europea.

Otro factor es la oferta y la demanda, en un entorno en el que sea necesario incentivar a los inversionistas para que participen en los fondos, es más probable que los administradores ofrezcan cascadas Europeas, por el contrario, si el problema es la falta de alternativas de fondos entonces se puede aspirar a usar cascadas Americanas.

Entre Estados Unidos y Europa (las 2 regiones en que se constituyen más fondos de fondos), tampoco existen diferencias significativas en cuanto a las condiciones del contrato que se firma. El cobro de primas, las cláusulas adicionales, el tiempo de vida del fondo, y demás características de los fondos, dependen del administrador de fondos en particular del que se trate, más que de la región en la que se constituya el fondo.

Entre las 2 regiones la diferencia más significativa es la regulación que exige cada país para los fondos, siendo Europa una región mucho más regulada que Estados Unidos, esto hace más simple tanto para los inversionistas como para los administradores de fondos realizar operaciones en esta región. Aunque la tendencia de Estados Unidos es hacia aumentar la exigencia regulatoria en todo su sistema financiero.

5.4 Conveniencia de un Fondo de Fondos

Las inversiones en Capital Privado requieren de contactos para poder acceder a fondos de buena calidad, buen juicio para las oportunidades de negocio, y el conocimiento para hacer un

portafolio balanceado. Por todo esto es necesario tener un equipo de especialistas trabajando tiempo completo en el tema, o delegar estas responsabilidades y trabajo a un fondo de fondos. En 2009 el 22% del capital contribuido a la industria del Capital Privado es canalizado por administradores de fondos de fondos.

Estos fondos operan de forma similar a un fondo de Capital Privado en cuanto a su estructura, encargándose de la operación día a día. Estos fondos en lugar de invertir directamente en empresas lo hacen en fondos de Capital Privado, dando así un portafolio muy diversificado. Por otra parte es muy criticado las primas adicionales que habrá que pagar ya que el fondo de fondos cobrara su comisión y adicionalmente lo harán los fondos en los que ellos inviertan.

El costo adicional que presentan los fondos de fondos es muy cuestionable ya que aunque representa el pagar una mayor cantidad de comisiones nos evita el costo de tener un equipo de personas administrando las inversiones durante todo el año, lo cual puede ser sustancialmente más caro. Además, delegar estas funciones le permite al inversionista concentrarse en lo que es su negocio.

Para un nuevo inversionista resulta muy atractivo acercarse a un fondo de fondos que le compartirá de su experiencia y conocimiento sobre el negocio y los fondos disponibles. Esto resultara en un ahorro en cuanto a tiempo y esfuerzo para el inversionista. Con el tiempo, de forma teórica, el cliente ganara experiencia en cuanto a la forma de invertir y podría hacerlo por si mismo. Sin embargo aun para una persona con experiencia en el campo aun podría hacer sentido contratar a un fondo de fondos por las oportunidades de negocio que aparezcan en mercados que no sean su especialidad o simplemente por tener un portafolio más diversificado. La diversificación es lo que motiva a más de la mitad de los inversionistas a utilizar fondos de fondos, en segundo término la experiencia de los administradores.

Estos fondos comparten preocupaciones con los inversionistas individuales así como con otros fondos. Los factores que pueden desalentar las inversiones de estos fondos son la falta oportunidades de salida, la dificultad para conseguir inversionistas que aporten capital, la falta de oportunidades de inversión y un ambiente económico de incertidumbre. Estas preocupaciones fueron factores determinantes durante el 2009, que se vieron reflejados en una inversión más tímida por parte de los administradores de fondos. Por otra parte ven como las mejores oportunidades de inversión en el clima económico actual los LBOs en PYMEs e inversiones en *Distressed debt*.

El futuro para los fondos de fondos parece atractivo, una buena porción de inversionistas tienen intención de aumentar sus inversiones en fondos de fondos en los próximos años, no necesariamente por falta de habilidad para llevar sus inversiones sino también para acceder a

fondos en diferentes zonas geográficas (como Asia y África) y nuevos tipos de inversiones (como *cleantech*). En gran medida que esta tendencia continúe dependerá de la habilidad de los administradores de realizar la selección de los mejores fondos. Actualmente solo el 18% de los fondos de fondos caen en el cuartil más bajo de los rendimientos de la industria, lo cual puede darnos una mayor certidumbre sobre los rendimientos que se pueden obtener.

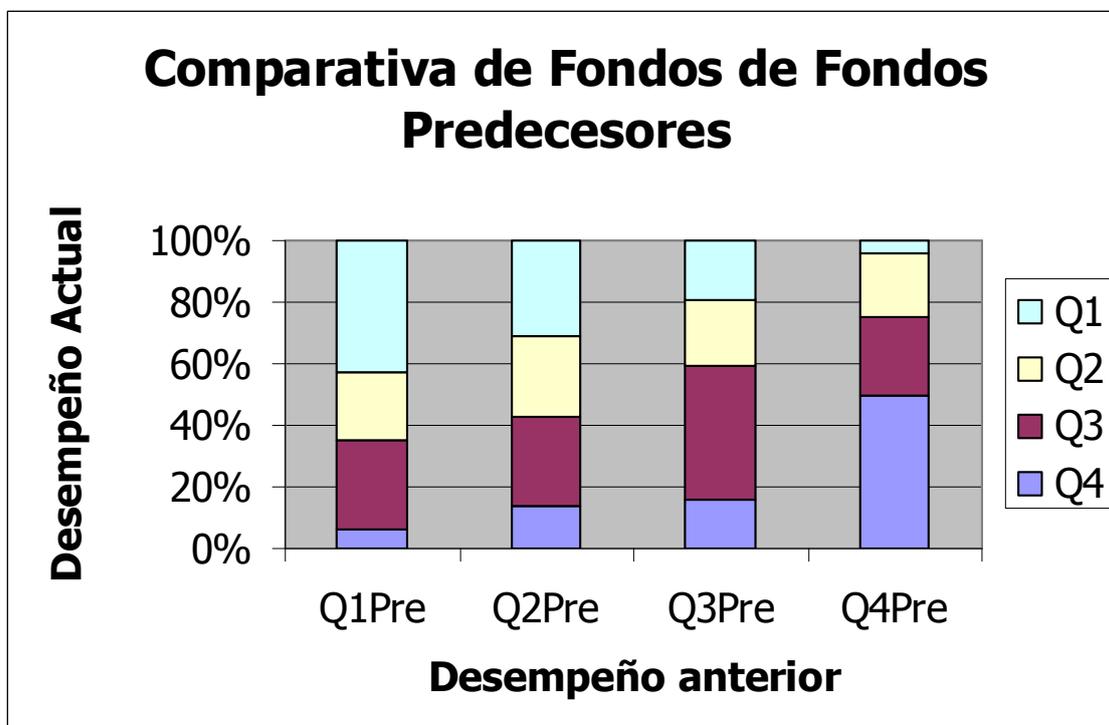
Por otra parte es importante revisar el historial de los fondos antes de escoger uno para que administre las inversiones. En la siguiente tabla se muestra la relación que existe entre el desempeño de un fondo y el desempeño del fondo predecesor del mismo administrador de fondos, pero específicamente en fondos de fondos, lo cual nos habla de la habilidad de reproducir los buenos o malos resultados anteriores⁷⁹.

Tabla 5.1 – Probabilidad de reincidencia en resultados

	Q1Pre	Q2Pre	Q3Pre	Q4Pre
Q4	6%	14%	16%	50%
Q3	29%	29%	43%	25%
Q2	22%	26%	22%	21%
Q1	43%	31%	19%	4%

Cifras obtenidas de: The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review

Figura 5.4 – Probabilidad de reincidencia en resultados



Cifras obtenidas de: The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review

⁷⁹ Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

En los fondos de fondos podemos ver que existe una relación más fuerte entre el desempeño de los fondos predecesores y los nuevos fondos que en el resto de la industria de Capital Privado, esto nos habla de la experiencia necesaria para estas inversiones y de la importancia del historial del administrador de fondos.

5.4.1 Inversión en mercados emergentes

Los mercados emergentes a pesar de representar una incertidumbre más grande, han demostrado tener oportunidades de inversión atractivas para los inversionistas que en años recientes han comenzado a poner tanto su atención como su capital en estas zonas de forma cada vez más importante.

El 47% de los fondos de fondos se encuentran en Estados Unidos, otro 42% en Europa, el porcentaje restante está distribuido entre el resto del mundo, y aunque esta cifra es comparativamente muy chica ha ido creciendo de forma constante año con año, y podríamos esperar que esta tendencia continúe sobre todo en Asia.

Los fondos de fondos son una manera para los inversionistas para acercarse a inversiones en nuevas zonas geográficas o industrias sin tener una exposición al riesgo tan fuerte como si realizaran una inversión directa. De este modo pueden empezar a aprender sobre la inversión a la que pretenden acercarse para posteriormente hacer inversiones directas.

Los administradores de fondos de fondos están más abiertos a inversiones en mercados emergentes por considerar que puede ser controlado el riesgo diluyéndolo en el portafolio del fondo. El 71% de los administradores de fondos de fondos están dispuestos a realizar este tipo de inversiones. El apetito por este tipo de inversiones se puede ver reflejado no solo en la cantidad de fondos que consideran tomar este tipo de activos sino en la cantidad de fondos de fondos especializados específicamente en estos activos⁸⁰.

Del total de Fondos de fondos el 11% de estos se especializa en inversiones en regiones diferentes a Estados Unidos y Europa, aunque esto no refleja la proporción de activos que son destinados a estas zonas ya que los fondos que tienen como principal objetivo los mercados desarrollados también destinan parte de sus activos a otras regiones. Como se muestra en la siguiente distribución:

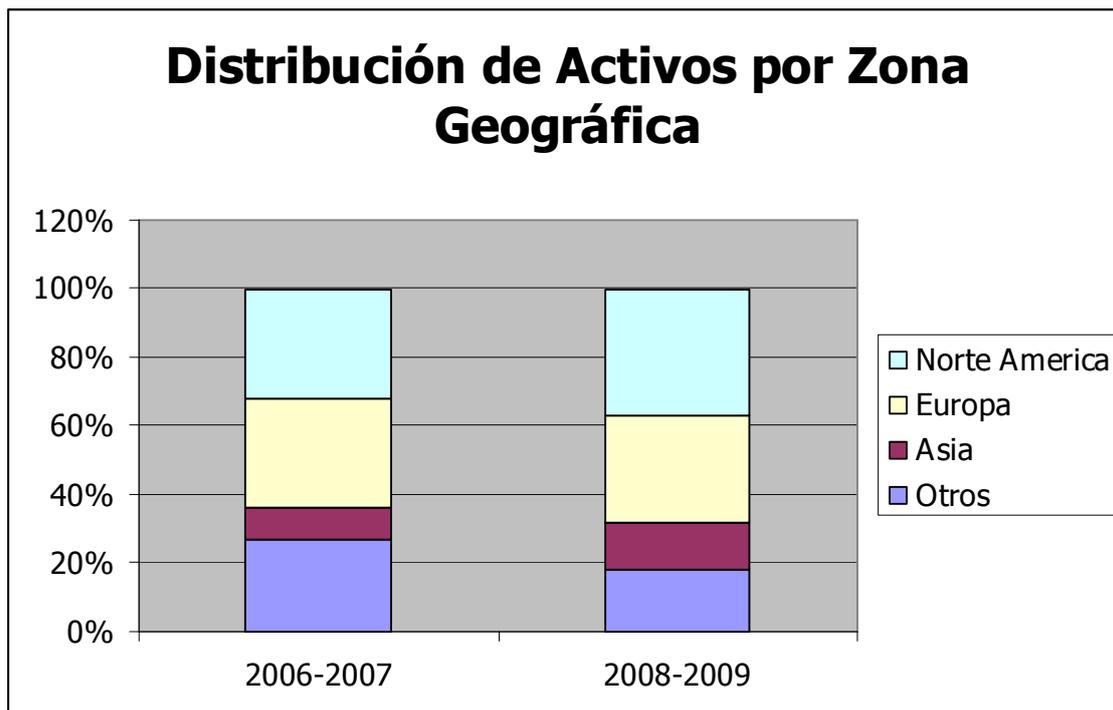
⁸⁰ Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

Tabla 5.2 – Distribución de inversiones por zona Geográfica

	2006-2007	2008-2009
Otros	27%	18%
Asia	9%	14%
Europa	32%	31%
Norte América	32%	37%

Cifras obtenidas de: The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review

Figura 5.5 – Distribución de inversiones por zona Geográfica



Cifras obtenidas de: The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review

Aunque podemos ver como Asia ha logrado incrementar de forma importante el % que le es destinado para inversiones, también podemos ver como el % correspondiente a otros se vio disminuido. En esta sección se encuentra incluida América latina, sin embargo es importante considerar que el periodo 2008-2009 fue de un entorno complicado en la economía mundial y durante los periodos de incertidumbre los inversionistas se refugian con la mayor seguridad a su alcance⁸¹.

5.4.2 Distribución por tipos de fondos

Mientras que los fondos de fondos pueden tener alcance en muchos fondos y diversificarse por área geográfica o industria, otros fondos de fondos pueden estar especializados en un nicho de

⁸¹ Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

mercado mucho más específico. La diversificación del fondo entonces puede estar dada a lo largo de muchos tipos de inversión o sobre un solo tipo de inversión en el cual se especialice el administrador.

Haciendo la distribución por tipo de activos se encontró que en 2009 el 55% de los activos administrados por fondos de fondos se encontraban en fondos de LBOs, 27% en Capital Emprendedor, y el resto en otro tipo de fondos. Esta distribución no se ha modificado de forma significativa desde 2006.

Si bien podemos ver que existe una clara tendencia a los fondos de LBOs, esta se ve aun más acentuada en las inversiones secundarias de los fondos, en las cuales podemos ver un 80% destinado a LBOs, 10% en Capital Emprendedor y 10% de otro tipo de inversiones. Del mismo modo no se ven diferencias significativas en esta distribución desde 2006.

Las inversiones secundarias a las que nos referimos son a las compras de inversiones que otros fondos tienen, los cuales se ven obligados a vender por alguna situación económica desfavorable. Estas compras oportunistas de activos son comunes durante las épocas de crisis en que algunos inversionistas se ven obligados a realizar algunos activos⁸².

5.4.3 Perspectiva actual de los administradores de fondos

Los fondos de fondos aportan una parte importante de los activos de Capital Privado, por lo que es importante saber que cambios serán aplicados por sus administradores después de las complicaciones que se ha presentado en los mercados. Sin embargo muy pocos de ellos han considerado hacer cambios de estrategia en cuanto a la región geográfica en que han realizado sus inversiones previas, ni por el tipo de fondos en los que han invertido, excluyendo a aquellos que han realizado inversiones en *Mega BuyOuts*, de los cuales más de la mitad planean reducir sus exposiciones a este tipo de fondos.

El 81% de los administradores ve como una buena oportunidad de inversión en los años que vienen los fondos de LBOs en PYMEs, así como los fondos de *Distressed Debt*, con un 56% de las preferencias.

Por otra parte estos mismos administradores consideran que los retos a los que se tendrán que enfrentar en los siguientes años serán el financiamiento, la obtención de inversionistas y las oportunidades de salida para sus inversiones. Esta escasez de financiamiento ha puesto en una posición más cómoda para negociar a los *Limited Partners* en todos los tipos de fondos, esto les

⁸² Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

ha generado un cambio en el poder hacia estos, dándoles oportunidad de obtener mejores condiciones para sus inversiones.

5.4.4 Inversionistas en Fondos de fondos

Los fondos de fondos no solamente son importantes por proveer de capital a otros fondos de Capital Privado, sino también para dar a inversionistas pequeños o nuevos en el mercado la oportunidad de obtener esta categoría de activos. Aun inversionistas con amplios recursos y experiencia pueden optar por fondos de fondos dependiendo de su motivación.

Solamente un 20% de los inversionistas argumenta tener recursos limitados como motivación para entrar en un fondo de fondos, y el 11% por falta de experiencia. Las razones de mayor peso son la búsqueda de diversificación y la amplia experiencia de los administradores de estos fondos. En menor proporción, algunos inversionistas buscan evitar gastos como un "due diligence".

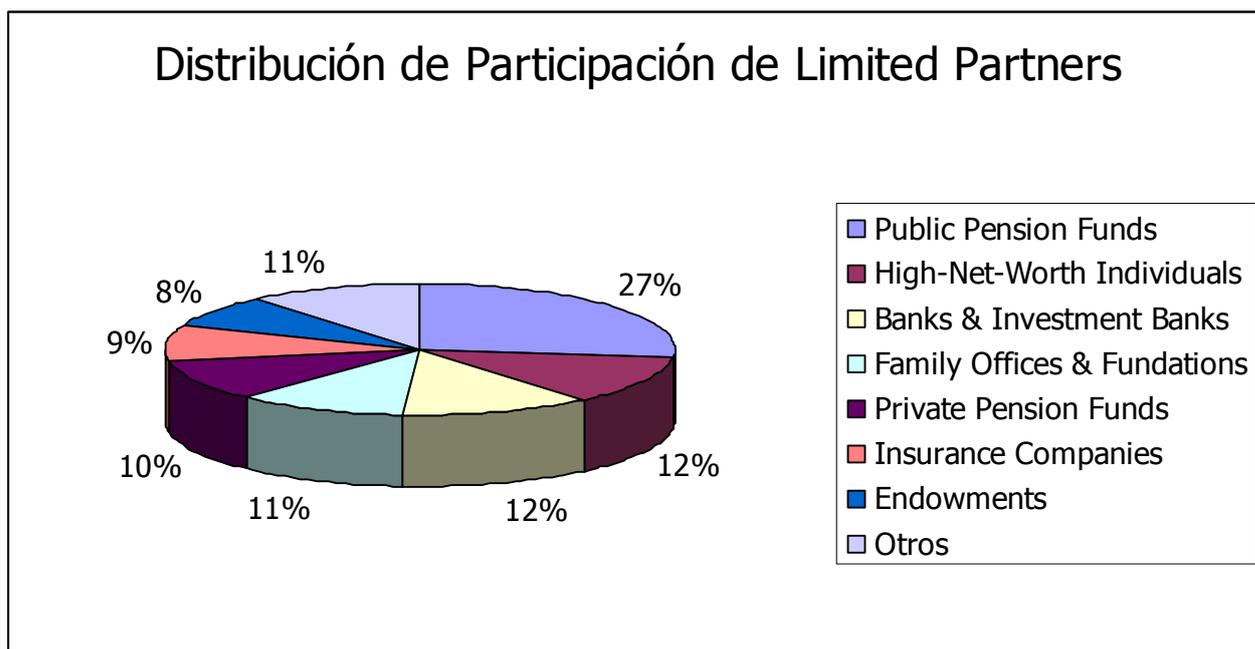
El 34% de los inversionistas buscan en los fondos de fondos en que invierten un enfoque de estrategia (inversiones orientadas como LBOs en Asia o Europa), mientras que el 16% buscan invertir en un nicho definido (inversiones orientadas a una región muy específica o a una industria específica). El resto de los inversionistas simplemente buscan diversificación tan amplia como sea posible.

En 2008 y 2009 los inversionistas de estos fondos fueron 48% de Norte América, 45% de Europa y el 7% restante del resto del mundo. Estas cifras están muy relacionadas con el origen de los *General Partners* que administran los fondos. Los fondos con sede en Norte América tienen en su composición un 77% de capital proveniente de *Limited Partners* de la misma región, mientras que en los fondos con sede en Europa esta cifra se eleva al 92%. Por lo que para que la participación de otras regiones del mundo fuera de mayor relevancia sería necesario aumentar el número de fondos de fondos con sedes distintas a Norte América y Europa.

Más allá de la nacionalidad de los inversionistas podemos analizar quienes son los *Limited Partners* que aportan dinero para los fondos de fondos. En la siguiente gráfica se muestra la distribución porcentual de las participaciones promedio en el periodo 2008-2009, teniendo como el mayor participante a los fondos de pensiones públicos con un total de 27%⁸³.

⁸³ Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

Figura 5.6 – Participación en FdF por tipo de LPs



Cifras obtenidas de: The 2010 Preqin Private Equity Funds of Funds Review

5.5 Private Equity Vs Hedge Funds

5.5.1 Filosofía de inversión

El Capital Privado toma inversiones a largo plazo en nuevas compañías o ya establecidas pero no listadas en bolsa, su objetivo es la creación de valor y el desarrollo de negocios. Un enfoque meramente financiero en este caso no funciona, especialmente cuando se trata de Capital Emprendedor. Por su parte los fondos de cobertura tienen una estrategia a corto plazo en la cual aprovechan las ineficiencias del mercado o las oportunidades que se presenten. Se basan mucho en modelos cuantitativos, y no tienen una herramienta fija, pueden usar endeudamiento, ventas en corto o Derivados⁸⁴.

5.5.2 Administración

Los fondos de Capital Privado se involucran mucho con las compañías de sus portafolios y las industrias de estas, investigando al respecto, asesorando e influenciando en la toma de decisiones. Se interesan mucho por las cuestiones de dirección estratégica. Los fondos de cobertura por su parte a pesar de que buscan dar su opinión en las empresas en las que han

⁸⁴ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Prtafolio of Venture Capital and Private Equity Funds Pg 25 – 42.

invertido y se pueden interesar por un asiento en el comité, funcionan más como un trader, buscando oportunidades de negocio en el mercado⁸⁵.

5.5.3 Duración

Los fondos de Capital Privado duran entre 10 y 12 años, en lo que sus inversiones maduran y comienzan a rendir frutos. Un fondo de cobertura tiene de forma teórica una vida ilimitada, lo cual significa que termina cuando la situación es demasiado complicada para el fondo o cuando los administradores del mismo después de una buena racha, se retiran.

5.5.4 Liquidez

En un fondo de Capital Privado la liquidez es casi nula, ya que solamente cuando se realiza la venta de una de las compañías del portafolio es cuando a discreción del *General Partner* se puede realizar la distribución de las utilidades, pero los inversionistas no pueden decidir retirarse antes del término de la vida del fondo. Asimismo se tiene capital comprometido con el fondo por un periodo que teóricamente es de los 10 años, pero que en la práctica es entre 3 y 5 años.

Los fondos de cobertura son mucho más líquidos en comparación. Su estrategia de inversión es a un plazo mucho más corto y aprovechan las oportunidades del mercado por lo que su permanencia en una inversión es menor, dando oportunidad a retiros a un plazo relativamente corto. Sin embargo hay fondos que tienen cláusulas en las que comprometen al inversionista a dejar su dinero en inversión por un periodo de 1 o 2 años, que de cualquier modo es mucho menos a los 10 años del Capital Privado⁸⁶.

5.5.5 Contribuciones de capital

Los fondos de Capital Privado dan un tiempo para la inversión del capital, en lo que se encuentran las compañías que compondrán el fondo, y no se permite la entrada a nuevos inversionistas una vez que ha comenzado el fondo. Por su parte los fondos de cobertura requieren del 100% del capital desde un inicio y después de cada operación reinvierten el total del capital acumulado, a menos que el inversionista haga un retiro⁸⁷.

⁸⁵ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds 25 – 42.

⁸⁶ Ibid.

⁸⁷ Ibid.

5.5.6 Compensación por desempeño

Los fondos de Capital Privado al tener un tiempo de vida determinado y solo presentar sus utilidades hasta el término de este periodo se ven obligados a hacer una serie de provisiones para los empleados si no trabajaron durante toda la vida del fondo, con el objetivo de tratar justamente a todos los empleados. Los fondos de cobertura por otra parte pagan de forma anual a sus empleados los incentivos de desempeño, sobre ganancias realizadas y sobre ganancias no realizadas, la percepción general a este respecto es que los fondos de cobertura están más preocupados por los incentivos que por su actuación en las transacciones.

Podemos ver que a rendimientos iguales el fondo de cobertura pagará incentivos más altos a sus funcionarios que el fondo de Capital Privado. Sin embargo en la industria del Capital Privado los márgenes de utilidad suelen ser más altos, aunque los periodos también son más largos.

En el pago de las comisiones también existen diferencias ya que los fondos de Capital Privado por definición manejan activos que no están en el mercado abierto y por lo tanto su valuación es muy subjetiva, la creación de valor que crean en las empresas no se ve materializada hasta la venta de los activos, por lo tanto basan su pago de comisiones en el capital aportado. Por su parte los fondos de cobertura tienen perfectamente valuados sus activos y por lo tanto se basan en el valor neto de sus activos⁸⁸.

5.5.7 Salidas

Las salidas de las inversiones son un gran tema en la industria del Capital Privado ya que representa una gran barrera y a la vez una gran oportunidad, el principal problema es encontrar un comprador para esos activos en los que el fondo ha generado valor. Para los fondos de cobertura este no representa un gran tema ya que su salida de las inversiones es rápida y simple.

Las diferencias entre los fondos de cobertura y los fondos de Capital Privado parecen muy evidentes, inclusive existe cierta rivalidad entre los administradores de unos contra los de otros debido a sus diferencias en la filosofía de inversión. Sin embargo existen fondos en los que se ocupa una combinación de Capital Privado y cobertura, al mismo tiempo existen firmas que tienen fondos de Capital Privado y abren también fondos de cobertura. Algunos expertos creen que la convergencia entre ambos es inevitable⁸⁹.

⁸⁸ Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds Pg 25 – 42.

⁸⁹ Ibid.

5.6 Resumen

Los fondos de Capital Privado llegan a México desde los 80s aunque sin el éxito que se esperaba ya que su figura aquí, llamada SINCA, no tenía las mismas características que los fondos en otros países. Las SINCA no dan incentivos a los administradores por los resultados que tiene la sociedad y no se tienen una vida predeterminada por lo que no están motivados a dar resultados al término de un periodo.

Los fondos extranjeros de Capital Privado también entraron al país buscando nuevos mercados, y aunque lograron más inversiones que las SINCA, su modo de operación a distancia resultó en ciertas complicaciones de falta de entendimiento del mercado local. Posteriormente los fondos que decidieron continuar con inversiones en el país asignaron representantes locales para sus fondos.

Los fondos han tenido la problemática de la falta de transparencia fiscal, tanto las SINCA como los fondos extranjeros ya que el inversionista está sujeto a un doble pago de impuestos. Esto pone en una notable desventaja a los fondos en México frente a opciones en otros países. La forma que se tiene para evitar esta doble tributación es crear el fondo en Canadá y operarlo en México.

Los inversionistas ideales para este tipo de fondos son los fondos de pensiones, ya que siempre están buscando oportunidades de inversión y sus compromisos son a largo plazo. Sin embargo en México no se les permite estas inversiones por el nivel de riesgo que representan. Otro impedimento para los fondos de Capital Privado es la falta de alternativas de salida de las inversiones, esto se debe al reducido tamaño de la bolsa de valores.

Un impedimento para los inversionistas es el efecto de la "curva J", se le conoce así al efecto de pérdida de valor durante los primeros años de vida de los fondos de Capital Privado, que al ser graficados forman una "J". Este efecto se debe a que los rendimientos del fondo solo pueden ser realizados en el largo plazo, pero las comisiones del administrador de fondos son cobradas desde el inicio. Esto aparte de complicar saber durante los primeros años si las inversiones darán buenos resultados, también desincentiva a nuevos inversionistas acostumbrados a ver rendimientos en el corto plazo.

Capítulo 6: Análisis del desempeño del Capital Privado

Históricamente el Capital Privado ha representado una fuente de inversiones atractivas para el mercado. Entre 1990 y 1994 se tiene una mediana de alrededor del 200%, lo que quiere decir que en algunos casos los inversionistas duplicaron su dinero. De 1995 a 1997 la misma medida fue de alrededor de 150%. En 1998 se tuvo los peores números de toda la década con retornos del 120%.

Los datos sobre años más recientes son más complicados de analizar ya que los fondos no han madurado del todo y por tanto no se tiene la certeza de los rendimientos que podrían generar. Mientras mas cercanos son los datos esta incertidumbre se incrementa ya que de fondos creados en años recientes no se han siquiera pagado el total de los recursos comprometidos, y los administradores de fondos han tenido poco tiempo para agregar valor a las compañías en las que ya han realizados inversiones. Años como 2002 ya presenta un rendimiento de un 5% sobre la inversión, sin embargo aún se tienen activos que no han sido realizados, por lo que los rendimientos podrían llegar a ser hasta de un 70%⁹⁰.

Dentro del total de las inversiones de Capital Privado podemos analizar de forma histórica la participación de mercado que tiene cada subclasificación para conocer su importancia relativa:

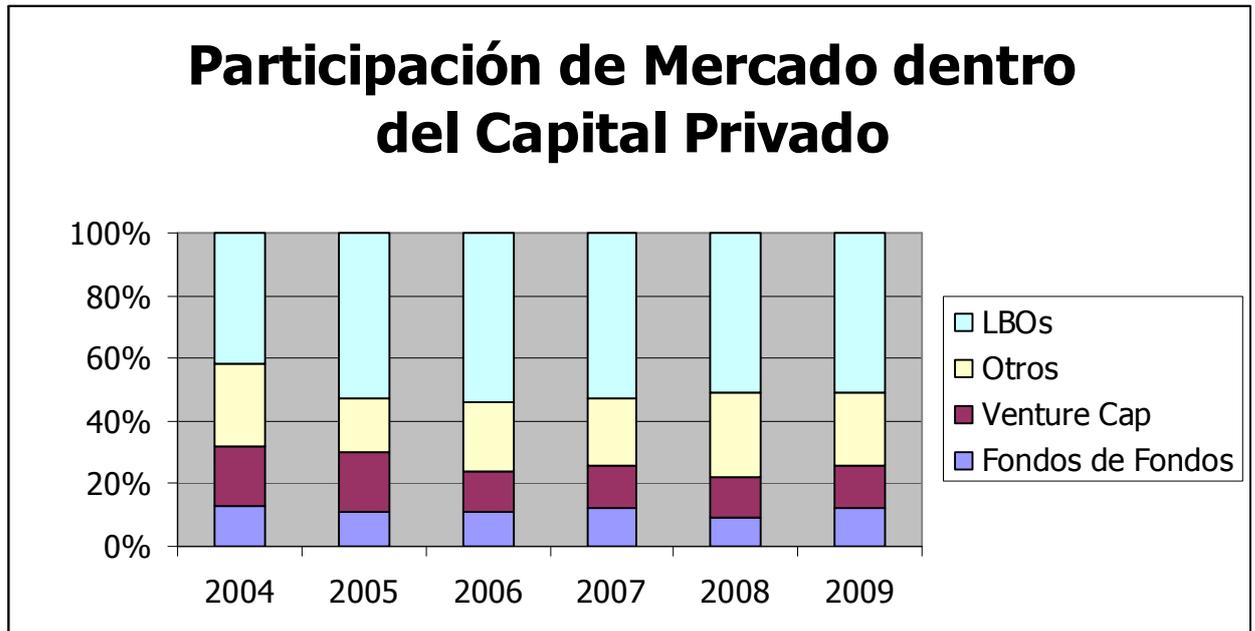
Tabla 6.1 – Participación en Capital Privado por tipo de fondo

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fondos de Fondos	13%	11%	11%	12%	9%	12%
Venture Cap	19%	19%	13%	14%	13%	14%
Otros	26%	17%	22%	21%	27%	23%
LBOs	42%	53%	54%	53%	51%	51%

Cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010

⁹⁰ Preqin Ltd, 2010, 2010 Preqin Global Private Equity Report, Londres

Figura 6.1 – Participación en Capital Privado por tipo de fondo



Cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010

Los fondos de LBOs representan una parte importante dentro del desempeño de la industria del Capital Privado debido a su amplia participación de mercado, especialmente desde la aparición de los mega fondos. Los fondos de LBOs son separados para su análisis de acuerdo a su tamaño, de estos los Mega fondos son los que tienen una mayor influencia sobre el desempeño debido a su tamaño, y desgraciadamente estos fondos son los más susceptibles de ser influenciados por las tendencias del mercado y las caídas de la bolsa. Entre 2000 y 2003 los Mega fondos de LBOs tenían retornos de entre 20% y 30% mientras que estos mismos para 2005 y 2006 bajaron sus rendimientos a -3% y -19%. Sin embargo los fondos de menor tamaño se mantuvieron de forma consistente con retornos de entre el 10% y el 20% sobre la inversión.

Las inversiones de Capital Emprendedor implican un trabajo extensivo en la toma de decisiones acerca de inversiones que puedan ser rentables. A inicios de los años 90s se tenían retornos sobre la inversión muy atractivos, sin embargo desde la caída de las empresas .com no se ha logrado replicar el éxito anterior. A pesar de ello su participación continúa siendo la segunda más importante de la industria.

Mientras que los fondos de capital de forma general se ven afectados por la caída económica que se ha vivido, también esta misma genera oportunidades de inversión. Los fondos de "Distressed Private Equity" se han visto afectados, pero de forma positiva, teniendo una amplia gama de empresas entre las cuales invertir debido a la recesión. Este tipo de fondos han tenido

retornos sobre la inversión de entre 10 y 15%, pero entregando en 2002 un 30%. Los mejores fondos de este tipo han dado excelentes rendimientos llegando en 2002 hasta 47%, mismo año en que los fondos del cuartil mas bajo alcanzaron rendimientos de alrededor de 17%. Aunque estos fondos del cuartil mas bajo han dado resultados negativos en 1998, 2005 y 2006.

Durante los últimos años los fondos de deuda *Mezzanine* se han ido volviendo populares y dando retornos sobre la inversión estables de entre el 10% y el 12%. El mejor año que han tenido en la última década fue 2001, en el que se tuvieron retornos cercanos al 20%. Sin embargo aun los peores fondos en sus peores años han dado retornos de entre el 5 y el 10%.

Los administradores de Fondos de fondos deben estar preocupados por realizar las inversiones en los mejores fondos, según las estadísticas han logrado colocar sus recursos un 23% en el mejor cuartil, 33% en el segundo, 26% en el tercero y 18% en el peor cuartil. Sin embargo existen fuertes diferencias entre los mejores y los peores rendimientos entre los fondos de fondos. La participación de estos creció de forma importante de 2008 a 2009 ya que los inversionistas buscan la seguridad que la diversificación ofrece⁹¹.

Resulta importante para los inversionistas analizar la consistencia de los retornos generados por los fondos para lo cual se separa la información por cuartiles y se compara el desempeño de los fondos predecesores y los nuevos fondos:

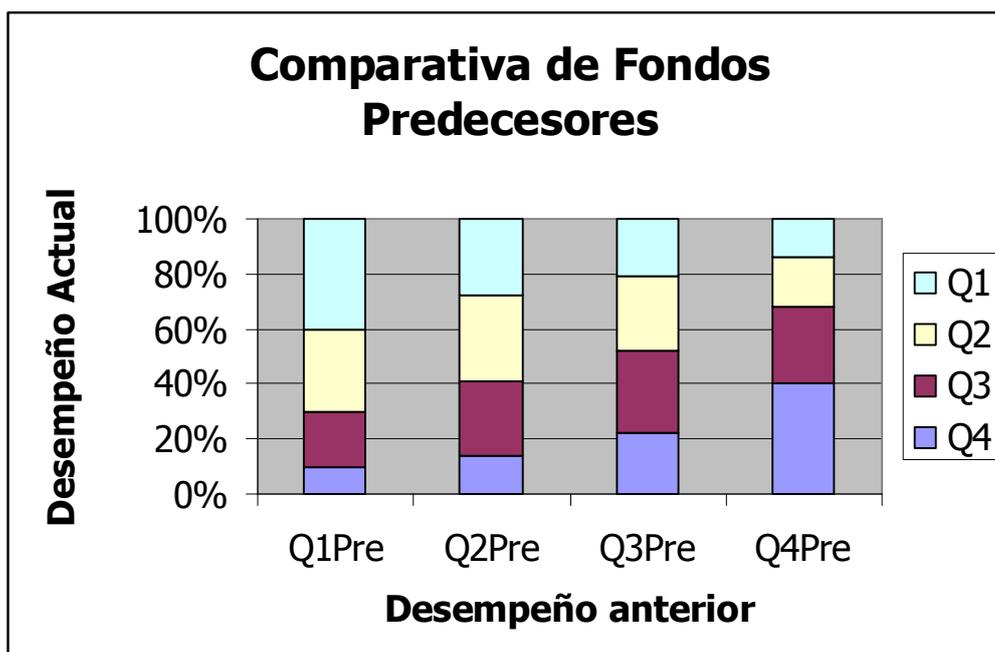
Tabla 6.2 – Probabilidad de reincidencia en resultados

	Q1Pre	Q2Pre	Q3Pre	Q4Pre
Q4	10%	14%	22%	40%
Q3	20%	27%	30%	28%
Q2	30%	31%	27%	18%
Q1	40%	28%	21%	14%

Cifras obtenidas de: Prequin Global Private Equity Report 2010

⁹¹ Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

Figura 6.2 – Probabilidad de reincidencia en resultados



Cifras obtenidas de: Prequin Global Private Equity Report 2010

La participación en el mercado de los fondos no nos dice nada sobre su popularidad, ya que no depende del número de fondos ni de los retornos entregados, sino de su tamaño en montos de inversión. La comparativa del desempeño contra el desempeño anterior nos muestra la importancia de revisar el historial de fondos de un *General Partner* antes de realizar las inversiones para tener una mejor probabilidad de tener un fondo con un buen desempeño.

6.1 LBOs dentro del Capital Privado

Los fondos de LBOs en particular han generado retornos sobre inversión muy atractivos sobre todo analizando en un horizonte a 5 años, con un retorno de 24%. Sin embargo analizando su desempeño a un plazo de un año es también el que ha dado peores resultados, con un retorno de -28%. Aquí también podemos apreciar una correlación importante entre el desempeño total del Capital Privado y los fondos de LBOs debido al tamaño de estos últimos en relación al total de activos invertidos en la industria, aunque se comporta con mayor volatilidad, dando un retorno mas alto que el total del Capital Privado en lo años buenos y resultados más bajos en años complicados⁹².

6.2 Fondos de pensiones

Algunos de los inversionistas mas importantes en la industria del Capital Privado son los fondos de pensiones, que con su gran cantidad de liquidez y necesidad por nuevas inversiones para

⁹² Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

sus portafolios se convierten en *Limited Partners* atractivos para los administradores de fondos. Preqin tiene identificados a más de 850 fondos de pensiones que actualmente tienen inversiones en Capital Privado y que ascienden a 437,000 mdd. En promedio un fondo de pensiones invierte el 5.4% de sus activos en Capital Privado, aunque los fondos más grandes llegan hasta el 8.4%⁹³

6.3 Comparación contra los mercados públicos

Existe una correlación entre el desempeño de los índices de mercado y la industria del Capital Privado. Con números a junio de 2009 el Capital Privado estaba dando mejores rendimientos que algunos índices con los que Preqin realizó una comparación, tales como el S&P500. A este índice la ganó en su desempeño en plazos de un año (por 2 pts porcentuales), 3 años (10 pts porcentuales) y cinco años (21 puntos porcentuales). Como se podía esperar, los retornos sobre la inversión llegan a ser negativos tanto para el Capital Privado como con los índices, y presentan variaciones dependiendo del periodo que se analice. Sin embargo consideramos que los resultados más importantes son a plazos largos ya que estas inversiones son, por la naturaleza de operación, poco líquidas.

En la siguiente gráfica (Figura 6.3) podemos ver los retornos anuales de los fondos de Capital Privado. Podemos apreciar como los fondos de Capital Emprendedor tuvieron un gran desempeño durante la década de los 90s, pero desde el año 2000 sufren una fuerte y abrupta caída, desde la cual no han logrado recuperar los niveles de rendimiento anteriores. El comportamiento de estos fondos se explica por las empresas "punto com" que lograron para la industria del Capital Privado grandes rendimientos mientras la burbuja de especulación se formaba, y arrastró a estos fondos a la par de los mercados cuando se dio la caída⁹⁴.

⁹³ Prequin Ltd, 2010, The 2010 Preqin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

⁹⁴ Prequin Ltd, 2010, 2010 Preqin Global Private Equity Report, Londres

Figura 6.3 – Rendimientos: Capital Privado

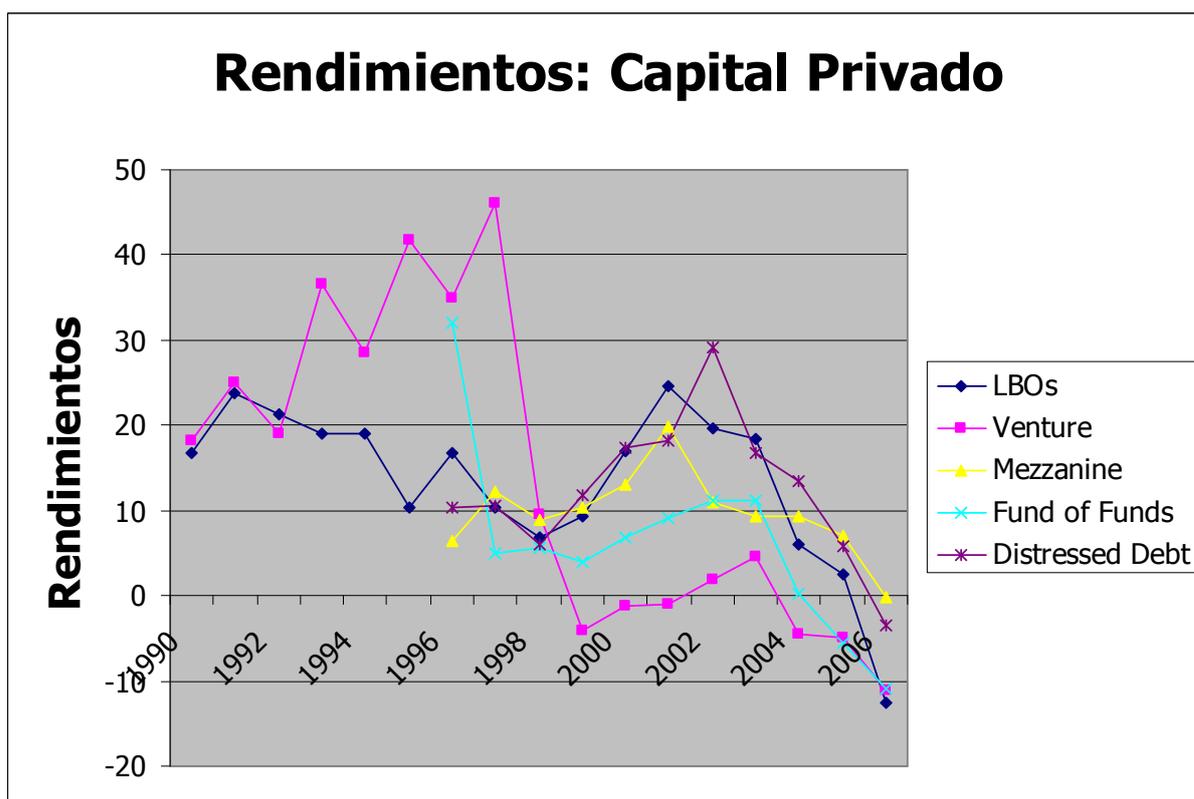


Gráfico elaborado a partir de cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010

A la par del movimiento de los fondos de *Venture Capital*, los Fondos de fondos tuvieron una caída muy similar, aunque no tan pronunciada y también lograron evitar los rendimientos negativos, esto se puede explicar por la proporción de fondos de *Venture Capital* que tienen en su estructura, ya que en los tiempos de grandes ganancias de este tipo de fondos era deseable tenerlos y en años subsecuentes resultaba más deseable tener inversiones en otro tipo de fondos.

Por su parte los fondos de Deuda *Mezzanine* mantienen niveles estables con rendimientos alrededor del 10% o superiores con un perfil de bajo riesgo en las inversiones, aunque se mantiene por debajo de los fondos de LBOs y de *Distressed Debt* de forma consistente, por lo que estas 2 alternativas resultan más atractivas.

A continuación, en la figura 6.4 se presentan otras alternativas de inversión: La fluctuación del tipo de cambio con el dólar americano (USD), los rendimientos del Oro y el IPC. Tomadas como algunas de las alternativas que se tienen para inversión en México. Y posteriormente en la Figura 6.5 el contraste entre las alternativas de la figura 6.4 y algunas de las alternativas de los fondos de Capital Privado, aquellas que presentan mejores rendimientos entre los tipos de fondos presentados en la Figura 6.3

Figura 6.4 – TC, IPC y Oro

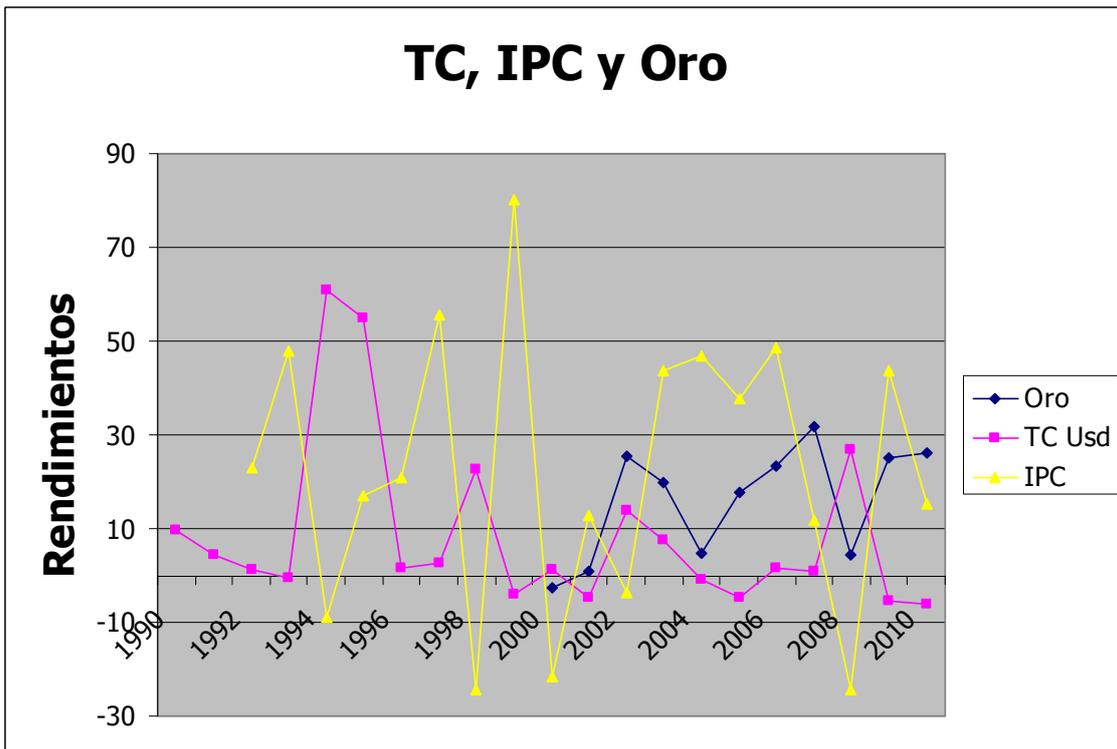


Gráfico elaborado a partir de cifras obtenidas de: 2010, www.kitco.com, www.finance.yahoo.com, www.banxico.org.mx

Figura 6.5 – TC, IPC, Oro y C. Privado

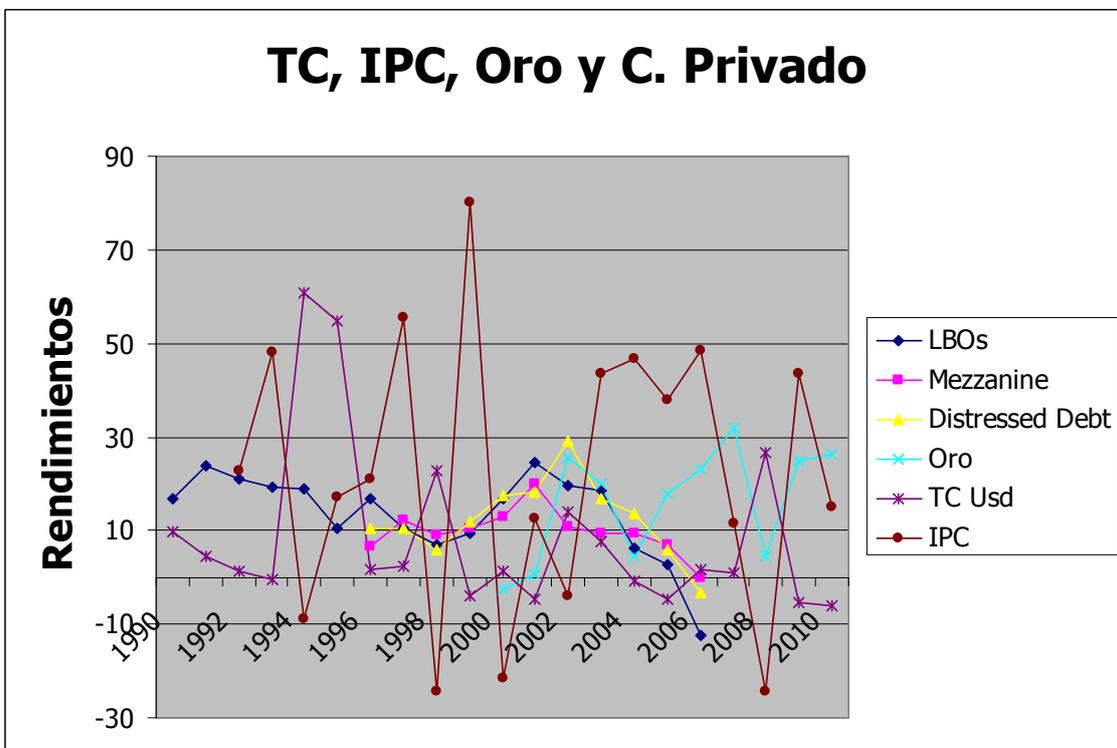


Gráfico elaborado a partir de cifras obtenidas de: *Preqin Global Private Equity Report 2010*, www.kitco.com, www.finance.yahoo.com, www.banxico.org.mx

El IPC representa una alternativa interesante, podemos apreciar que tiene periodos en los que otorga rendimientos superiores a cualquiera de las alternativas presentadas, pero del mismo modo puede tener otros periodos en los que presenta inclusive rendimientos negativos. En el periodo de 1998 a 2002 cambia de rendimientos positivos a negativos de forma constante, y de forma general vemos que tiene una alta volatilidad.

El oro representa también una alternativa atractiva, sin embargo fue hasta esta década en la que comenzó a dar rendimientos anuales positivos de forma consistente, aunque tiene la ventaja de ser el tipo de activos que tienen un valor intrínseco. De forma general se dice que en épocas de crisis económica los capitales se pueden refugiar en él oro, sin embargo en 2009 podemos ver que su rendimiento también se vio afectado, aunque no tanto como el del IPC, al igual que en el año 2000.

El tipo de cambio presenta rendimientos atractivos en los años 1994, 1995, 1998 y 2008, sin embargo no se ve consistencia en sus resultados, entre los 2 últimos periodos en los que se tuvieron rendimientos notables existe una diferencia de 10 años. Por otra parte, para el futuro no se espera que existan grandes variaciones en el tipo de cambio, por lo que no esperaríamos ver una ventana de oportunidad para el futuro en este rubro.

De estas alternativas de inversión además de ser el IPC la más atractiva también es la que más se asemeja a los fondos de Capital Privado, por el horizonte de inversión que debe de ser a largo plazo. Sin embargo las cifras presentadas en la industria del Capital Privado están dolarizadas ya que una gran parte de las operaciones se desarrollan en Estados Unidos y tanto por *General Partners* como *Limited Partners* residentes en este país. Por lo que otra alternativa de comparación serían índices accionarios tales como el S&P500 y el NYSE.

La tabla 6.3 presenta los Datos utilizados para la figura 6.3, 6.4 y 6.5, dentro de los datos que se tienen disponibles no se tiene la información relativa a la industria del Capital Privado desde 2007 hasta 2010 en cualquiera de sus vertientes ya que los fondos de estos años aun no tienen información disponible para presentar ya que están en etapa de levantamiento de capital o de inversión.

Tabla 6.3 – Comparativa de retornos sobre la inversión

Año	LBOs	Venture	Mezzanine	Fund of Funds	Distressed Debt	Oro	TC Usd	IPC
2010						26.28	-6.17	15.10
2009						25.04	-5.54	43.52
2008						4.32	26.72	-24.23
2007						31.92	0.96	11.68
2006	-12.50	-11.10	-0.20	-10.90	-3.40	23.20	1.67	48.56
2005	2.60	-5.00	7.00	-5.60	5.90	17.77	-4.62	37.81
2004	6.10	-4.50	9.30	0.30	13.50	4.65	-0.78	46.87
2003	18.50	4.60	9.40	11.20	16.70	19.89	7.64	43.55
2002	19.70	1.80	10.90	11.10	29.10	25.57	13.85	-3.85
2001	24.50	-0.90	19.80	9.20	18.30	0.75	-4.58	12.74
2000	16.90	-1.30	13.10	6.90	17.40	-2.69	1.17	-21.43
1999	9.40	-4.00	10.40	4.00	11.90		-4.02	80.06
1998	6.90	9.60	8.90	5.70	6.00		22.66	-24.28
1997	10.40	46.00	12.20	4.90	10.50		2.51	55.59
1996	16.70	34.90	6.50	32.00	10.30		1.69	20.96
1995	10.30	41.70					54.95	17.09
1994	19.00	28.50					60.76	-8.84
1993	19.10	36.50					-0.44	47.95
1992	21.20	19.00					1.39	22.91
1991	23.80	25.10					4.54	
1990	16.80	18.10					9.60	

Cifras obtenidas de: *Preqin Global Private Equity Report 2010*, www.kitco.com, www.finance.yahoo.com, www.banxico.org.mx

La siguiente tabla resume el desempeño de algunos de los instrumentos gubernamentales mexicanos más utilizados y su comparación con el desempeño de la industria del Capital Privado. Podemos apreciar que los instrumentos gubernamentales tenían rendimientos mucho más elevados hace una década, pero en años recientes se han estabilizado en rendimientos más bajos.

Tabla 6.4 – Comparativa de retornos, bonos gubernamentales

Año	CT28	CT364	Udi10	Udi30	M10	M30	TIIE28
2010	4.49	4.94	2.80	3.74	7.21	8.11	5.02
2009	5.56	5.98	3.91	4.49	8.26	9.05	6.10
2008	7.96	8.38	4.11	4.29	8.59	8.71	8.60
2007	7.43	7.85	3.69	3.67	8.07	8.11	7.93
2006	7.43	7.76	4.25	4.50	8.72	8.08	7.77
2005	9.60	9.67	5.03		9.83		10.05
2004	7.03	8.01	4.86		9.98		7.38
2003	6.40	7.61	4.65		9.36		7.05
2002	7.32	8.87	5.63		10.61		8.48
2001	11.90	14.66	6.88		11.40		13.21
2000	16.35	18.31	6.97				

Cifras obtenidas de: www.banxico.org.mx

Podríamos esperar que estos rendimientos se mantengan estables en las siguientes décadas en niveles no muy alejados al 6.1% ya que es la tasa de la emisión de Bonos centenarios que realizó el gobierno federal, la cual será una pauta para las siguientes emisiones que se realicen. En este caso los rendimientos entregados por el Capital Privado son superiores a los rendimientos de los bonos, los cuales difícilmente llegan a cruzar la barrera del 10% en rendimientos.

En la figura 6.6 se grafican estos datos y podemos ver que en los años más recientes de los que se tiene información disponible, la muestra del Capital Privado se encuentra por debajo de los rendimientos de los bonos gubernamentales, esto es porque los activos de los fondos aun no han sido realizados y el rendimiento presentado corresponde solo a ingresos y gastos efectivamente realizados, por tanto aun se espera que este rendimiento se incremente cuando los fondos terminen la labor de venta de sus activos y presenten la totalidad de sus ingresos.

Existen 2 consideraciones importantes dentro de los bonos gubernamentales mexicanos, en primera instancia todos los rendimientos son denominados en pesos o unidades de inversión, por lo que sería necesario reducir los rendimientos dolarizándolos para hacerlos comparables con los rendimientos del Capital Privado que ya están considerados en USD.

Por otra parte es importante notar que estos instrumentos pagan cupones a diferentes plazos, estos cupones deben de ser reinvertidos a una tasa que puede ser diferente a la de la inversión que estamos tomando en cuenta. De este modo si se analiza la TIR de la inversión se pueden tener diferencias importantes dependiendo de la tasa de reinversión a la que se considere para el análisis. Con todas las otras formas de inversión que se están considerando no se tiene esta problemática ya que los rendimientos obtenidos continúan reinvirtiéndose hasta el término de la operación.

Figura 6.6 – Comparativa de retornos, Bonos Gubernamentales

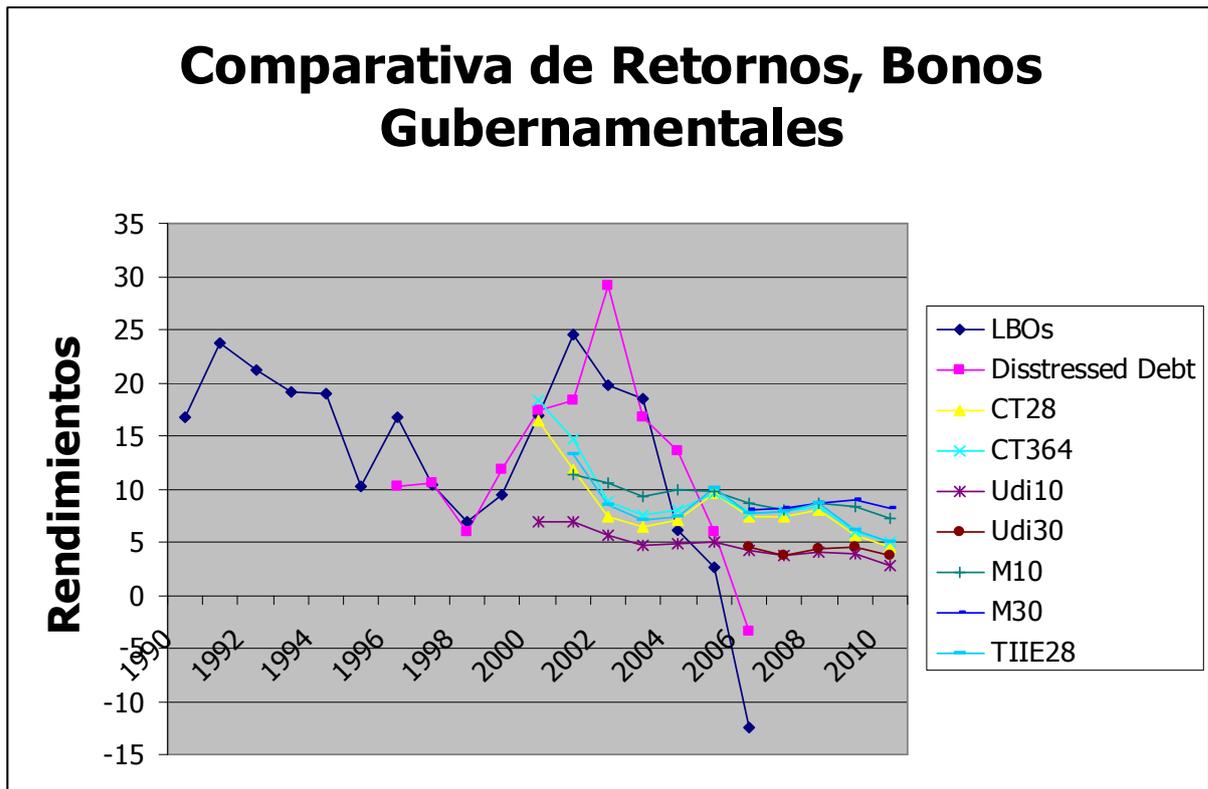


Gráfico elaborado a partir de cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.banxico.org.mx

En la Figura 6.7 se presenta otra de las alternativas de inversión, índices accionarios, presentando los más representativos de Estados Unidos y México. Estos son: IPC, S&P500, NASDAQ y NYSE.

El IPC podemos ver que tiene valores menos elevados ya que algunos de sus mejores resultados se dieron en años en los que el tipo de cambio no fue favorable. Esto también puede representar una pérdida de poder adquisitivo tomando en cuenta que el Dólar es una referencia para nuestra economía.

Dentro de los índices de Estados Unidos el S&P500 es el que se mantiene de forma más estable a lo largo del tiempo, sin embargo sus rendimientos son en casi todos sus periodos inferiores a los del IPC y también menos consistentes que los del Capital Privado, aunque en periodos pueda presentar rendimientos más atractivos.

Figura 6.7 – Retornos sobre inversión - Índices

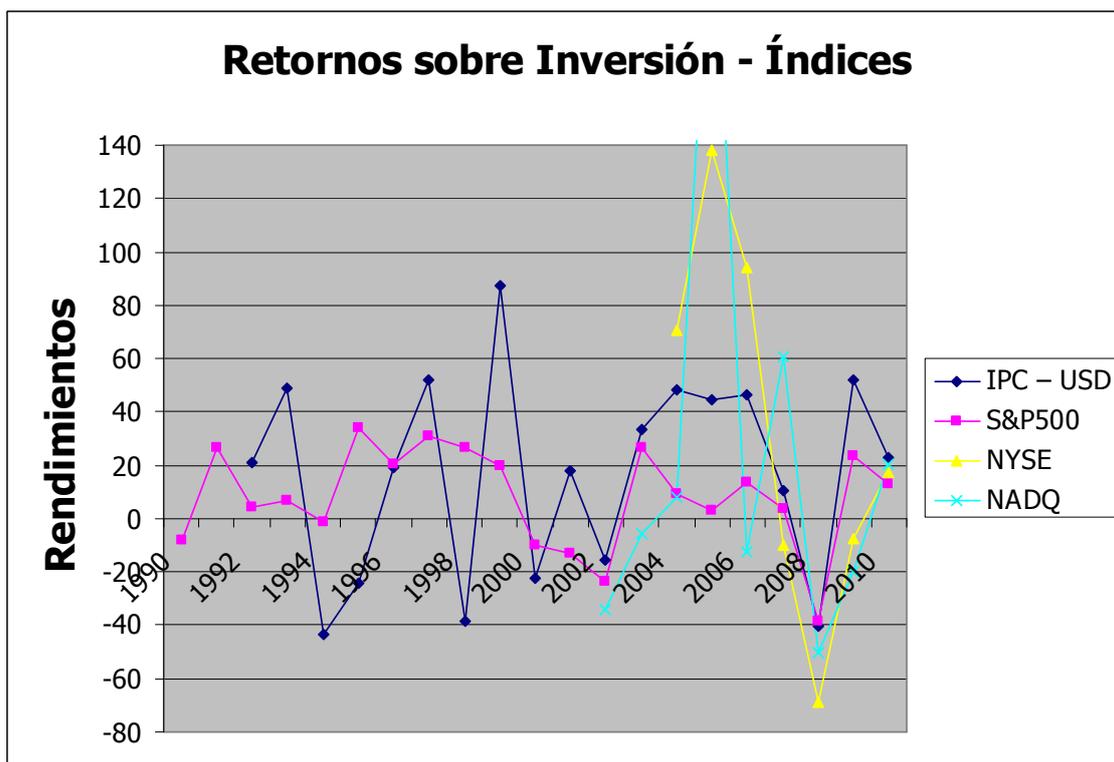


Gráfico elaborado a partir de cifras obtenidas de: www.finance.yahoo.com

En la figura 6.8 se realiza la comparativa de algunos de las formas de Capital Privado contra otros índices denominados en dólares (USD) así como con el IPC con el efecto del tipo de cambio, para así volverlo comparable con el resto de las series históricas. Para lograr este efecto se esta sumando o restando, según sea el caso, el rendimiento por tipo de cambio del Dólar americano (USD) a los rendimientos reportados del IPC.

En la Figura 6.8 no se alcanza a apreciar uno de los datos, que es el rendimiento del NASDAQ en 2005, que fue un rendimiento del 244.9% en este mismo año el NYSE dio su rendimiento más alto, con 138.44% estos datos también se presentan en la tabla 6.5. Estos datos son los más elevados, sin embargo esto se debe a la alta volatilidad de estos índices que también presentan rendimientos negativos inferiores al -50%.

Figura 6.8 – Comparativa de retornos, Índices Accionarios

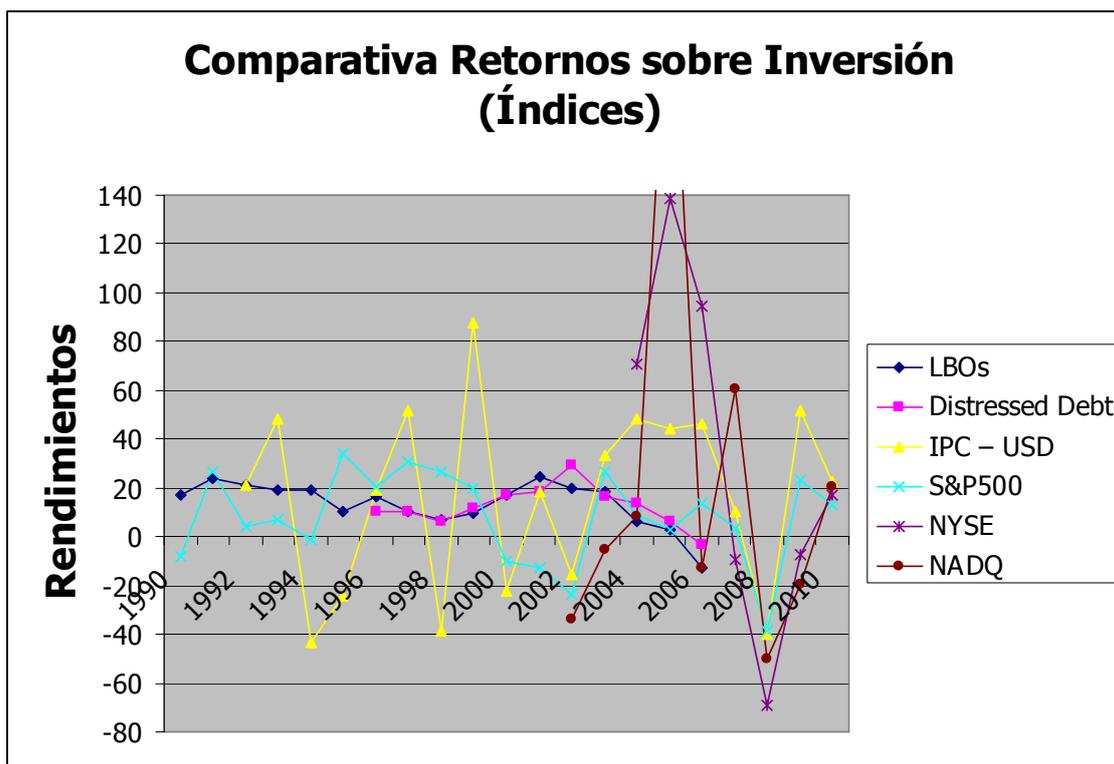


Gráfico elaborado a partir de cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

Tabla 6.5 – Comparativa de retornos, Índices Accionarios

Año	LBOs	Venture	Mezzanine	Fund of Funds	Distressed Debt	IPC – USD	S&P500	NYSE	NADQ
2010						22.67	12.89	17.35	20.18
2009						51.94	23.45	-7.60	-19.79
2008						-40.21	-38.49	-68.80	-50.07
2007						10.61	3.53	-9.70	60.73
2006	-12.50	-11.10	-0.20	-10.90	-3.40	46.13	13.62	94.40	-12.48
2005	2.60	-5.00	7.00	-5.60	5.90	44.49	3.00	138.44	244.90
2004	6.10	-4.50	9.30	0.30	13.50	48.03	8.99	70.49	7.94
2003	18.50	4.60	9.40	11.20	16.70	33.35	26.38		-5.50
2002	19.70	1.80	10.90	11.10	29.10	-15.54	-23.37		-33.91
2001	24.50	-0.90	19.80	9.20	18.30	18.15	-13.04		
2000	16.90	-1.30	13.10	6.90	17.40	-22.34	-10.14		
1999	9.40	-4.00	10.40	4.00	11.90	87.60	19.53		
1998	6.90	9.60	8.90	5.70	6.00	-38.27	26.67		
1997	10.40	46.00	12.20	4.90	10.50	51.78	31.01		
1996	16.70	34.90	6.50	32.00	10.30	18.96	20.26		
1995	10.30	41.70				-24.43	34.11		
1994	19.00	28.50				-43.29	-1.54		
1993	19.10	36.50				48.61	7.06		
1992	21.20	19.00				21.22	4.46		
1991	23.80	25.10					26.31		
1990	16.80	18.10					-8.19		

Cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

Tomando horizontes de inversión a varios años podemos tratar de reproducir el efecto de mantener una inversión en un instrumento por un tiempo determinado para analizar el retorno que hubiera recibido el inversionista. Los datos que presentamos son la tasa anualizada equivalente a que se invertiría en el año determinado para cada instrumento.

Figura 6.9 – Comparativa de retornos, Horizonte a 3 años

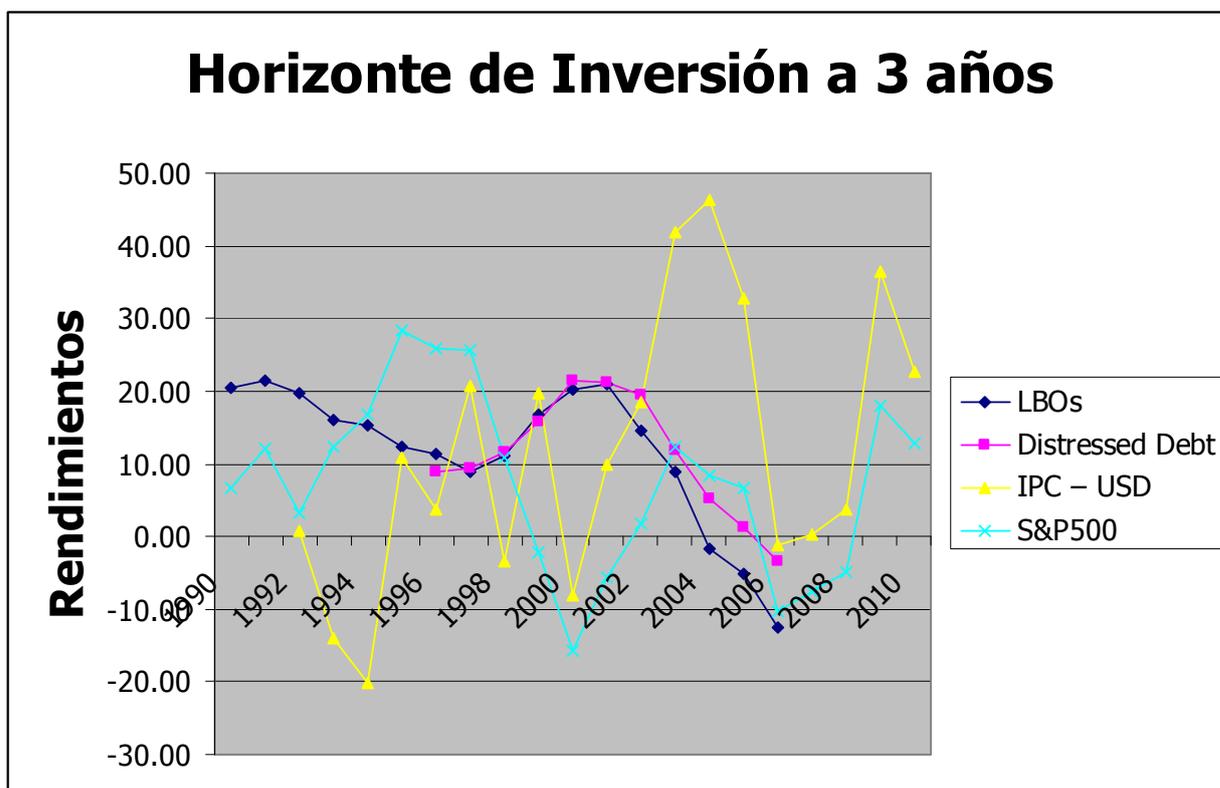


Gráfico elaborado a partir de cálculos basados en cifras obtenidas de: *Preqin Global Private Equity Report 2010*, y www.finance.yahoo.com

La figura 6.9 grafica el desempeño de los fondos de LBOs y *Distressed Debt* así como el comportamiento del IPC dolarizado y el S&P500 a una tasa equivalente de inversión a 3 años. Tanto las inversiones en bolsa de valores como en fondos de Capital Privado son a largo plazo, lo que las hace aun más comparables.

Los resultados del IPC son los más volátiles, representando tanto el punto más alto como el más bajo de la grafica, se tienen periodos en los que podría resultar muy atractiva la inversión en este índice, como son los años de 2003 a 2005, sin embargo también existen periodos en los que hubiera representado una fuerte pérdida entrar en una inversión, como 1994 y 2000. Inclusive el periodo de 2006 a 2008, inmediatamente después de su mejor periodo, representa una serie de retornos poco atractivos.

El cálculo de estos índices así como del NYSE y el NASDAQ, junto con el resto de las alternativas de fondos de Capital Privado, se presentan en la tabla 6.6

Tabla 6.6 – Comparativa de retornos, Horizonte a 3 años

Año	LBOs	Venture	Mezzanine	Fund of Funds	Distressed Debt	IPC – USD	S&P500	NYSE	NADQ
2010						22.67	12.89	17.35	20.18
2009						36.52	18.05	4.13	-1.82
2008						3.68	-5.00	-30.32	-21.63
2007						0.16	-7.70	-36.15	-13.66
2006	-12.50	-11.10	-0.20	-10.90	-3.40	-1.13	-10.22	-18.19	-11.11
2005	-5.25	-8.10	3.34	-8.29	1.14	32.68	6.61	61.16	69.29
2004	-1.61	-6.92	5.29	-5.51	5.10	46.21	8.45	99.18	48.25
2003	8.86	-1.73	8.56	1.73	11.94	41.82	12.37		52.09
2002	14.60	0.56	9.86	7.41	19.58	18.58	1.82		-12.32
2001	20.87	1.81	13.28	10.50	21.24	9.99	-5.56		
2000	20.33	-0.14	14.54	9.05	21.49	-8.15	-15.71		
1999	16.77	-2.08	14.37	6.68	15.83	19.8459	-2.25		
1998	10.99	1.27	10.79	5.53	11.67	-3.4744	10.81		
1997	8.89	15.38	10.49	4.86	9.44	20.6837	25.64		
1996	11.26	29.24	9.18	13.54	8.91	3.68065	25.90		
1995	12.43	40.79				10.9105	28.32		
1994	15.27	34.93				-20.117	16.67		
1993	16.06	35.46				-13.966	12.23		
1992	19.76	27.80				0.71168	3.26		
1991	21.35	26.66					12.20		
1990	20.57	20.69					6.60		

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

De los índices NYSE y NASDAQ desafortunadamente no tienen un histórico suficientemente amplio para hacer una comparación precisa, presentan rendimientos muy grandes en sus primeros periodos para después experimentar una dramática caída. La comparativa con estos datos nos da poca información ya que únicamente coinciden con los datos de Capital Privado en unos cuantos años.

Los datos de los fondos de 2003 a 2006 aun no son representativos del desempeño que pueden tener estos fondos ya que aun tienen una cantidad importante de activos sin realizar, y para efectos de esta comparativa se consideran únicamente las utilidades efectivamente realizadas por las ventas de los activos del fondo ya que la valuación de los activos remanentes puede ser subjetiva. En los próximos años estas cifras se elevarán dependiendo de la realización de los activos y el cierre de los fondos. Es importante notar que mientras más recientes son los datos es mayor la proporción de activos sin realizar, así como podemos ver que más bajo es el rendimiento que presentan a esta fecha.

Figura 6.10 – Comparativa de retornos, Horizonte a 5 años

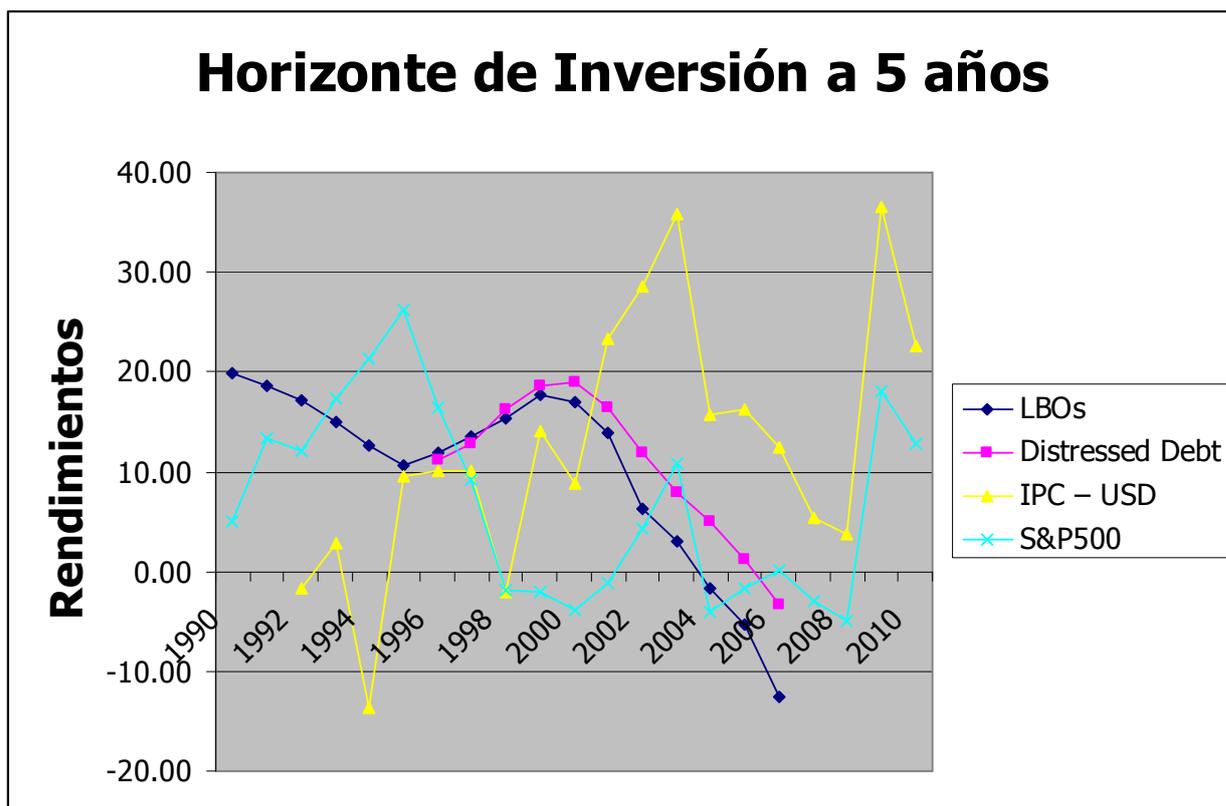


Gráfico elaborado a partir de cálculos basados en cifras obtenidas de: *Prequin Global Private Equity Report 2010*, y *www.finance.yahoo.com*

Con un horizonte de inversión más amplio los retornos resultan menos volátiles, aunque el IPC tiene retornos elevados en años recientes, durante la década pasada se mantuvo por debajo de los rendimientos de algunos instrumentos de Capital Privado.

Para los fondos de Capital Privado podemos ver que su tendencia es a mantenerse entre retornos del 10% y 20%, y esta tendencia se ve distorsionada por la influencia de los periodos ya mencionados en que los fondos aún no tienen un resultado definitivo sobre su desempeño.

En la tabla 6.7 podemos ver que los fondos de Capital Emprendedor a pesar de tener un buen record en los 90s ya no son una opción y podemos ver como sus rendimientos desde antes del año 2000 han decaído sin esperanza a que vuelvan a dar rendimientos competitivos. Si bien puede resurgir un auge de este tipo de fondos, aún no se ven señales de que pueda suceder.

Los fondos de deuda *Mezzanine* se mantienen, sin subidas extraordinarias, en un buen nivel por encima del 10% de rendimiento anual, mostrándose como una alternativa de inversión menos ambiciosa y menos arriesgada dentro del Capital Privado. Mientras que los fondos de LBOs y de *Distressed debt* se mantienen como las mejores opciones dentro del Capital Privado.

Tabla 6.7 – Comparativa de retornos, Horizonte a 5 años

Año	LBOs	Venture	Mezzanine	Fund of Funds	Distressed Debt	IPC – USD	S&P500
2010						22.67	12.89
2009						36.52	18.05
2008						3.68	-5.00
2007						5.37	-2.94
2006	-12.50	-11.10	-0.20	-10.90	-3.40	12.49	0.17
2005	-5.25	-8.10	3.34	-8.29	1.14	16.24	-1.65
2004	-1.61	-6.92	5.29	-5.51	5.10	15.63	-4.07
2003	3.07	-4.16	6.30	-1.58	7.89	35.75	10.79
2002	6.20	-3.00	7.21	0.83	11.83	28.62	4.32
2001	13.96	-0.87	11.19	5.02	16.46	23.27	-1.12
2000	16.98	-0.11	12.43	7.66	18.89	8.87	-3.78
1999	17.70	0.00	12.66	8.45	18.55	14.157	-1.99
1998	15.30	0.94	12.56	7.35	16.29	-2.1408	-1.94
1997	13.45	8.48	12.82	6.12	12.73	10.0311	9.16
1996	11.99	15.39	10.19	10.23	11.16	10.1801	16.47
1995	10.69	24.04				9.5802	26.18
1994	12.57	31.49				-13.739	21.39
1993	15.03	37.39				2.82984	17.37
1992	17.20	31.88				-1.6915	12.17
1991	18.59	29.91					13.28
1990	19.96	25.26					5.01

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

Figura 6.11 – Comparativa de retornos, Horizonte a 10 años

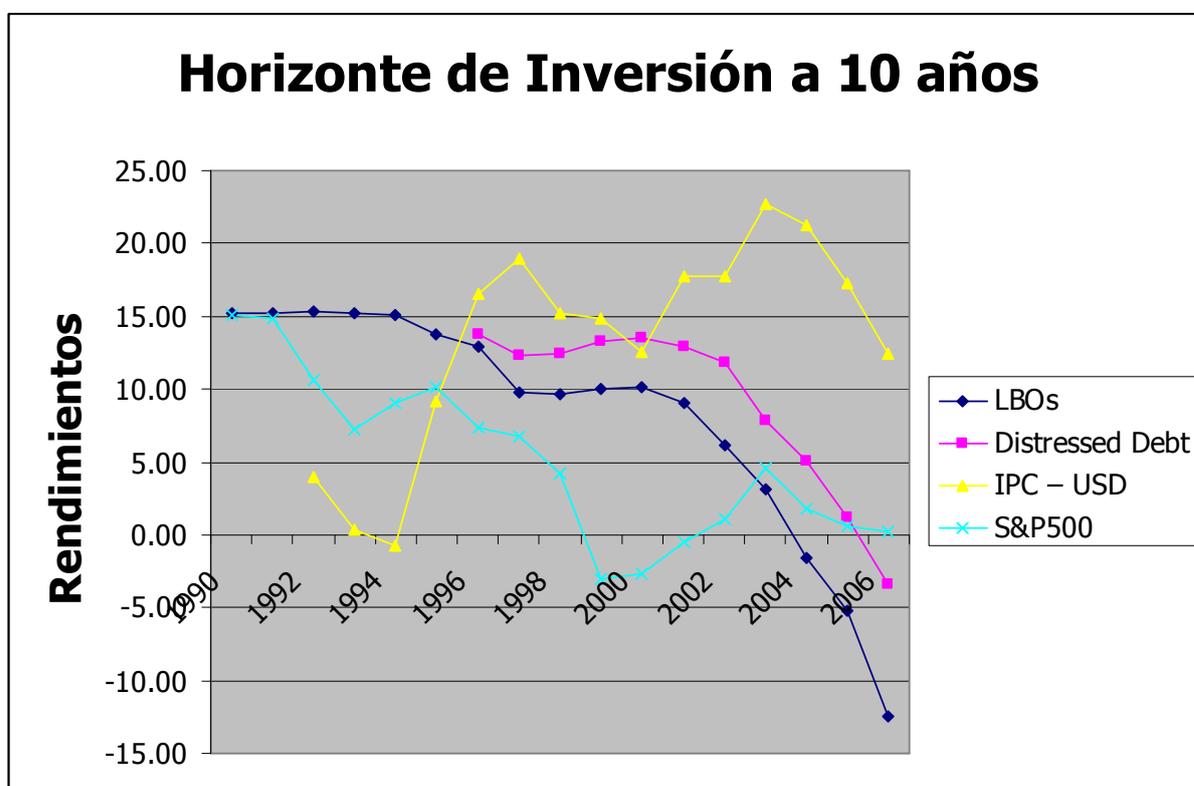


Gráfico elaborado a partir de cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

La Figura 6.11 nos muestra un horizonte de inversión de 10 años. El IPC muestra los mejores resultados en los últimos periodos, sin embargo tiene rendimientos negativos en 1994, por lo que si una persona hubiera invertido en esa fecha en IPC, 10 años después seguiría sin siquiera haber recuperado su monto inicial.

Por su parte el S&P500 tiene rendimientos inferiores al Capital Privado a lo largo de toda la figura 6.11 hasta que estos rendimientos llegan a los años en que los activos de los fondos no han sido realizados. Comparado con el IPC, este índice no ha presentado resultados superiores desde 1995 donde los rendimientos de ambos son similares.

En la Tabla 6.8 podemos observar que la comparación a un plazo tan largo de las diferentes alternativas de inversión resultan poco favorables para los fondos de Capital emprendedor, que al tomar un espectro tan largo muestra como una caída gradual pero consistente de sus resultados, lo que fue su desplome de finales de los 90s.

Del mismo modo los fondos de fondos, aparecen muy desfavorecidos al asimilar dentro de sus rendimientos los resultados de 2004 a 2006, del mismo modo que se ven afectados todos los resultados de los fondos de Capital Privado.

Tabla 6.8 – Comparativa de retornos, Horizonte a 10 años

Año	LBOs	Venture	Mezzanine	Fund of Funds	Distressed Debt	IPC – USD	S&P500
2010						22.67	12.89
2009						36.52	18.05
2008						3.68	-5.00
2007						5.37	-2.94
2006	-12.50	-11.10	-0.20	-10.90	-3.40	12.49	0.17
2005	-5.25	-8.10	3.34	-8.29	1.14	17.28	0.64
2004	-1.61	-6.92	5.29	-5.51	5.10	21.25	1.79
2003	3.07	-4.16	6.30	-1.58	7.89	22.70	4.58
2002	6.20	-3.00	7.21	0.83	11.83	17.71	1.03
2001	9.05	-2.65	9.21	2.18	12.89	17.76	-0.48
2000	10.14	-2.46	9.76	2.84	13.52	12.49	-2.72
1999	10.05	-2.65	9.84	2.99	13.32	14.8917	-3.03
1998	9.69	-1.36	9.73	3.28	12.48	15.2587	4.23
1997	9.76	2.58	9.98	3.44	12.28	18.9635	6.71
1996	12.97	6.95	10.69	7.59	13.78	16.541	7.32
1995	13.79	11.31				9.22647	10.19
1994	15.11	14.67				-0.7666	9.08
1993	15.16	17.76				0.31372	7.28
1992	15.31	19.61				4.00475	10.66
1991	15.24	22.43					14.86
1990	15.23	24.65					15.11

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

Haciendo una comparación por plazos completos de la información llegamos a los siguientes resultados:

Rendimientos de Fondos *Mezzanine*, Fondos de fondos y *distressed debt* de 1996 a 2006

Tabla 6.9 – Rendimientos 1996 a 2006

Instrumento	Rendimiento
Mezzanine	175.64%
Fund of Funds	85.19%
Distressed Debt	251.23%
IPC	575.34%
S&P500	130.27%

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

En esta comparativa se toman el total de datos disponibles para los mencionados tipos de fondos de Capital Privados contra los mismos periodos de IPC y S&P. Podemos ver que el S&P solamente logra superar el rendimiento de los Fondos de Fondos, mientras que el IPC muestra un rendimiento muy superior al resto de los instrumentos.

Rendimientos de Fondos de Capital Emprendedor y LBOs de 1992 a 2006

Tabla 6.10 – Rendimientos 1992 a 2006

Instrumento	Rendimiento
LBOs	461.36%
Venture	414.87%
IPC	421.30%
S&P500	240.05%

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

Esta comparativa toma un periodo más largo de tiempo por tener más periodos disponibles de información, en el cual los Fondos de LBOs son los que presentan el mejor desempeño, aunque muy cercano al IPC y los fondos de Capital Emprendedor.

Sin embargo en estas mediciones se están considerando periodos en los que los fondos de Capital Privado aun tienen un % importante de activos sin realizarse por lo que presentan rendimientos muy bajos o negativos, pero se espera que estas cifras se eleven con el tiempo mientras se venden los activos pendientes en los fondos. Si se excluyen estos datos los resultados serían los siguientes:

Rendimientos de Fondos *Mezzanine*, Fondos de fondos y *distressed debt* de 1996 a 2003

Tabla 6.11 – Rendimientos 1996 a 2003

Instrumento	Rendimiento
Mezzanine	136.16%
Fund of Funds	119.52%
Distressed Debt	202.50%
IPC	116.08%
S&P500	80.53%

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

En este periodo los resultados cambian sustancialmente dejando como la mejor opción a los fondos de *distressed debt* y al IPC por debajo de todas las opciones de Capital Privado. Este resultado se debe en gran medida al buen desempeño del IPC entre 2004 y 2006 que anteriormente ayudaban a subir el rendimiento del mismo, mientras que los otros instrumentos tenían rendimientos negativos.

Rendimientos de Fondos de Capital Emprendedor y LBOs de 1992 a 2003

Tabla 6.12 – Rendimientos 1992 a 2003

Instrumento	Rendimiento
LBOs	489.34%
Venture	538.37%
IPC	66.79%
S&P500	166.59%

Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

En este periodo más largo, la diferencia con el IPC es mucho más dramática ya que el retorno que presenta es inferior inclusive que el S&P500 y los fondos de Capital Emprendedor terminan como la mejor opción entre las opciones seleccionadas. Excluir los periodos aun indefinidos de los fondos de Capital Privado aumenta sustancialmente la rentabilidad que presentan.

6.4 Tendencia de Rendimientos

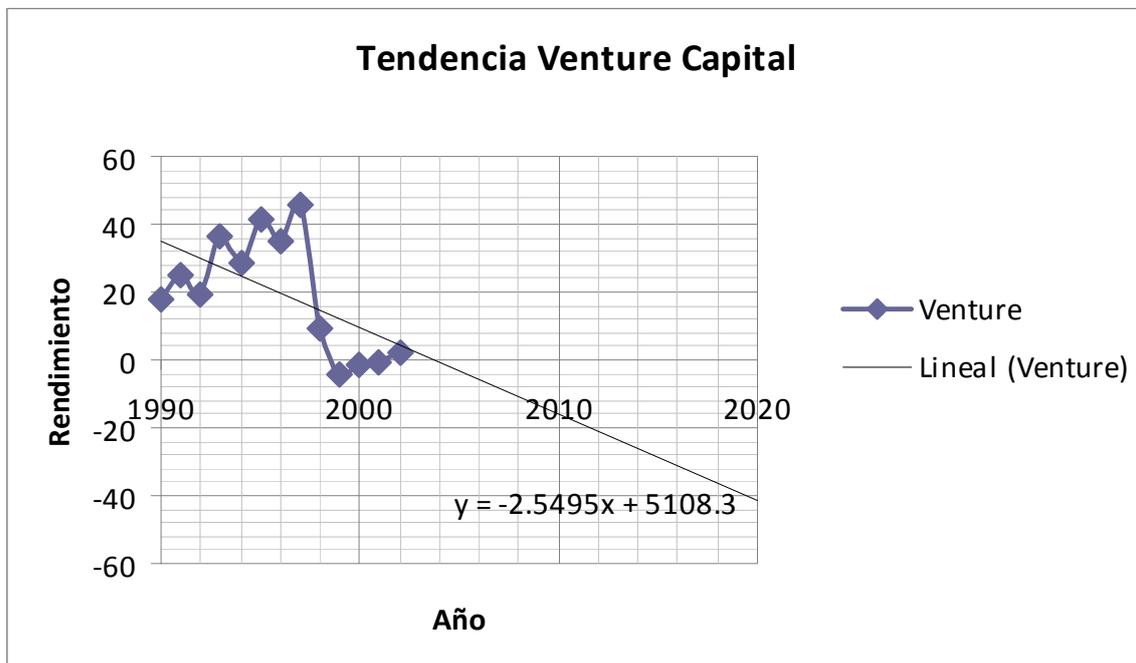
Adicionalmente se extrapolaron los rendimientos para cada una de las alternativas de inversión que estamos considerando en este trabajo por un plazo de 10 años. La tendencia de los rendimientos en cada una de las alternativas nos permite comparar los resultados que cabría esperar en el largo plazo de acuerdo a la información disponible.

Para considerar los datos de esta tendencia se tomaron las series históricas hasta el 2002, ya que después de esta fecha los rendimientos del Capital Privado contienen una porción significativa de activos no realizados que no se incluyen en los rendimientos reportados, generando una visión disminuida de los rendimientos que puedan tener los fondos. Por lo tanto estos datos son excluidos al no ser comparables con otros datos históricos ni entre ellos

mismos, ya que la proporción de activos no realizados es mayor mientras los fondos son más cercanos a la fecha actual.

Contrario a las cifras que se habían presentado anteriormente, la tendencia de los rendimientos de LBOs así como de los fondos de *Venture Capital* resultan negativos, por lo que sus resultados futuros son poco atractivos. En el caso de los fondos de *Venture Capital*, después de la especulación en las empresas punto com sabemos que se ha complicado el desempeño de estos fondos y no podrán remontar fácilmente en el corto plazo.

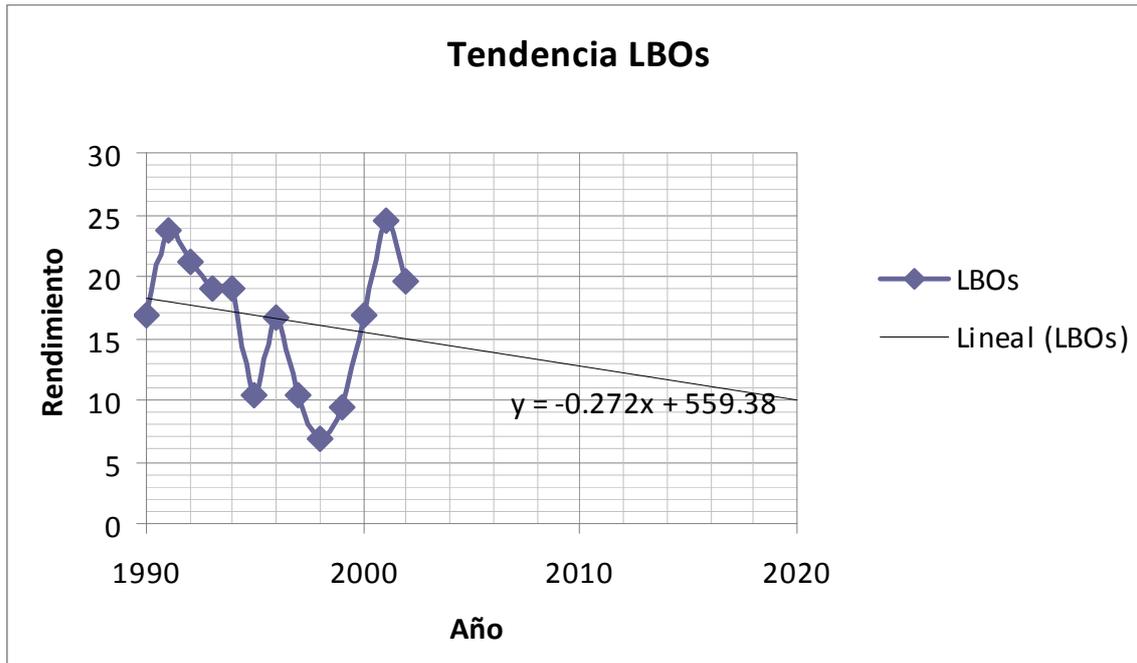
Tabla 6.12 – Tendencia Venture Capital



Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

Por su parte los LBOs han crecido en recientes años con las operaciones de Mega LBOs y lograron levantarse después de la caída de finales de los 90s. A pesar de esto la tendencia de los datos sigue siendo negativa, aunque las expectativas de la industria apunten a ellos como una opción buena de inversión y en la cual muchos de los inversionistas proyectan invertir durante los próximos años.

Tabla 6.13 – Tendencia LBOs

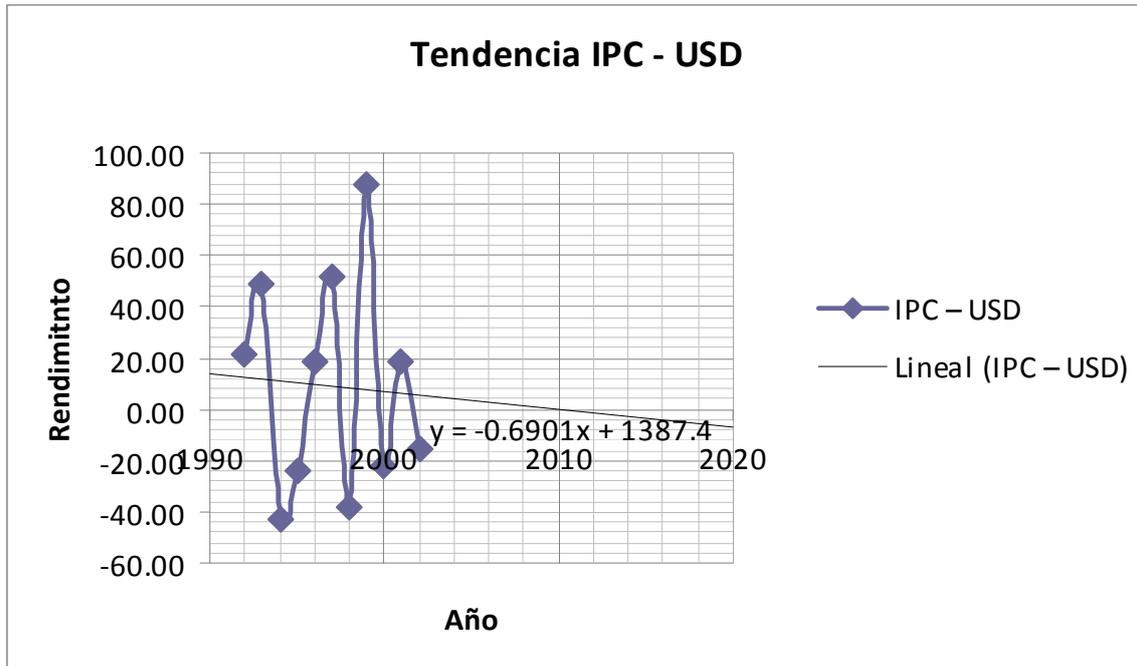


Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

En el caso de los rendimientos proyectados que presenta el IPC dolarizado podemos ver que tienen una tendencia negativa aunque con un descenso poco pronunciado. Analizando la información de 2002 a la fecha podemos ver que el IPC no se ha comportado efectivamente como se proyectó, sin embargo es necesario hacer las comparaciones con datos equivalentes, aunque para esta proyección tengamos la certidumbre de que no se cumplió con la tendencia que llevaban los datos.

De acuerdo con el gráfico los rendimientos deberían tender a llegar a 0 en 2010 y en adelante darían resultados negativos, mientras que sabemos que en el periodo de 2002 a 2010 se han tenido buenos rendimientos en el IPC y termino el 2010 con rendimientos superiores al 20%, estas diferencias son relevantes, sin embargo no se puede hacer mucho para actualizar la información de los fondos de Capital Privado ya que de antemano sabemos que por su tiempo de maduración se tienen cerca de 10 años de retraso entre las inversiones realizadas y la cuantificación de los rendimientos obtenidos.

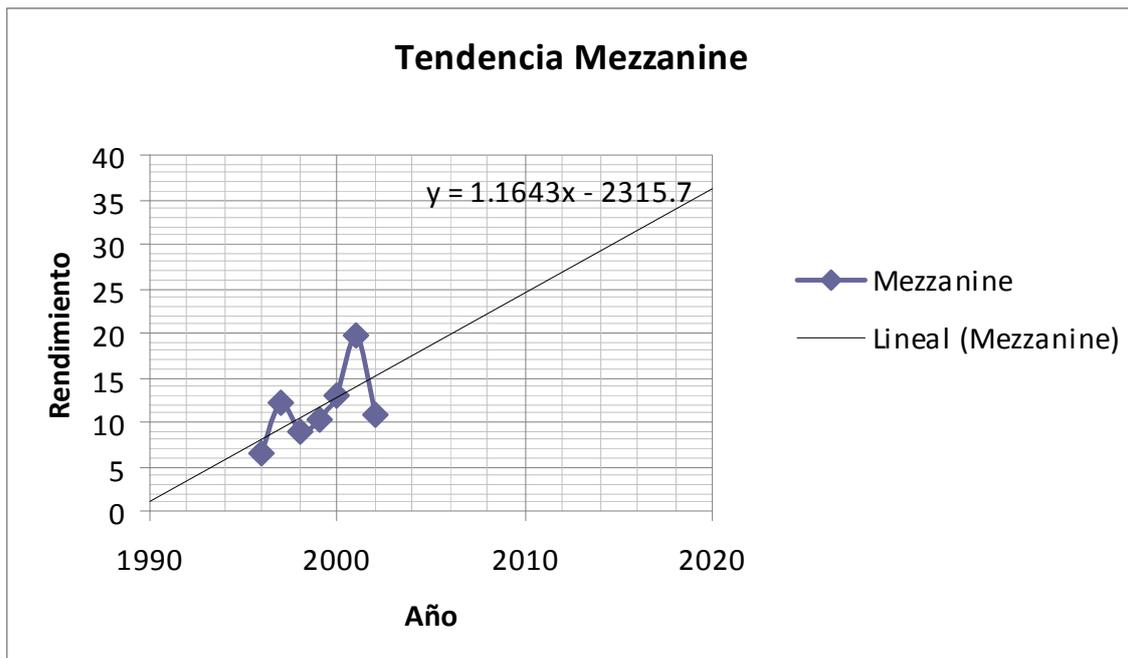
Tabla 6.14 – Tendencia IPC - USD



Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

En la proyección de los rendimientos los fondos de Capital de Mezzanine presentan una tendencia positiva que los haría llegar a rendimientos cercanos al 35% para 2020. Sin embargo este tipo de fondos no son tan difundidos ni representan un porcentaje muy elevado del total de la industria debido a la complejidad de la inversión que representan, ya que las necesidades de la empresa que requiere el financiamiento deben de ser muy específicas para resultar atractivas para ambas partes.

Tabla 6.15 – Tendencia Mezzanine



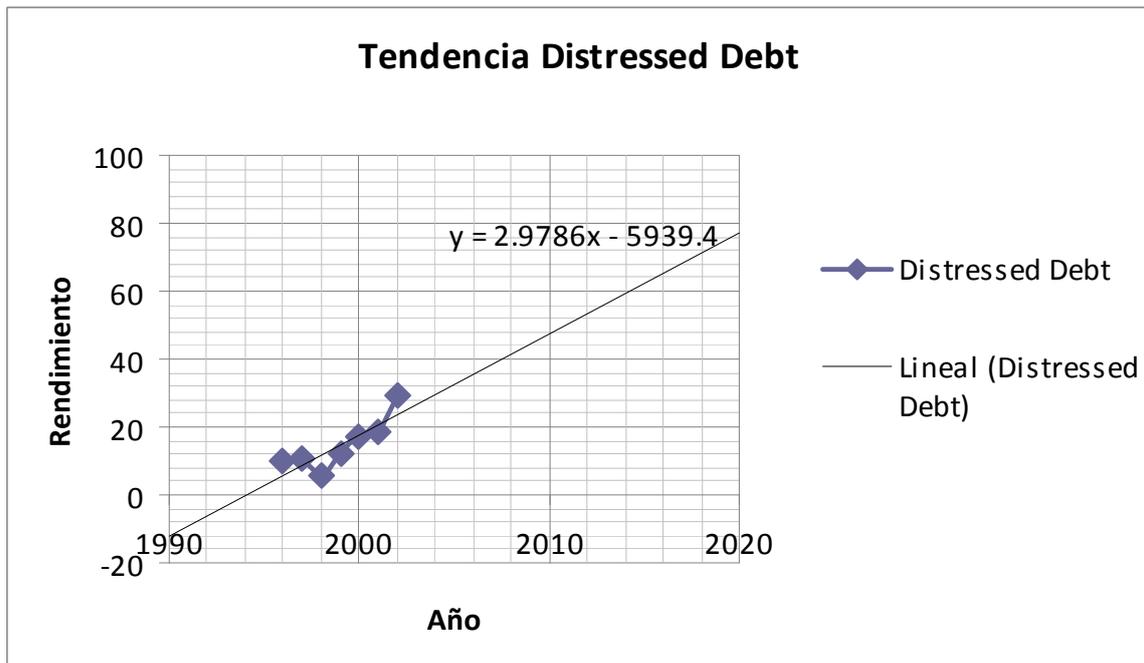
Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

Por su parte, los fondos de Distressed Debt presentan las mejores expectativas por la tendencia de sus rendimientos llagando a un retorno de más del 70% anual para 2020. Estos fondos han presentado buenos rendimientos desde finales de los noventas y los años siguientes, aun los fondos que no han terminado de realizar sus activos tendrán rendimientos superiores al 10%, sin embargo no podemos suponer que efectivamente llegarán a rendimientos tan elevados.

Este tipo de fondos tienen su auge después de las caídas de los mercados y recesiones económicas, por lo que esperar que sus rendimientos se elevaran tanto sería como suponer que habrá una caída generalizada y sostenida de los mercados financieros que darán lugar a oportunidades de inversión para estos fondos.

Sin embargo aunque no se llegue a esos niveles de rendimientos es importante notar que la tendencia los detalla como una alternativa atractiva de inversión y de las pocas que presentan una tendencia positiva.

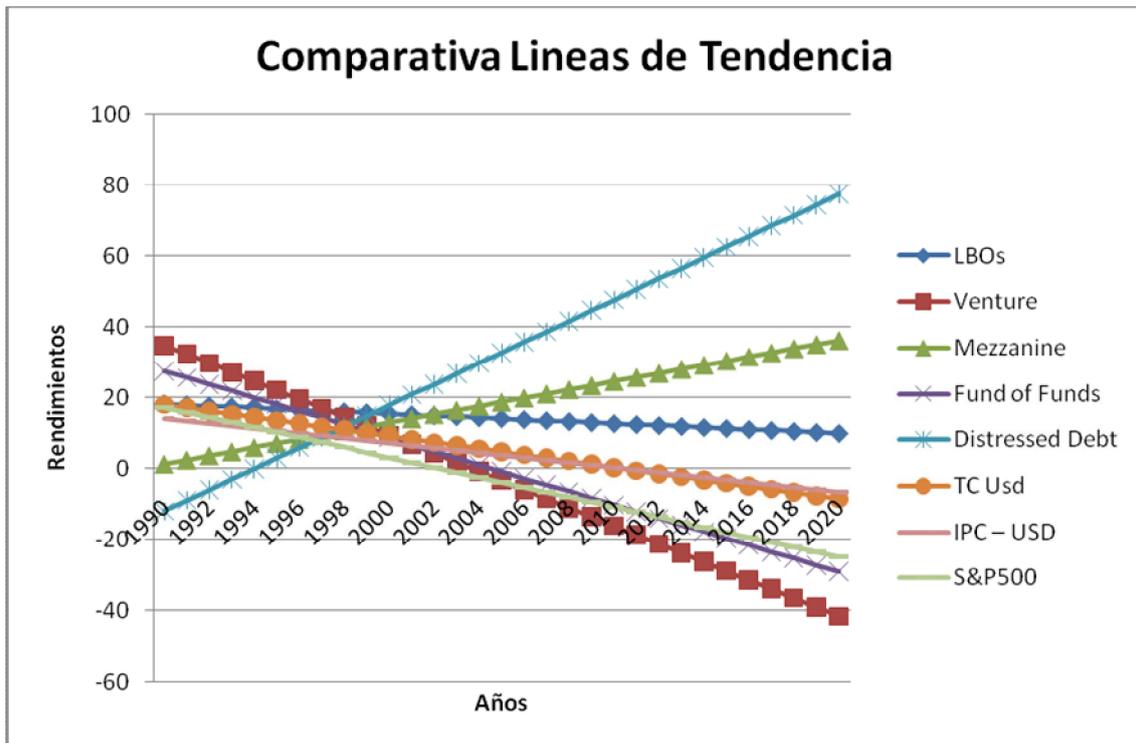
Tabla 6.16 – Tendencia Distressed Debt



Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www. finance.yahoo.com

La tabla 6.17 muestra las líneas de tendencia con datos acotados a 2002 pasa su fácil comparación en el largo plazo. Los rendimientos extrapolados al 2020 nos permiten ver fácilmente la tendencia que tiene cada serie de datos.

Tabla 6.17 – Comparativa Líneas de Tendencia



Cálculos basados en cifras obtenidas de: Preqin Global Private Equity Report 2010, y www.finance.yahoo.com

Como ya se ha mencionado los rendimientos de los fondos de Distressed debt muestran un crecimiento hasta niveles de casi el 80% anual, aunque estos rendimientos no se cumplan si podemos ver los rendimientos han ido a la alza y podrían ser una alternativa interesante para invertir, aunque dependeríamos en este caso de las oportunidades de negocio del mercado.

Los Fondos de Mezzanine aparecen como una alternativa de buenos rendimientos, inclusive por encima del rendimiento de los LBOs, estos últimos aunque con una tendencia negativa proyectan aun mejores rendimientos que el Tipo de Cambio, el IPC y el S&P500.

6.5 Resumen

Los fondos de LBOs son los más importantes por el porcentaje que representan del total de inversión en fondos de Capital Privado así como una de las opciones más atractivas por los rendimientos que ofrecen. Aunque las características de cada tipo de fondo pueden resultar relevantes dependiendo de lo que busque un inversionista. Los fondos de *Distressed Debt* pueden resultar una opción atractiva en periodos de crisis, así como los fondos de fondos proveen de una gran diversificación a un portafolio.

Del mismo modo otras alternativas de inversión pueden resultar atractivas dependiendo del perfil del inversionista ya que para los fondos de Capital Privado se necesita de un perfil bien

delimitado, sin embargo desde la perspectiva de rendimiento sobre la inversión resultan como una de las mejores opciones.

Con los datos presentados en este trabajo podemos ver que una opción de inversión muy competitiva es la Bolsa Mexicana de Valores, a pesar de que en el periodo analizado da un rendimiento menor al Capital Privado, depende mucho del periodo que se estudie.

Las cifras analizadas muestran al Capital Privado como una alternativa competitiva contra los rendimientos en otras opciones de inversión. Aunque los rendimientos anteriores no puedan predecir los rendimientos futuros nos sirven como una medida para comparar los desempeños que han tenido históricamente.

Dentro de los datos que se analizaron por parte del Capital Privado se está considerando el rendimiento promedio de la industria, sin embargo los mejores y los peores participantes difieren significativamente de esta media, por lo que resulta importante tomar en consideración el administrador de fondos del que se habla en un caso determinado. Es también importante notar que no siempre se tendrán los mismos resultados que los presentados por el mismo administrador en fondos anteriores, aunque si existe una correlación entre el desempeño del último fondo creado por un administrador y el posible éxito en el futuro.

Conclusiones

En esta investigación se planteo como hipótesis si las inversiones en Capital Privado son una alternativa atractiva en términos de rendimientos para los inversionistas en México. Y se planteo como pregunta principal de investigación "Los fondos de inversión son una alternativa para los inversionistas en términos de rendimientos? Y a la vez, que riesgos supone?" Esta pregunta intenta contener los elementos más importantes en la decisión de un inversionista, tratando de determinar cual es realmente su apetito re riesgo.

De esta pregunta derivaron otras 2 preguntas secundarias, La primera: "Los rendimientos de los fondos de Capital Privado son superiores al promedio de otras alternativas como la bolsa de valores o el papel gubernamental mexicano?" explorando a mayor profundidad la relevancia de los rendimientos que me puede ofrecen un fondo de Capital Privado contra otras opciones, que representarán la magnitud de mi costo de oportunidad.

La segunda pregunta de investigación secundaria es: "Qué riesgos supone este tipo de inversiones?", con la cual tratamos de plantear no solo los riesgos de no lograr las utilidades esperadas sino también todos los inconvenientes en este tipo de inversión, como la falta de liquidez sobre las inversiones, el largo plazo al que son planteadas y la incertidumbre sobre el éxito durante los primeros años.

Aunque se intentó con este trabajo incluir todos los puntos de vista relevantes referentes al tema, se deja la puerta abierta a distintas opiniones, ya sean afines a esta tesis o disidentes. Es también importante notar que en futuros trabajos las cifras utilizadas de periodos posteriores a este trabajo pueden cambiar los resultados a los que aquí se han expuesto.

Las cifras aquí utilizadas son con un espectro hasta Diciembre de 2010, por lo que la información referente a los fondos de Capital Privado de años recientes es susceptible de cambiar mientras los fondos realizan sus activos y sus rendimientos definitivos se muestran. Esto puede crear una distorsión para futuros lectores con respecto a las cifras aquí presentadas.

La imposibilidad de conseguir información más reciente en la industria del Capital Privado no es una problemática exclusiva de esta tesis, sino de todas las personas que trabajan en esta industria. Organismos como Preqin Ltd. se encargan de hacer la recolección de esta información para beneficio de todo el sector, ya que de lo contrario no existiría ningún marco de referencia confiable. Esta es una de las diferencias relevantes al tratar con inversiones privadas en contraste con inversiones en empresas públicas, que tienen la obligación de tener información disponible para todos los participantes del mercado.

Adicionalmente de las complicaciones para la obtención de información de este sector también es importante notar que puede ser deseable que exista esta falta de datos acerca de las inversiones ya que permiten a los fondos realizar sus operaciones sin tener fluctuaciones en los precios de las compañías por especulación con respecto a las inversiones privadas.

Por ejemplo, se podría generar especulación acerca de una empresa en la que una firma de Capital Privado importante planea realizar inversiones para uno de sus fondos. Esta especulación elevaría el precio de las acciones dificultando al fondo la compra de acciones para volver a la empresa privada. En este caso se podría ver afectada la rentabilidad de la operación planeada por el fondo o inclusive imposibilitar su realización.

A pesar de los desfases de información, que nos obligan a monitorear el desempeño de los fondos de Capital Privado con casi una década de retraso, podemos ver que los fondos de Capital Privado representan una oportunidad de inversión, que pueden dar rendimientos atractivos para inversionistas con el perfil adecuado. Estos desfases se debe de asumir que son inevitables ya que son generados por la dificultad de los fondos de realizar sus activos.

No cualquier persona interesada en obtener rendimientos por su dinero tiene el perfil necesario para un fondo de Capital Privado, por una parte se trata de inversiones que requirieren de una cantidad importante de capital y conocimiento técnico. Por otra parte, los compromisos financieros del inversionista necesitan ser de largo plazo. Los riesgos en estas inversiones son altos, la liquidez de las inversiones es prácticamente nula y el periodo de inversión es incierto. Todas estas características parecieran ser en detrimento de esta industria, sin embargo, por el contrario, es simplemente un perfil de inversionista muy especializado el que se necesita para un sector tan especializado dentro de los mercados financieros.

Es importante tomar en consideración que estos fondos son clasificados dentro de la categoría de "Activos Alternativos", buscan dar a un inversionista una alternativa diferente o una ventana de oportunidad distinta a lo que ordinariamente pueda tener en un portafolio de inversiones. Por esto es que generalmente se concibe a estos fondos como una parte de un portafolio o no para ser tomada como su único componente.

Los mayores impedimentos para entrar en fondos de Capital Privado parecieran ser el largo plazo en que se debe de invertir y el monto de inversión, aun que la complicación del efecto de la curva J es otro factor que debe de ser tomado en consideración. El inversionista debe estar conciente que sus recursos estarán comprometidos por un periodo de tiempo de alrededor de 10 años, pero que puede ser superior a este, y ser conciente de lo que puede esperar durante

los primeros años de su inversión: únicamente pérdidas. Aunque al final de la vida útil del fondo se vea recompensado.

Es importante notar que en este, como en cualquier otro tipo de inversiones de riesgo, no existen garantías sobre los retornos prometidos. Y por esta misma "Curva J" es difícil diferenciar durante los primeros años de vida de los fondos, cuales de las pérdidas son "normales" y cuales deberían haber sido consideradas como una llamada de atención, por lo que de forma general es demasiado tarde cuando un inversionista se percata que un fondo tendrá un mal rendimiento.

Las ventajas de estas inversiones para los *Limited Partners* son simplemente el rendimiento que pueden obtener por su capital aportado, que si bien son inversiones de riesgo también otorgan rendimientos superiores a formas de inversión más comunes, dan más diversificación a sus portafolios, y en el caso de fondos de *Distressed Debt* pueden ser una ventana de oportunidad para temporadas de crisis financiera.

Sin embargo, existen beneficios adicionales para terceros ya que estas inversiones llegan a empresas que necesitan del financiamiento de capital, ya sea para solventar su situación actual o para expandir el tamaño de su empresa y llegar a nuevos mercados. En este sentido existe una relación directa entre los intereses de los socios de un fondo de capital y las empresas en que invierten el dinero ya que el bienestar de la compañía representa la utilidad de los inversionistas y primas por desempeño para el administrador del fondo.

El crecimiento de estas empresas representa a su vez la creación de nuevos empleos, esto es mucho más evidente en los fondos de Capital Emprendedor en que no solamente es la expansión de un negocio sino una nueva fuente de empleo la que se crea. Este es un beneficio para la sociedad en general y para la economía del país donde se invierten los recursos de los fondos. Si bien no es el objetivo ni la función de un inversionista velar por el bienestar de la sociedad en general, cuando los intereses de todos están alineados, ayudar se convierte en una consecuencia positiva de una buena inversión.

Tener alineados los objetivos de todos los participantes resulta de suma importancia para lograr los objetivos. Entre los administradores de fondos y los inversionistas es muy importante tener cláusulas en los contratos que sean claras y resulten convenientes para ambas partes, se debe de poner especial atención sobre las compensaciones de desempeño ya que estas pueden evitar o alentar los malos manejos dentro de un fondo.

Por otra parte alinear los objetivos de los integrantes de los fondos con los de las empresas y la sociedad pareciera ser natural y casi una consecuencia inevitable. Mientras que los fondos

puedan hacer de las empresas negocios rentables, tendrá que generarse una derrama económica tanto para los trabajadores de estas empresas como para otras empresas que interactúen con esta.

Aunque también existen los casos en que los malos manejos de los administradores de fondos han ido contra el bienestar de algunos grupos con el objetivo de obtener utilidades. Por ejemplo, si un fondo de Capital Privado invierte en un asilo de ancianos privado, puede recortar los gastos reduciendo el personal que atiende el lugar, reducir los costos de alimentación y servicios, y posteriormente vender el negocio cuando los estados financieros presentan cifras positivas aunque en realidad no se haya agregado valor sino por el contrario se haya afectado a los consumidores de este servicio, los ancianos del asilo.

Este tipo de casos implican una falta de ética en los negocios, que no tiene que ver propiamente con el modelo de inversión que se utiliza sino con los escrúpulos de las personas involucradas con la actividad, que no necesariamente reflejan la forma de operar de la industria en general.

Por su parte los fondos de fondos representan una alternativa dentro del Capital Privado que, aunque no presenta los retornos sobre la inversión más elevados entre las alternativas que se tienen, permite evitar algunos de los problemas de la industria del Capital Privado. Sus mayores beneficios son la diversificación del riesgo en un portafolio de inversión, la simplificación de la elección de fondos y el monto mínimo de inversión con el que se puede acceder al fondo. Adicionalmente se tiene el conocimiento de la industria que se puede obtener, aunque este beneficio no se verá reflejado de forma inmediata y dependerá en gran medida de la disposición del inversionista para aprender y de la cantidad de información que el Fondo de fondos este dispuesto a dar.

Si bien los fondos de fondos nos simplifican la decisión de escoger entre los fondos de Capital Privado, y de forma teórica ellos tienen la experiencia en el sector, también es cierto que hay grandes diferencias entre los mejores y los peores fondos de fondos. Para este estudio utilizamos la media de rendimientos del sector. Por lo tanto, aunque los fondos de fondos escogerán entre los mejores fondos de Capital Privado de la industria, a su juicio, para obtener rendimientos atractivos aun debemos escoger entre los fondos de fondos existentes la mejor opción, ya que entre los mejores y los peores fondos de fondos, existe una importancia considerable entre los rendimientos que obtienen.

Aun escogiendo a uno de los mejores fondos de fondos del mercado es de considerarse que el espíritu de estos fondos es la diversificación, con lo cual no podemos esperar rendimientos más altos que lo que el resto de la industria del Capital Privado ofrece sino por el contrario un

rendimiento promediado. Esto no descarta la posibilidad de que un fondo de fondos tenga mejores rendimientos que otro tipo de fondos, de nuevo la diferencia recae en la elección del administrador de fondos.

La problemática entre los mejores y los peores fondos de la industria se puede extender a cualquiera de las modalidades de Capital Privado que abordamos a lo largo de este trabajo, los rendimientos que presentamos son el promedio, que puede diferir de forma significativa con el desempeño de un fondo en específico de acuerdo con Prequin.

Para México resulta un impedimento adicional la regulación existente, que resulta en una serie de impedimentos que desincentivan la inversión y la reacción de fondos de Capital Privado. Y a pesar de que aun en el ambiente actual existen maneras de realizar inversiones en nuestro país, es importante notar las diferencias con otros países como Brasil y Argentina, que han realizado las gestiones necesarias para volverse susceptibles de este tipo de inversiones y acarrear una gran participación de las inversiones de América Latina, inclusive posicionándose como los lugares predilectos para inversiones de capitales extranjeros.

Aun más importante que la atracción de inversionistas que se interesen por invertir en empresas dentro de nuestro territorio nacional, resulta importante crear fondos que se administren en México. Los *General Partners* de forma general realizan las inversiones de los fondos que crean en el territorio en el que operan, apoyar la creación de administradores de fondos mexicanos resulta en promover la inversión en empresas en nuestro territorio. Mientras que para el origen de estos recursos, los *Limited Partners*, ya no resulta relevante la nacionalidad que tengan.

Existen también impedimentos en la forma de hacer negocios en México para que este tipo de fondos prosperen. La forma de llevar algunas empresas familiares no les permite estar abiertas a la inversión de un tercero dentro de la compañía, o no están dispuestos a cambiar su forma de trabajo. En esta caso el problema es de cultura de negocios, la cual puede ser muy complicada modificar ya que no es cuestión de hablar con una sola persona, pero se puede lograr con el paso del tiempo y con ejemplos de éxito.

Dentro de estas formas de trabajo se puede mencionar desde malas prácticas hasta costumbres, algunas de estas pueden estar motivadas por experiencias pasadas y otras por simple inercia del modo de trabajo. Sin embargo los cambios que se propusieran serían motivados por la intención del *General Partner* de hacer más rentable la compañía, y por tanto en beneficio de todos los participantes.

Otra complicación para los fondos de Capital Privado son las estrategias de salida que se tienen disponibles para la liquidación de su Fondo en México, una de las alternativas más utilizada es la oferta pública inicial (IPO), sin embargo resulta complicado para empresas medianas aspirar a cotizar en la bolsa de valores de México por la cantidad de requisitos que solicitan las autoridades que terminan por desincentivar a los empresarios.

Trabajar en este sentido, de hacer más amigable la entrada de nuevas compañías a la bolsa en México no solo beneficiaría a la industria del Capital Privado sino que también podría dar nuevas oportunidades a otro tipo de inversiones al hacer más dinámico nuestro mercado y haciéndolo reflejar la realidad de más empresas que las que hoy en día se reflejan en el IPC.

A pesar de los impedimentos existentes, es importante poner nuestras opciones de inversión a la altura de mercados más sofisticados del mundo, para aspirar a tener los beneficios a los que tienen acceso con los activos alternativos que utilizan. Estos beneficios podrían ser tomados para los portafolios de las AFOREs, que por su perfil podrían ser los *Limited Partners* ideales, más aun tomando en cuenta que a nivel internacional los fondos de pensiones públicos y privados son los más importantes proveedores de capital a la industria del Capital Privado. Y han probado que este tipo de inversiones les puede ayudar a potenciar el rendimiento de los ahorradores manteniéndolo en límites de riesgo controlados.

Adicionalmente a los rendimientos que se puedan obtener de los fondos de inversión es importante tomar en cuenta las características específicas de cada instrumento, ya que éstas pueden ser más importantes aun que los rendimientos que se puedan generar, si se adaptan mejor a las necesidades del inversionista. Del mismo modo, entre las opciones de Capital Privado se puede preferir una modalidad sobre del resto por las características específicas, tanto del inversionista como del mercado.

En mi opinión este es un camino que debe de explorar México, no recayendo la responsabilidad ni en una persona ni en un grupo específico ya que hay muchas áreas en las que se puede mejorar y en las que se debe trabajar antes de lograr el desarrollo que nos puede permitir el potencial guardado en nuestro mercado. Naciones como Brasil y Argentina, aunque aún tienen un largo camino por delante, ya comenzaron a trabajar en este sentido.

Le es necesario a México cambios fiscales que incentiven a los inversionistas para promover el desarrollo económico que los fondos de Capital Privado prometen. Hace falta un cambio de cultura por parte del sector empresarial para fomentar la inversión en sus empresas y ser ayudados por este financiamiento.

También son necesarios cambios en los requerimientos para las empresas que están listadas en bolsa para permitir un mayor número de empresas que puedan ver la cotización en bolsa como la consecución lógica del crecimiento empresarial. Se necesita del surgimiento de nuevos fondos de Capital Privado en México, aunque los inversionistas fueran extranjeros, operado por administradores de fondos mexicanos que se concentren en las oportunidades de inversión de la región.

Considerando la derrama económica que esto representaría, inclusive podría ser factible un programa de incentivos fiscales para las empresas o para los inversionistas. Este tipo de estímulos podrían ser la máxima ayuda que se pudiera esperar del gobierno. Otra alternativa de ayuda a esta industria por parte del gobierno podría ser actuar como inversionista en los fondos, sin embargo esta medida ya está siendo aplicada con recursos de NAFIN, BANCOMEXT, BANOBRAS y FOCIR, canalizados por el Fondo de Fondos México.

Una oportunidad que tendrían los fondos de Capital Emprendedor que operen en México serían las incubadoras de negocios de las universidades. Este esfuerzo de promover emprendedores por parte del sector universitario podría ser aprovechado para encontrar potenciales proyectos para un fondo, con la ventaja de que los emprendedores son asesorados por el cuerpo docente de la universidad para la formación de su plan de negocios completo.

Líneas de investigación futuras

- 1.** Éxito de los Fondos de Capital Privado en Sudamérica.
- 2.** Desarrollo de la industria del Capital Privado en China.
- 3.** Desarrollo de Fondos de Capital Privado en los países que conforman el "BRIC".
- 4.** ¿Existió un aumento en los fondos de *Distressed Debt* derivado de la reciente crisis económica?
- 5.** Ética de negocios en los fondos de Capital Privado.
- 6.** Análisis de razones financieras para detectar oportunidades de inversión para fondos de Capital Privado.

Recomendaciones

Este trabajo está orientado a apoyar la idea del desarrollo de la industria del Capital Privado en México, estando conciente de los beneficios que puede brindar a la economía mexicana el desarrollo de nuevas compañías y el crecimiento de empresas medianas que pueden lograr una derrama económica importante con la creación de nuevos empleos.

Es necesario, para que esto suceda, facilitar a los participantes de esta industria el camino para generar mercado. La transparencia fiscal para los fondos de Capital Privado constituidos en México sería un primer paso en este sentido, que haría finalmente a los *General Partners* mexicanos competitivos ante los rendimientos que pueden ofrecer fondos en otras regiones del mundo. Este cambio evitaría la constitución de los fideicomisos en Canadá, lo cual facilitaría la creación de fondos locales.

La participación del gobierno como inversionista puede ser de gran valor, ya que no solamente brinda confianza sino también recursos a la industria. Además de que no representa para el gobierno un gasto, ni se espera algún tipo de subsidio, ya que los recursos públicos que son destinados para estos fondos generarían rendimientos para el propio gobierno. Aunque esta medida ya está siendo aplicada a través de NAFIN, BANOBRAS, BANCOMEXT y FOCIR, una mayor inversión podría resultar provechosa.

Incentivar a los inversionistas sería una medida muy importante, ya que los recursos son muy importantes para la creación de fondos. Sin embargo esta tarea recae fuertemente sobre los administradores de fondos que deben promover más y dar a conocer su trabajo dentro de todo el sistema financiero ya que actualmente muchos de los profesionales del ramo no conocen estas alternativas de inversión.

En el mismo sentido es recomendable para los *General Partners* crear fondos de fondos o fondos en los que inversionistas medianos tengan acceso a este tipo de inversiones, para así poder extender la base de posibles inversionistas disponibles.

Por otra parte, es importante hacer los cambios necesarios para que las afores tengan permitida la inversión en este tipo de fondos ya que ellas tienen una cantidad importante de recursos que podrían ser utilizados para la inversión siempre y cuando se maneje el riesgo de forma prudente para no dar en componente de riesgo excesivo en los ahorros de los trabajadores.

Bibliografía

Prequin Ltd, 2010, 2010 Prequin Global Private Equity Report, Londres

Prequin Ltd, 2010, The 2010 Prequin Private Equity Funds of Funds Review, Londres

Mark J.P. Anson, 2006, Handbook of alternative assets second edition, Wiley Finance, The Frank J. Fabozzi series

Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, 2007, J Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds

Gadish Orit & MacArthur Hugh, 2008, Lessons from Private Equity any company can use, Bain & Company INC.

Schvartzman Carlos, Tesina UNAM, 2008, La industria del Capital Privado y de Riesgo en México: Análisis y Perspectivas

BANCO DE MÉXICO (Banxico), "Información Histórica de Valores Gubernamentales", <<http://www.banxico.org.mx/portalesEspecializados/tasasInteres/valoresgubernamentales.html>>, Revisado Febrero 2011.

BANCO DE MÉXICO (Banxico), "Información Histórica de Tipo de Cambio", <<http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/index.html>>, Revisado Febrero 2011.

ECONOMÍA, "Gráficas del Precio del Oro", <http://www.economia.com.mx/graficas_del_precio_del_oro.htm>, Revisado Febrero 2011.

KITCO METALS INC (Kitco), "Historical Charts & Prices: Gold", <<http://www.kitco.com/charts/historicalgold.html>>, Revisado Febrero 2011.

YAHOO FINANCE (Yahoo), "Precios Históricos IPC", <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EMXX+Historical+Prices>>, Revisado Febrero 2011.

YAHOO FINANCE (Yahoo), "Precios Históricos NASDAQ", <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5ENDX+Historical+Prices>>, Revisado Febrero 2011.

YAHOO FINANCE (Yahoo), "Precios Históricos S&P 500", <<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC+Historical+Prices>>, Revisado Febrero 2011.

YAHOO FINANCE (Yahoo), "Precios Históricos NYSE",
<<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5ENYA+Historical+Prices>>, Revisado Febrero 2011.

Charvel, Roberto. (2008, Mayo) Private Equity, el socio silencioso. CNN EXPANSION (Expansión)
<<http://www.cnnexpansion.com/economia/2008/05/03/el-socio-silencioso>>, Revisado Febrero 2011.

ADVENT INTERNATIONAL, GLOBAL PRIVATE EQUITY (Advent), "Información General"
<<http://www.adventinternational.com/Pages/Home.aspx>>, Revisado Febrero 2011.

THE BLACKSTONE GROUP (Blackstone), "Información General"
<http://www.blackstone.com/cps/rde/xchg/bxcom/hs/firm_commentary.html>, Revisado Febrero 2011.

DARBY PRIVATE EQUITY, FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS (Darby), "Información General", <http://www.darbyoverseas.com/darby/index.jsp?url=/about_us/what_we_do>, Revisado Febrero 2011.

LA SALLE INVESTMENT MANAGEMENT (La Salle), "Información General",
<<http://www.lasalle.com/Company/Pages/default.aspx>>, Revisado Febrero 2011.

AUREOS (Aureos), "Información General", <<http://www.aureos.com/>>, Revisado Febrero 2011.

THE CARLYLE GROUP, GLOBAL ALTERNATIVE ASSET MANAGEMENT (Carlyle), "Información General", <<http://www.carlyle.com/Company/item1676.html>>, Revisado Febrero 2011.

DISCOVERY CAPITAL (Discovery), "Información General",
<<http://www.discoverycapital.com/investors/bcdiscovery/index.cfm>>, Revisado Febrero 2011.

SOUTHERN CROSS GROUP (Southern Cross), "Información general"
<<http://www.southerncrossgroup.com/scg/philosophy.html>>, Revisado Febrero 2011.

CALPERS (Calpers), "Información General",
<<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/press/home.xml>>, Revisado Febrero 2011.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC), "Información General",
<<http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/Content/WhatWeDo>>, Revisado Febrero 2011.

CORPORACION MEXICANA DE INVERSIONES DE CAPITAL (Fondo de Fondos), "Información General", <http://www.fondodefondos.com.mx/index.php?option=com_frontpage&Itemid=1>, Revisado Febrero 2011.

ALPINVEST, "Información General", <<http://www.alpinvest.com/>>, Revisado Febrero 2011.

CAPITAL DYNAMICS (CapDyn), "Información General", <<http://www.capdyn.com/company/our-quality-management.cfm>>, Revisado Febrero 2011.

AXA PRIVATE EQUITY (Axa), "Información General", <<http://www.axaprivateequity.com/en/company/Pages/default.aspx>>, Revisado Febrero 2011.

HARVARD MANAGEMENT COMPANY (HMC), "Información General", <<http://www.hmc.harvard.edu/about-hmc/index.html>>, Revisado Febrero 2011.

STANFORD MANAGEMENT COMPANY (SMC), "Información General", <<http://www.smc.stanford.edu/home>>, Revisado Febrero 2011.

INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION (ILPA), "Información General", <<http://ilpa.org/about/>>, Revisado Febrero 2011.

FMO, FINANCE FOR DEVELOPMENT (FMO) "Información General", <<http://www.fmo.nl/smartsite.dws?id=46>>, Revisado Febrero 2011.

CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF) "Información General", <<http://www.caf.com/view/index.asp?pageMS=61398&ms=19>>, Revisado Febrero 2011.

Glosario

Bonos.- Títulos de deuda emitidos por empresas o por gobiernos que pagan una tasa de rendimiento al inversionista que los compra. Pueden tener cláusulas adicionales como conversión en acciones, sobre tasas, o ser referidos a una divisa en específico.

Distressed debt.- Término en inglés para denominar a fondos de Capital Privado que invierten en empresas con problemas financieros.

Drag Along.- Es una cláusula de contratos de adquisición o inversión, conocida en español como derecho de arrastre, que confiere el poder a inversionistas mayoritarios para obligar a los minoritarios a vender su participación en la empresa si el mayoritario lo hace.

Empresa Pública.- Empresa cuyo capital es propiedad del gran público inversionista, una empresa listada en una bolsa de valores.

Empresa Privada.- Es una empresa no listada en bolsa de valores, y por tanto su capital recae en manos de inversionistas privados.

Endowments.- Fundaciones o fideicomisos que administran activos donados o cedidos y que tienen un fin no lucrativo, como promover la cultura, el estudio o el arte.

Estrategia de salida.- Son las cláusulas que se anexan en las inversiones de un fondo con una compañía privada para garantizar la conversión a dinero de las inversiones en el capital de la empresa.

Fondo de Capital Privado.- Es un fondo que opera con el dinero de un tercero para realizar inversiones en empresas privadas participando como accionista de la misma.

Fondo de Fondos.- Son fondos que operan con el dinero de un tercero para realizar inversiones en otros fondos de inversión para lograr obtener un rendimiento promedio de los diferentes fondos que compongan su portafolio y lograr una diversificación más amplia que un fondo de inversión común.

General Partner (GP).- Es como se denomina a los administradores de los fondos de Capital Privado.

Leveraged BuyOuts.- Término en inglés para denominar a fondos apalancados que privatizan empresas que cotizan en una bolsa de valores.

Limited Partner (LP).- Son los socios que participan como inversionistas en la operación de un fondo de Capital Privado.

Mezzanine debt.- Término en inglés para denominar a fondos de Capital Privado que invierten en empresas dando préstamos que implican una participación en el capital de la empresa.

Private Equity.- Término en inglés para Capital Privado.

Redemption Rights.- Es una cláusula en la que se obliga a una compañía a recomprar las acciones de un inversionista.

Tag Along.- Es una cláusula de contratos de adquisición o inversión, conocida en español como derecho de acompañamiento, que confiere el derecho a inversionistas minoritarios para vender su participación si el accionista mayoritario lo hace.

Vehículo de inversiones.- Es un fideicomiso encargado de administrar los recursos destinados a un fondo de inversión con el fin de dar transparencia y certidumbre a la operación y generar la confianza deseada en el inversionista.

Venture Capital.- Término en inglés para denominar el Capital Emprendedor.

Warrants.- Derivados financieros que otorgan el derecho, más no la obligación a comprar o vender acciones a un precio determinado.

Siglarlo

CAF.- Corporación Andina de Fomento

FdF.- Fondo de Fondos

GP.- *General Partner*

HMC.- *Harvard Management Company*

IFC.- *International Finance Corporation*

ILPA.- *Institutional Limited Partners Association*

IPO.- *Inicial Public Offering*, una oferta pública inicial, la primera emisión de acciones en una bolsa de valores.

LBOs.- *Leveraged BuyOuts*

LP.- *Limited Partner*

PIB.- Producto Interno Bruto

SAPI.- Sociedad anónima promotora de inversión

SINCA.- Sociedad de Inversión de Capital

SMC.- *Stanford Management Company*

Anexo 1: Tablas de Rendimientos Históricos Mensuales

A continuación se presentan los rendimientos históricos utilizados para el análisis como rendimientos mensuales y anuales. En los casos de años incompletos se toma únicamente el rendimiento del periodo conocido.

Las tablas de rendimientos a horizontes de 3, 5 y 10 años son calculadas a partir de estos datos como una tasa equivalente del periodo que se está considerando, recortando este plazo al acercarse a la fecha actual ya que no se tienen datos para completar el plazo.

En el caso de instrumentos gubernamentales se toma el promedio de las tasas emitidas en el periodo para los rendimientos mensuales, mientras que para los rendimientos anuales se usan las tasas mensuales antes mencionadas para calcular el rendimiento anual del instrumento.

En los casos de índices se reconoce el rendimiento por el incremento o decremento en puntos de la medida seleccionada. Los índices utilizados son todos denominados en Dólares Americanos (USD), excepto el IPC, por lo que fue necesario aplicar el efecto del tipo de cambio y presentarlo como "IPC Dolarizado" para hacerlo comparable con el resto de los índices.

Rendimientos del Oro desde 2000 hasta 2005

Oro	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Enero	0.44%	-3.63%	2.10%	5.85%	-3.96%	-3.09%
Febrero	3.65%	0.83%	5.15%	-5.46%	-0.98%	3.15%
Marzo	-5.76%	-3.37%	1.53%	-3.63%	7.04%	-1.83%
Abril	-0.61%	2.11%	2.26%	0.57%	-8.31%	1.92%
Mayo	-1.02%	1.65%	5.97%	7.32%	1.22%	-4.88%
Junio	5.84%	1.16%	-2.48%	-4.26%	0.65%	5.47%
Julio	-3.96%	-1.74%	-4.35%	2.53%	-1.11%	-1.85%
Agosto	0.09%	2.67%	2.68%	5.88%	4.05%	0.99%
Septiembre	-1.21%	7.36%	3.48%	3.30%	2.06%	9.23%
Octubre	-3.34%	-4.90%	-2.10%	-0.45%	2.38%	-0.53%
Noviembre	1.74%	-1.17%	0.68%	3.14%	6.54%	5.29%
Diciembre	1.99%	0.36%	8.82%	4.49%	-3.93%	3.50%

-2.69%	0.75%	25.57%	19.89%	4.65%	17.77%
--------	-------	--------	--------	-------	--------

Rendimientos del Oro desde 2006 hasta 2010

Oro	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	10.87%	2.93%	10.73%	5.72%	-0.83%
Febrero	-2.24%	2.11%	5.23%	3.53%	2.76%
Marzo	4.68%	-0.37%	-3.91%	-3.73%	0.65%
Abril	10.65%	2.30%	-6.70%	-3.63%	5.71%
Mayo	2.56%	-2.64%	1.69%	10.44%	2.40%
Junio	-7.12%	-1.30%	5.02%	-4.20%	3.02%
Julio	3.85%	2.31%	-1.32%	0.48%	-6.03%
Agosto	-2.13%	0.98%	-9.26%	1.76%	6.59%
Septiembre	-3.89%	10.57%	6.18%	4.21%	5.83%
Octubre	0.75%	6.26%	-17.38%	4.44%	3.04%
Noviembre	7.11%	-0.76%	11.46%	13.05%	1.97%
Diciembre	-2.27%	6.41%	6.78%	-7.51%	

23.20%	31.92%	4.32%	25.04%	26.28%
--------	--------	-------	--------	--------

Rendimientos del Tipo de Cambio (USD) desde 1990 hasta 1996

TC USD	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Enero	1.08%	0.43%	-0.35%	-0.22%	-0.05%	18.12%	-4.11%
Febrero	1.03%	0.38%	-0.21%	-0.49%	2.83%	1.78%	2.81%
Marzo	1.17%	0.39%	0.04%	-0.16%	5.24%	14.03%	-1.21%
Abril	1.08%	0.42%	0.54%	0.65%	-2.55%	-11.62%	-1.21%
Mayo	1.08%	0.43%	1.18%	0.16%	1.42%	2.13%	-0.34%
Junio	0.82%	0.37%	0.26%	-0.03%	2.18%	1.29%	2.16%
Julio	0.62%	0.41%	-0.34%	0.00%	0.20%	-2.34%	0.10%
Agosto	0.40%	0.42%	-1.15%	-0.12%	-0.30%	2.65%	-0.08%
Septiembre	0.28%	0.38%	1.06%	0.12%	0.24%	1.73%	-0.41%
Octubre	0.81%	0.45%	0.53%	0.26%	1.17%	11.94%	6.57%
Noviembre	0.42%	0.02%	-0.37%	-0.69%	0.01%	5.59%	-1.92%
Diciembre	0.41%	0.35%	0.22%	0.09%	45.26%	2.56%	-0.29%

9.60%	4.54%	1.39%	-0.44%	60.76%	54.95%	1.69%
-------	-------	-------	--------	--------	--------	-------

Rendimientos del Tipo de Cambio (USD) desde 1997 hasta 2003

TC USD	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Enero	-0.62%	4.91%	2.61%	1.33%	0.76%	-0.25%	4.48%
Febrero	1.95%	0.72%	-2.07%	-2.69%	0.20%	-0.17%	1.15%
Marzo	-0.54%	-0.07%	-4.25%	-0.87%	-2.16%	-1.25%	-2.21%
Abril	0.26%	-0.35%	-2.91%	1.38%	-2.52%	3.95%	-4.53%
Mayo	-0.44%	3.85%	4.79%	1.04%	-0.76%	3.03%	0.37%
Junio	0.43%	1.91%	-2.54%	3.29%	-1.23%	3.11%	0.96%
Julio	-1.58%	-0.71%	-0.42%	-4.66%	0.77%	-1.71%	0.84%
Agosto	-0.50%	11.77%	-0.17%	-1.79%	0.65%	1.28%	4.97%
Septiembre	-0.19%	2.22%	-0.39%	2.68%	3.37%	3.22%	-0.31%
Octubre	7.69%	-0.78%	2.96%	1.25%	-2.69%	-0.73%	0.36%
Noviembre	-1.85%	-1.13%	-2.01%	-1.55%	0.15%	-0.09%	3.13%
Diciembre	-1.77%	-1.03%	0.71%	2.06%	-1.06%	2.89%	-1.42%

2.51%	22.66%	-4.02%	1.17%	-4.58%	13.85%	7.64%
-------	--------	--------	-------	--------	--------	-------

Rendimientos del Tipo de Cambio (USD) desde 2004 hasta 2010

TC USD	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	-1.92%	0.58%	-1.80%	2.10%	-0.82%	3.45%	-0.43%
Febrero	-0.21%	-1.05%	0.12%	1.18%	-0.94%	5.31%	-1.79%
Marzo	1.03%	0.74%	4.18%	-1.22%	-0.71%	-6.09%	-3.49%
Abril	2.10%	-0.85%	1.81%	-0.95%	-1.30%	-2.17%	-0.55%
Mayo	0.05%	-1.51%	1.86%	-1.68%	-1.70%	-4.89%	5.32%
Junio	0.97%	-1.29%	-0.22%	0.47%	-0.23%	0.04%	-0.55%
Julio	-1.02%	-1.57%	-3.14%	1.23%	-2.64%	0.31%	-1.55%
Agosto	-0.24%	1.83%	-0.13%	1.01%	2.49%	0.77%	4.13%
Septiembre	0.07%	-0.08%	0.82%	-0.96%	6.77%	1.34%	-4.31%
Octubre	1.32%	-0.05%	-2.09%	-2.10%	15.76%	-2.56%	-2.07%
Noviembre	-2.61%	-1.91%	2.17%	1.82%	4.80%	-1.77%	-0.64%
Diciembre	-0.78%	0.52%	-1.69%	0.17%	3.83%	1.16%	

-0.78%	-4.62%	1.67%	0.96%	26.72%	-5.54%	-6.17%
--------	--------	-------	-------	--------	--------	--------

Rendimientos del IPC desde 1992 hasta 1997

IPC	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero	13.41%	-6.04%	6.93%	-12.87%	9.22%	8.51%
Febrero	14.60%	-6.44%	-7.11%	-25.85%	-6.66%	5.32%
Marzo	0.81%	14.55%	-6.77%	19.12%	8.47%	0.05%
Abril	-1.99%	-6.15%	-4.77%	7.84%	3.74%	-2.25%
Mayo	2.94%	-2.99%	7.94%	-1.78%	0.57%	5.65%
Junio	-15.48%	3.30%	-8.86%	13.51%	0.17%	12.33%
Julio	-1.85%	6.40%	8.98%	7.89%	-6.34%	13.68%
Agosto	-10.79%	7.32%	10.12%	5.74%	9.92%	-8.28%
Septiembre	-5.23%	-3.59%	1.33%	-4.51%	-2.09%	14.48%
Octubre	20.36%	9.92%	-7.06%	-3.52%	-0.71%	-12.66%
Noviembre	7.43%	9.74%	1.54%	16.50%	1.99%	7.03%
Diciembre	2.53%	17.63%	-8.42%	3.33%	2.55%	5.12%

22.91%	47.95%	-8.84%	17.09%	20.96%	55.59%
--------	--------	--------	--------	--------	--------

Rendimientos del IPC desde 1998 hasta 2003

IPC	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Enero	-12.62%	-0.04%	-7.63%	14.94%	8.72%	-2.82%
Febrero	4.71%	7.65%	11.89%	-7.15%	-2.79%	-0.46%
Marzo	4.84%	15.71%	1.42%	-5.04%	9.32%	-0.22%
Abril	1.64%	9.82%	-11.14%	4.53%	1.61%	10.08%
Mayo	-11.15%	1.17%	-10.23%	10.16%	-6.00%	2.91%
Junio	-5.46%	6.42%	16.56%	1.07%	-8.12%	5.31%
Julio	-0.88%	-9.76%	-6.25%	-2.88%	-6.80%	4.25%
Agosto	-29.52%	-3.30%	2.31%	-2.53%	3.23%	3.21%
Septiembre	19.32%	-0.72%	-4.96%	-14.38%	-7.85%	3.04%
Octubre	14.15%	7.92%	0.94%	2.47%	4.18%	3.10%
Noviembre	-7.48%	12.59%	-11.60%	5.34%	3.17%	6.07%
Diciembre	5.03%	16.19%	-0.01%	9.25%	-0.48%	2.81%

-24.28%	80.06%	-21.43%	12.74%	-3.85%	43.55%
---------	--------	---------	--------	--------	--------

Rendimientos del IPC desde 2004 hasta 2010

IPC	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	7.20%	1.39%	6.20%	4.21%	-2.52%	-12.58%	-5.38%
Febrero	5.80%	5.29%	-1.06%	-3.35%	0.43%	-9.27%	4.09%
Marzo	5.26%	-8.07%	3.03%	7.92%	6.90%	10.56%	5.16%
Abril	-5.41%	-2.79%	7.13%	0.87%	-2.04%	11.58%	-1.74%
Mayo	0.89%	5.20%	-9.53%	8.28%	5.59%	11.11%	-3.49%
Junio	2.45%	4.02%	2.51%	-0.79%	-8.07%	0.15%	-2.75%
Julio	-1.61%	6.85%	4.96%	-1.58%	-6.44%	10.98%	3.70%
Agosto	1.46%	-1.16%	4.74%	-1.02%	-4.40%	4.02%	-1.95%
Septiembre	6.75%	13.18%	4.22%	-0.17%	-5.33%	3.92%	5.21%
Octubre	5.54%	-2.24%	5.06%	3.84%	-17.85%	-2.01%	6.71%
Noviembre	4.65%	6.80%	8.31%	-5.37%	0.44%	8.07%	3.94%
Diciembre	6.74%	5.77%	5.95%	-0.78%	8.99%	3.76%	

46.87%	37.81%	48.56%	11.68%	-24.23%	43.52%	15.10%
--------	--------	--------	--------	---------	--------	--------

Rendimientos del IPC Dolarizado desde 1992 hasta 1997

IPC – USD	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Enero	13.81%	-5.83%	6.99%	-26.23%	13.91%	9.19%
Febrero	14.84%	-5.98%	-9.67%	-27.14%	-9.21%	3.31%
Marzo	0.78%	14.73%	-11.41%	4.47%	9.79%	0.59%
Abril	-2.52%	-6.76%	-2.27%	22.02%	5.01%	-2.50%
Mayo	1.73%	-3.15%	6.42%	-3.83%	0.92%	6.12%
Junio	-15.70%	3.34%	-10.80%	12.06%	-1.96%	11.85%
Julio	-1.52%	6.41%	8.76%	10.47%	-6.44%	15.50%
Agosto	-9.74%	7.45%	10.45%	3.01%	10.01%	-7.81%
Septiembre	-6.22%	-3.71%	1.09%	-6.13%	-1.69%	14.70%
Octubre	19.72%	9.64%	-8.14%	-13.81%	-6.83%	-18.90%
Noviembre	7.83%	10.51%	1.52%	10.33%	4.00%	9.05%
Diciembre	2.31%	17.52%	-36.96%	0.75%	2.85%	7.02%

21.22%	48.61%	-43.29%	-24.43%	18.96%	51.78%
--------	--------	---------	---------	--------	--------

Rendimientos del IPC Dolarizado desde 1998 hasta 2003

IPC – USD	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Enero	-16.71%	-2.58%	-8.85%	14.08%	8.99%	-6.99%
Febrero	3.96%	9.93%	14.98%	-7.34%	-2.62%	-1.59%
Marzo	4.92%	20.85%	2.31%	-2.95%	10.70%	2.03%
Abril	1.99%	13.11%	-12.35%	7.23%	-2.25%	15.30%
Mayo	-14.44%	-3.45%	-11.16%	11.00%	-8.77%	2.53%
Junio	-7.24%	9.20%	12.84%	2.33%	-10.89%	4.31%
Julio	-0.17%	-9.38%	-1.67%	-3.62%	-5.17%	3.39%
Agosto	-36.94%	-3.13%	4.17%	-3.16%	1.93%	-1.67%
Septiembre	16.72%	-0.33%	-7.43%	-17.16%	-10.72%	3.36%
Octubre	15.04%	4.82%	-0.31%	5.30%	4.94%	2.73%
Noviembre	-6.43%	14.89%	-10.20%	5.18%	3.26%	2.85%
Diciembre	6.13%	15.37%	-2.03%	10.42%	-3.27%	4.29%

-38.27%	87.60%	-22.34%	18.15%	-15.54%	33.35%
---------	--------	---------	--------	---------	--------

Rendimientos del IPC Dolarizado desde 2004 hasta 2010

IPC – USD	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	9.30%	0.80%	8.15%	2.07%	-1.71%	-15.49%	-4.97%
Febrero	6.02%	6.40%	-1.18%	-4.47%	1.39%	-13.84%	5.99%
Marzo	4.19%	-8.74%	-1.11%	9.25%	7.66%	17.73%	8.96%
Abril	-7.36%	-1.96%	5.23%	1.83%	-0.75%	14.05%	-1.20%
Mayo	0.84%	6.82%	-11.19%	10.13%	7.42%	16.83%	-8.36%
Junio	1.46%	5.38%	2.73%	-1.25%	-7.86%	0.11%	-2.22%
Julio	-0.59%	8.56%	8.36%	-2.77%	-3.91%	10.64%	5.33%
Agosto	1.70%	-2.93%	4.88%	-2.01%	-6.72%	3.22%	-5.83%
Septiembre	6.68%	13.27%	3.37%	0.80%	-11.34%	2.54%	9.95%
Octubre	4.16%	-2.19%	7.30%	6.06%	-29.04%	0.57%	8.97%
Noviembre	7.46%	8.88%	6.01%	-7.06%	-4.16%	10.01%	4.61%
Diciembre	7.58%	5.23%	7.78%	-0.96%	4.97%	2.57%	

48.03%	44.49%	46.13%	10.61%	-40.21%	51.94%	22.67%
--------	--------	--------	--------	---------	--------	--------

Rendimientos del S&P500 desde 1990 hasta 1996

S&P500	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Enero	-8.51%	4.15%	-1.99%	0.70%	3.25%	2.43%	3.26%
Febrero	0.85%	6.73%	0.96%	1.05%	-3.00%	3.61%	0.69%
Marzo	2.43%	2.22%	-2.18%	1.87%	-4.57%	2.73%	0.79%
Abril	-2.69%	0.03%	2.79%	-2.54%	1.15%	2.80%	1.34%
Mayo	9.20%	3.86%	0.10%	2.27%	1.24%	3.63%	2.29%
Junio	-0.89%	-4.79%	-1.74%	0.08%	-2.68%	2.13%	0.23%
Julio	-0.52%	4.49%	3.94%	-0.53%	3.15%	3.18%	-4.57%
Agosto	-9.43%	1.96%	-2.40%	3.44%	3.76%	-0.03%	1.88%
Septiembre	-5.12%	-1.91%	0.91%	-1.00%	-2.69%	4.01%	5.42%
Octubre	-0.67%	1.18%	0.21%	1.94%	2.08%	-0.50%	2.61%
Noviembre	5.99%	-4.39%	3.03%	-1.29%	-3.95%	4.10%	7.34%
Diciembre	2.48%	11.16%	1.01%	1.01%	1.23%	1.74%	-2.15%

-8.19%	26.31%	4.46%	7.06%	-1.54%	34.11%	20.26%
--------	--------	-------	-------	--------	--------	--------

Rendimientos del S&P500 desde 1997 hasta 2003

S&P500	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Enero	6.13%	1.02%	4.10%	-5.09%	3.46%	-1.29%	-2.74%
Febrero	0.59%	7.04%	-3.23%	-2.01%	-9.23%	-2.08%	-1.70%
Marzo	-4.26%	4.99%	3.88%	9.67%	-6.42%	3.67%	0.84%
Abril	5.84%	0.91%	3.79%	-3.08%	7.68%	-6.14%	8.10%
Mayo	5.86%	-1.88%	-2.50%	-2.19%	0.51%	-0.91%	5.09%
Junio	4.35%	3.94%	5.44%	2.39%	-2.50%	-7.25%	1.13%
Julio	7.81%	-1.16%	-3.20%	-1.63%	-1.07%	-7.90%	1.62%
Agosto	-5.75%	-14.58%	-0.63%	6.07%	-6.41%	0.49%	1.79%
Septiembre	5.32%	6.24%	-2.86%	-5.35%	-8.17%	-11.00%	-1.19%
Octubre	-3.45%	8.03%	6.25%	-0.49%	1.81%	8.64%	5.50%
Noviembre	4.46%	5.91%	1.91%	-8.01%	7.52%	5.71%	0.71%
Diciembre	1.57%	5.64%	5.78%	0.41%	0.76%	-6.03%	5.08%

31.01%	26.67%	19.53%	-10.14%	-13.04%	-23.37%	26.38%
--------	--------	--------	---------	---------	---------	--------

Rendimientos del S&P500 desde 2004 hasta 2010

S&P500	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	1.73%	-2.53%	2.55%	1.41%	-6.12%	-8.57%	-3.70%
Febrero	1.22%	1.89%	0.05%	-2.18%	-3.48%	-10.99%	2.85%
Marzo	-1.64%	-1.91%	1.11%	1.00%	-0.60%	8.54%	5.88%
Abril	-1.68%	-2.01%	1.22%	4.33%	4.75%	9.39%	1.48%
Mayo	1.21%	3.00%	-3.09%	3.25%	1.07%	5.31%	-8.20%
Junio	1.80%	-0.01%	0.01%	-1.78%	-8.60%	0.02%	-5.39%
Julio	-3.43%	3.60%	0.51%	-3.20%	-0.99%	7.41%	6.88%
Agosto	0.23%	-1.12%	2.13%	1.29%	1.22%	3.36%	-4.74%
Septiembre	0.94%	0.69%	2.46%	3.58%	-9.08%	3.57%	8.76%
Octubre	1.40%	-1.77%	3.15%	1.48%	-16.94%	-1.98%	3.69%
Noviembre	3.86%	3.52%	1.65%	-4.40%	-7.48%	5.74%	-0.23%
Diciembre	3.25%	-0.10%	1.26%	-0.86%	0.78%	1.78%	6.63%

8.99%	3.00%	13.62%	3.53%	-38.49%	23.45%	12.89%
-------	-------	--------	-------	---------	--------	--------

Rendimientos del NYSE desde 2004 hasta 2010

NYSE	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero		-9.54%	13.70%	2.86%	-10.45%	-19.65%	-7.47%
Febrero		-1.16%	13.12%	-15.08%	-16.45%	-23.27%	12.69%
Marzo		-5.60%	23.23%	10.42%	-6.03%	6.04%	12.24%
Abril		83.62%	-16.21%	-10.05%	7.11%	29.44%	10.20%
Mayo		5.69%	-9.94%	-1.48%	-3.30%	29.48%	-12.14%
Junio		13.30%	14.52%	-11.39%	-20.74%	-9.17%	-3.63%
Julio		3.80%	-9.19%	4.62%	-6.75%	-1.10%	4.85%
Agosto	21.14%	-6.01%	-4.65%	-5.54%	-14.08%	5.16%	-4.25%
Septiembre	-2.01%	4.95%	26.05%	8.82%	-3.47%	1.94%	2.99%
Octubre	16.44%	21.20%	-0.94%	18.24%	-22.97%	-10.52%	7.25%
Noviembre	30.88%	14.91%	35.18%	-7.49%	-21.11%	-2.21%	-10.84%
Diciembre	-5.75%	-9.91%	-2.90%	1.35%	14.99%	0.08%	8.67%

70.49%	138.44%	94.40%	-9.70%	-68.80%	-7.60%	17.35%
--------	---------	--------	--------	---------	--------	--------

Rendimientos del NASDAQ desde 2002 hasta 2005

NADQ	2002	2003	2004	2005
Enero		-9.00%	-6.35%	-16.08%
Febrero		-14.84%	0.79%	23.13%
Marzo		-10.32%	-3.59%	1.52%
Abril		-9.35%	-12.79%	40.09%
Mayo		-1.59%	-3.33%	14.48%
Junio		29.84%	-13.10%	9.91%
Julio	-20.69%	6.83%	0.00%	20.10%
Agosto	-16.67%	-15.70%	-2.06%	3.75%
Septiembre	-6.50%	11.03%	11.83%	7.87%
Octubre	-19.79%	9.32%	-1.45%	21.85%
Noviembre	33.33%	1.14%	2.94%	26.68%
Diciembre	0.00%	6.18%	45.71%	-10.09%

-33.91%	-5.50%	7.94%	244.90%
---------	--------	-------	---------

Rendimientos del NASDAQ desde 2006 hasta 2010

NADQ	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	19.13%	10.43%	-6.51%	-11.70%	-9.23%
Febrero	-3.34%	-11.97%	-10.29%	-4.22%	3.56%
Marzo	-1.16%	-1.74%	-6.87%	-6.32%	13.37%
Abril	-6.54%	10.71%	-5.72%	-1.79%	-0.57%
Mayo	-18.65%	2.21%	-3.90%	9.78%	-11.48%
Junio	-1.77%	-10.73%	-24.21%	0.95%	-4.36%
Julio	-7.53%	3.57%	4.60%	-0.84%	9.51%
Agosto	3.11%	6.14%	17.72%	3.88%	-8.01%
Septiembre	6.07%	15.37%	-6.49%	-4.10%	8.49%
Octubre	18.15%	23.94%	6.18%	-14.20%	8.65%
Noviembre	12.37%	-7.15%	-33.76%	3.43%	1.71%
Diciembre	-23.31%	14.14%	14.93%	6.10%	10.95%

-12.48%	60.73%	-50.07%	-19.79%	20.18%
---------	--------	---------	---------	--------

Rendimientos de Cetes a 28 días desde 2000 hasta 2004

CT28	2000	2001	2002	2003	2004
Enero	16.19%	17.89%	6.97%	8.27%	4.95%
Febrero	15.81%	17.34%	7.91%	9.04%	5.57%
Marzo	13.66%	15.80%	7.23%	9.17%	6.28%
Abril	12.93%	14.96%	5.76%	7.86%	5.98%
Mayo	14.18%	11.95%	6.61%	5.25%	6.59%
Junio	15.65%	9.43%	7.30%	5.20%	6.57%
Julio	13.73%	9.39%	7.38%	4.57%	6.81%
Agosto	15.23%	7.51%	6.68%	4.45%	7.21%
Septiembre	15.06%	9.32%	7.34%	4.73%	7.36%
Octubre	15.88%	8.36%	7.66%	5.11%	7.76%
Noviembre	17.56%	7.43%	7.30%	4.99%	8.20%
Diciembre	17.05%	6.29%	6.88%	6.06%	8.50%

16.35%	11.90%	7.32%	6.40%	7.03%
--------	--------	-------	-------	-------

Rendimientos de Cetes a 28 días desde 2005 hasta 2010

CT28	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	8.60%	7.88%	7.04%	7.42%	7.59%	4.49%
Febrero	9.15%	7.61%	7.04%	7.43%	7.12%	4.49%
Marzo	9.41%	7.37%	7.04%	7.43%	7.03%	4.45%
Abril	9.63%	7.17%	7.01%	7.44%	6.05%	4.44%
Mayo	9.75%	7.02%	7.24%	7.44%	5.29%	4.52%
Junio	9.63%	7.02%	7.20%	7.56%	4.98%	4.59%
Julio	9.61%	7.03%	7.19%	7.93%	4.59%	4.59%
Agosto	9.60%	7.03%	7.20%	8.18%	4.49%	4.52%
Septiembre	9.21%	7.06%	7.21%	8.17%	4.48%	4.43%
Octubre	8.91%	7.05%	7.20%	7.74%	4.51%	4.03%
Noviembre	8.71%	7.04%	7.44%	7.43%	4.51%	3.97%
Diciembre	8.22%	7.04%	7.44%	8.02%	4.50%	4.26%

9.60%	7.43%	7.43%	7.96%	5.56%	4.49%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de Cetes a 364 días desde 2000 hasta 2004

CT364	2000	2001	2002	2003	2004
Enero	18.82%	17.89%	9.07%	9.84%	5.75%
Febrero	17.27%	17.93%	9.11%	9.16%	6.26%
Marzo	15.89%	16.68%	8.00%	9.12%	6.66%
Abril	17.04%	15.43%	7.34%	8.30%	6.18%
Mayo	17.61%	14.24%	7.71%	6.60%	8.06%
Junio	16.88%	11.94%	8.12%	6.49%	8.23%
Julio	15.84%	12.82%	8.76%	6.59%	8.22%
Agosto	16.95%	11.44%	8.56%	6.61%	8.55%
Septiembre	16.11%	12.49%	8.48%	6.31%	8.55%
Octubre	16.66%	12.78%	9.65%	5.92%	8.67%
Noviembre	17.06%	11.41%	9.17%	6.42%	9.08%
Diciembre	17.01%	10.08%	8.38%	6.95%	8.58%

18.31%	14.66%	8.87%	7.61%	8.01%
--------	--------	-------	-------	-------

Rendimientos de Cetes a 364 días desde 2005 hasta 2010

CT364	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	8.61%	7.68%	7.46%	7.80%	7.24%	4.98%
Febrero	9.21%	7.52%	7.36%	7.43%	7.14%	5.00%
Marzo	9.88%	7.55%	7.52%	7.48%	7.48%	5.07%
Abril	10.26%	7.71%	7.36%	7.60%	6.12%	5.09%
Mayo	10.18%	7.42%	7.60%	7.83%	5.41%	4.95%
Junio	9.67%	7.56%	7.56%	7.89%	5.19%	4.86%
Julio	9.59%	7.49%	7.51%	8.64%	5.12%	4.79%
Agosto	9.60%	7.47%	7.62%	8.69%	5.13%	4.77%
Septiembre	8.93%	7.53%	7.68%	8.66%	5.35%	4.74%
Octubre	8.81%	7.48%	7.65%	8.34%	5.39%	4.65%
Noviembre	8.52%	7.28%	7.86%	8.51%	5.22%	4.52%
Diciembre	7.92%	7.25%	7.85%	8.05%	5.07%	0.00%

9.67%	7.76%	7.85%	8.38%	5.98%	4.94%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de UDIBONOS a 10 años desde 2000 hasta 2004

Udi10	2000	2001	2002	2003	2004
Enero	6.58%	7.47%	5.29%	5.50%	3.99%
Febrero	6.04%	0.00%	0.00%	5.44%	4.07%
Marzo	5.91%	7.68%	5.11%	5.13%	0.00%
Abril	0.00%	7.26%	4.89%	0.00%	4.21%
Mayo	7.52%	6.34%	0.00%	4.71%	5.12%
Junio	7.64%	0.00%	5.32%	4.19%	0.00%
Julio	0.00%	6.05%	5.92%	4.34%	5.59%
Agosto	6.81%	6.25%	5.80%	0.00%	5.29%
Septiembre	6.48%	6.56%	0.00%	4.08%	5.00%
Octubre	6.91%	0.00%	6.06%	3.89%	4.74%
Noviembre	0.00%	6.26%	5.75%	0.00%	4.96%
Diciembre	6.78%	5.78%	0.00%	4.00%	4.88%

6.97%	6.88%	5.63%	4.65%	4.86%
-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de UDIBONOS a 10 años desde 2005 hasta 2010

Udi10	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	5.16%	4.09%	3.54%	3.80%	3.80%	3.36%
Febrero	5.07%	4.09%	3.80%	3.65%	4.35%	3.29%
Marzo	5.08%	4.06%	3.71%	3.52%	4.74%	3.31%
Abril	5.99%	4.25%	3.52%	3.60%	3.76%	3.40%
Mayo	5.67%	4.40%	3.57%	3.81%	3.94%	3.40%
Junio	5.03%	5.00%	3.58%	4.19%	4.16%	2.87%
Julio	4.90%	4.47%	3.43%	4.22%	3.92%	2.53%
Agosto	4.75%	4.04%	3.65%	3.94%	3.68%	2.17%
Septiembre	4.18%	4.00%	3.63%	4.03%	3.66%	2.20%
Octubre	4.40%	4.04%	3.73%	4.35%	3.29%	1.97%
Noviembre	4.51%	3.95%	3.71%	4.89%	3.44%	2.02%
Diciembre	4.30%	3.66%	3.70%	4.44%	3.35%	2.71%

5.03%	4.25%	3.69%	4.11%	3.91%	2.80%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de UDIBONOS a 30 años desde 2006 hasta 2010

Udi30	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	4.40%	3.67%	3.88%	3.85%	0.00%
Febrero	4.24%	3.90%	3.63%	4.72%	0.00%
Marzo	4.28%	3.69%	3.69%	4.94%	4.27%
Abril	4.68%	3.42%	3.62%	4.44%	4.13%
Mayo	4.74%	3.45%	3.81%	4.32%	4.05%
Junio	5.19%	3.42%	4.05%	4.74%	3.97%
Julio	4.85%	3.47%	4.48%	4.75%	3.46%
Agosto	4.39%	3.50%	4.13%	4.45%	2.99%
Septiembre	4.10%	3.63%	4.21%	4.36%	3.26%
Octubre	4.23%	3.72%	5.27%	4.04%	2.93%
Noviembre	4.04%	3.72%	5.39%	4.12%	3.49%
Diciembre	3.80%	3.68%	4.33%	4.06%	

4.50%	3.67%	4.29%	4.49%	3.74%
-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de BONOS M a 10 años desde 2001 hasta 2005

M10	2001	2002	2003	2004	2005
Enero		9.98%	10.12%	8.46%	10.02%
Febrero		9.93%	10.09%	8.38%	9.62%
Marzo		9.72%	10.58%	8.60%	10.26%
Abril		9.85%	9.53%	8.92%	10.41%
Mayo		9.20%	8.49%	10.10%	9.84%
Junio		9.95%	8.07%	10.30%	9.56%
Julio	10.90%	10.17%	8.74%	9.78%	9.37%
Agosto	0.00%	10.23%	8.88%	10.03%	9.40%
Septiembre	0.00%	10.22%	8.37%	10.27%	8.50%
Octubre	11.09%	11.17%	8.24%	9.69%	8.85%
Noviembre	0.00%	10.96%	8.35%	10.35%	8.73%
Diciembre	10.28%	10.12%	8.32%	9.72%	8.45%

11.40%	10.61%	9.36%	9.98%	9.83%
--------	--------	-------	-------	-------

Rendimientos de BONOS M a 10 años desde 2006 hasta 2010

M10	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	8.25%	7.43%	7.65%	0.00%	0.00%
Febrero	8.21%	7.96%	0.00%	8.24%	7.66%
Marzo	8.25%	7.82%	7.53%	7.75%	0.00%
Abril	8.57%	7.62%	7.72%	0.00%	7.54%
Mayo	8.81%	7.70%	0.00%	7.55%	7.49%
Junio	9.73%	7.56%	8.25%	8.22%	0.00%
Julio	8.69%	7.62%	9.26%	8.09%	6.88%
Agosto	8.08%	7.90%	8.55%	0.00%	6.49%
Septiembre	8.23%	7.88%	0.00%	8.00%	6.25%
Octubre	8.40%	0.00%	8.50%	8.05%	0.00%
Noviembre	7.88%	7.93%	9.82%	0.00%	6.13%
Diciembre	7.56%	8.09%	7.99%	7.81%	0.00%

8.72%	8.07%	8.59%	8.26%	7.21%
-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de BONOS M a 30 años desde 2006 hasta 2010

M30	2006	2007	2008	2009	2010
Enero		0.00%	8.16%	7.84%	0.00%
Febrero		7.71%	7.75%	0.00%	8.49%
Marzo		0.00%	0.00%	9.78%	8.46%
Abril		0.00%	7.67%	8.36%	0.00%
Mayo		7.73%	8.19%	0.00%	8.20%
Junio		0.00%	0.00%	9.04%	7.69%
Julio		0.00%	9.41%	9.08%	7.38%
Agosto		7.71%	8.88%	9.02%	0.00%
Septiembre		7.85%	8.67%	0.00%	7.23%
Octubre	8.08%	7.90%	0.00%	8.56%	7.03%
Noviembre	0.00%	0.00%	8.80%	8.67%	0.00%
Diciembre	0.00%	8.09%	8.40%	8.73%	7.84%

8.08%	8.11%	8.71%	9.05%	8.11%
-------	-------	-------	-------	-------

Rendimientos de TIIE a 28 días desde 2001 hasta 2005

TIIE28	2001	2002	2003	2004	2005
Enero	0.00%	7.97%	9.14%	5.36%	8.97%
Febrero	0.00%	8.99%	9.91%	5.79%	9.52%
Marzo	0.00%	8.47%	9.96%	6.49%	9.78%
Abril	16.36%	6.85%	8.58%	6.17%	10.01%
Mayo	14.09%	7.73%	5.92%	6.95%	10.12%
Junio	11.64%	8.42%	5.79%	7.02%	10.01%
Julio	11.10%	8.34%	5.30%	7.11%	10.01%
Agosto	9.29%	7.61%	4.97%	7.50%	9.98%
Septiembre	10.95%	8.37%	5.05%	7.78%	9.65%
Octubre	10.34%	8.67%	5.60%	8.05%	9.41%
Noviembre	8.90%	8.33%	5.35%	8.61%	9.17%
Diciembre	7.94%	8.26%	6.40%	8.93%	8.72%

13.21%	8.48%	7.05%	7.38%	10.05%
--------	-------	-------	-------	--------

Rendimientos de TIIE a 28 días desde 2006 hasta 2010

TIIE28	2006	2007	2008	2009	2010
Enero	8.41%	7.41%	7.93%	8.41%	4.91%
Febrero	7.97%	7.46%	7.93%	7.94%	4.92%
Marzo	7.68%	7.46%	7.93%	7.64%	4.92%
Abril	7.51%	7.47%	7.94%	6.68%	4.94%
Mayo	7.32%	7.70%	7.93%	5.78%	0.00%
Junio	7.33%	7.70%	8.00%	5.26%	4.95%
Julio	7.31%	7.70%	8.28%	4.92%	4.92%
Agosto	7.30%	7.71%	8.56%	4.89%	4.90%
Septiembre	7.31%	7.70%	8.66%	4.91%	4.90%
Octubre	7.31%	7.73%	8.68%	4.93%	4.87%
Noviembre	7.30%	7.93%	8.73%	4.93%	4.86%
Diciembre	7.34%	7.93%	8.74%	4.93%	0.00%

7.77%	7.93%	8.60%	6.10%	5.02%
-------	-------	-------	-------	-------