

SERIE
POLÍTICAS
PÚBLICAS
Y TRANSFORMACIÓN
PRODUCTIVA

Nº **21**
/ 2015

PRIVATE EQUITY Y VENTURE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA

TENDENCIAS RECIENTES Y DESAFÍOS

CAF BANCO DE DESARROLLO
DE AMÉRICA LATINA

CRÉDITOS

Private equity y venture capital en América Latina

Tendencias recientes y desafíos

Serie Políticas Públicas y Transformación Productiva

**GUILLERMO RODRÍGUEZ GUZMÁN, JUAN CARLOS
ELORZA Y DIANA MEJÍA**

Depósito Legal: lf74320153203673

ISBN Obra Completa: 978-980-6810-67-9

ISBN Volumen: 978-980-422-027-2

Editor CAF

Esta serie es coordinada por la Dirección de
Políticas Públicas y Competitividad de CAF

Gustavo Ardila

Vicepresidente Sectores Productivo y Financiero

Se agradecen especialmente los aportes de contenido y el apoyo brindado por el equipo de *Latin American Venture Capital Association*. Se reconocen las contribuciones de Michael Penfold y Daniela Hernandez en el proceso de edición del manuscrito y su publicación.

Políticas Públicas y Transformación Productiva consiste en una serie de documentos orientados a difundir las experiencias y los casos exitosos en América Latina como un instrumento de generación de conocimiento para la implementación de mejores prácticas en materia de desarrollo empresarial y transformación productiva.

Concepto gráfico: Gatos Gemelos

Montaje y diagramación: Claudia Parra Gabaldón

Las ideas y planteamientos contenidos en la presente edición son de exclusiva responsabilidad de sus autores y no comprometen la posición oficial de CAF.

La versión en digital de esta publicación se encuentra en:
publicaciones.caf.com

© 2015 Corporación Andina de Fomento.

Todos los derechos reservados

CONTENIDO

1 MARCO CONCEPTUAL

PÁG 12

¿Por qué surgen las inversiones en private equity y venture capital?"

Ciclo de inversión de los fondos de PE/VC

¿Qué implicaciones tienen las inversiones de PE/VC en las empresas?

¿Por qué estas empresas crecen más rápido y son más innovadoras?

2 TENDENCIAS GENERALES DE INVERSIÓN DE PE/VC

PÁG 22

Captaciones e inversiones de PE/VC a nivel global, regional y latinoamericano

Inversiones de middle market

Estrategias para invertir en América Latina

Obteniendo rendimiento: Mecanismos de salida (o exits)

3 FORTALEZAS Y RETOS DEL AMBIENTE DE PE/VC EN AMÉRICA LATINA Y OTRAS REGIONES

PÁG 34

Perfil de atracción de PE/VC de América Latina

Otros indicadores de atracción de PE/VC: LAVCA Scorecard

Nuevos compromisos para invertir en PE

④ OPINIÓN DE LOS
INVERSIONISTAS

PÁG 42

REFLEXIONES FINALES

PÁG 51

Atracción de inversiones de PE/VC

**Razones del atractivo para
inversiones de PE/VC**

Rendimiento neto esperado

Relación riesgo / rendimiento

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

GRÁFICO 1 Captaciones e inversiones de <i>private equity</i> y <i>venture capital</i> a nivel mundial (2009-2014)	PÁG 23	GRÁFICO 7 Captaciones e inversiones de <i>venture capital</i> en América Latina (2010-2013)	PÁG 26	GRÁFICO 12 Inversiones y número de transacciones de <i>middle market</i> en América Latina (2010-2013)	PÁG 30
GRÁFICO 2 Captaciones e inversiones de <i>private equity</i> en regiones en desarrollo como porcentaje del total (2008-2014)	PÁG 23	GRÁFICO 8 Distribución de captaciones de <i>venture capital</i> por países de América Latina (2010-2013)	PÁG 26	GRÁFICO 13 Distribución de captaciones de <i>venture capital</i> por país-América Latina (2010-2013)	PÁG 30
GRÁFICO 3 Captaciones e inversiones de <i>private equity</i> en países en desarrollo (2008-2014)	PÁG 24	GRÁFICO 9 Captaciones de recursos de <i>PE/VC</i> según sectores económicos en América Latina participación medida en dólares (2008-2013)	PÁG 27	GRÁFICO 14 Inversiones de recursos de <i>middle market</i> según sectores económicos en América Latina medido en dólares (2010-2013)	PÁG 31
GRÁFICO 4 Captaciones de <i>private equity</i> en países en desarrollo (2009-2014)	PÁG 24	GRÁFICO 10 Captaciones de recursos de <i>PE/VC</i> según sectores económicos en América Latina participación medida en número de transacciones (2008-2013)	PÁG 28	GRÁFICO 15 Estrategias geográficas para invertir en <i>PE</i> en América Latina- Opinión de inversionistas (2014)	PÁG 31
GRÁFICO 5 Inversiones de <i>private equity</i> en países en desarrollo (2008-2014)	PÁG 25	GRÁFICO 11 Sectores mas atractivos para la inversión de <i>PE/VC</i> en América Latina-Opinión de los inversionistas (2013-2014)	PÁG 29	GRÁFICO 16 Liquidez generada por <i>exits</i> de <i>PE/VC</i> y número de transacciones en América Latina (2008-2013)	PÁG 32
GRÁFICO 6 Captaciones, inversiones y transacciones de <i>private equity</i> en América Latina (2008-2014)	PÁG 25	GRÁFICO 17 Tipo de <i>exits</i> de inversiones de <i>PE/VC</i> en América Latina (2013)			PÁG 33

GRÁFICO 18	PÁG 33	GRÁFICO 22	PÁG 43	GRÁFICO 26	PÁG 47
Cambio en la frecuencia de diferentes mecanismos de salida de inversiones de <i>PE/VC</i> en América Latina-Opinión de los inversionistas (2014)		Atractivo de los mercados de América Latina para inversiones de <i>PE</i> en los próximos 2 años (2014)-Opinión de los inversionistas		Porcentaje de inversionistas que requieren un rendimiento neto mayor al 16% sobre inversiones de <i>PE</i> en mercados emergentes (2012-2014)	
GRÁFICO 19	PÁG 36	TABLA 3	PÁG 44	GRÁFICO 27	PÁG 48
Índice de atracción de <i>PE/VC</i> según regiones geográficas		Mayores dificultades para inversiones de <i>PE</i> en regiones en desarrollo (2014)-Opinión de los inversionistas		Rendimiento neto esperado de inversiones de <i>PE</i> en países de América Latina (2013-2014)	
TABLA 1	PÁG 37	GRÁFICO 23	PÁG 45	GRÁFICO 28	PÁG 49
Índice de atracción de <i>PE/VC</i> por regiones geográficas		Atractivo de las inversiones de <i>PE</i> de América Latina respecto a otras regiones en desarrollo (2014)-Opinión de los inversionistas con posiciones de <i>PE</i> en América Latina		Cambio en la relación riesgo/rendimiento en América Latina (2014)-Opinión de los inversionistas	
TABLA 2	PÁG 39	GRÁFICO 24	PÁG 46	GRÁFICO 29	PÁG 49
Índice de atracción de <i>PE/VC</i> por países seleccionados de América Latina		Principales desafíos de las inversiones de <i>PE</i> de América Latina respecto a otras regiones en desarrollo (2014)		Cambios en los compromisos de inversión en fondos de <i>PE/PV</i> en regiones en desarrollo	
GRÁFICO 20	PÁG 40	GRÁFICO 25	PÁG 47	GRÁFICO 30	PÁG 50
Índice de atracción de <i>PE/VC</i> y cambio en el índice de atracción (2010-2014)		Rendimiento neto esperado de inversiones de <i>PE</i> en mercados desarrollados y emergentes (2012-2014)		Cambios en los compromisos de inversión en fondos de <i>PE/VC</i> según región para los próximos 2 años (2014)	
GRÁFICO 21	PÁG 43				
Ranking de atractivo para inversiones de <i>PE/PV</i> en mercados emergentes (2010-2014)-Opinión de los inversionistas					

PRESENTACIÓN

La transformación productiva ha sido una de las áreas que CAF, como banco de desarrollo de América Latina, ha promovido como condición necesaria para alcanzar un desarrollo alto y sostenible en la región.

La experiencia y la pericia generadas en cada proyecto durante las últimas décadas han permitido a la institución constituirse en un referente latinoamericano en temas de competitividad, gobierno corporativo, desarrollo local y empresarial e inclusión productiva.

Las políticas públicas necesarias para impulsar la transformación productiva se basan en el desarrollo de aquellas capacidades orientadas a la implementación de buenas prácticas y en apoyos específicos para la mejora de la gestión empresarial y la productividad. En ese sentido CAF pone a disposición su conocimiento y experticia, brindando un apoyo eficiente a diversos sectores y a la vez generando documentación e investigaciones de casos de éxito relevantes para la región.

“Políticas Públicas y Transformación Productiva” consiste en una serie de documentos de política orientados a difundir esas experiencias y casos relevantes en América Latina, como un instrumento de difusión de conocimiento que CAF pone a disposición de los países de la región, para la implementación de mejores prácticas en materia de desarrollo empresarial y transformación productiva.

L. Enrique García
Presidente Ejecutivo

RESUMEN EJECUTIVO

El presente documento se propone revisar las explicaciones del surgimiento de la industria de *PE/VC* para solucionar los problemas de un mercado de crédito imperfecto, el rol que puede jugar para el crecimiento a nivel agregado y de la firma, y el ciclo de inversión e incentivos que caracterizan a este tipo de fondos. Posteriormente, se presenta una descripción de las tendencias del mercado de *PE/VC* en los mercados en desarrollo, con especial énfasis en América Latina. Luego, con base en varios indicadores, se detallan los principales retos que deben enfrentar las regiones en desarrollo para atraer mayores inversiones de *PE/VC*, colocando nuevamente el acento en el comportamiento de los diferentes mercados de América Latina. Por último, contrastamos estos hechos con la opinión que tienen los inversionistas sobre invertir en América Latina y otros mercados emergentes.

INTRODUCCIÓN

Durante la primera década del siglo, las altas tasas de crecimiento de América Latina, acompañadas de reformas políticas y regulatorias, reducción de la pobreza y mejoras en el contexto macroeconómico, crearon un ambiente favorable para que las inversiones aumentaran en la región a pesar de que algunas deficiencias institucionales y sociales siguen representando retos para el crecimiento.

Los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) de América Latina crecieron de forma sostenida, a excepción de los años de la crisis financiera mundial que los redujo a nivel global. La región, receptora neta de IED, impulsada por la mencionada tendencia de crecimiento, alcanzó un máximo histórico de USD 144 billones de netos en 2013, siendo Brasil, México, Colombia, Chile y Perú los principales protagonistas en la recepción de recursos. En consecuencia, los stocks de IED de la región han crecido de forma notable en términos del tamaño de las economías latinoamericanas alcanzado 32,5% del PIB regional en 2013, muy superior al 11% que representaba dos décadas antes. Sin embargo, estas mediciones siguen manteniéndose notablemente inferiores a los stocks de IED de otras regiones en transición como Sudeste Asiático y Europa del Este, donde superan el 60% del PIB.

América Latina vivió un proceso de cambio en los mecanismos mediante los cuales se invierte en la región: la IED captada ha migrado paulatinamente de los esquemas tradicionales hacia modalidades de inversión entre las que destacan los fondos de capital privado, y en menor medida, los fondos de capital de riesgo, aunque en menor magnitud que en otras regiones en desarrollo como Europa del Este y el Sudeste Asiático. Si bien los montos disponibles para inversiones de este tipo siguen siendo muy limitados, especialmente para las etapas más tempranas del desarrollo empresarial, este cambio indica un mayor interés por captar inversión destinada a identificar empresas de alto impacto y nuevos proyectos innovadores que puedan reconfigurar las tendencias de sus mercados (Penfold y Curbelo, 2013).

Muchos estudios han reseñado la relación existente entre la IED, el crecimiento económico y la innovación. Por otra parte, en los últimos años, los hacedores de política pública de la región han centrado especial interés en el rol que pueden tener las empresas nacientes en los prospectos de desarrollo de la región, pero cuyo impacto está limitado debido a que tienen importantes deficiencias de financiamiento por una serie de características que suelen inhibirlas de participar en los mercados de crédito tradicionales (Berger y Udell, 1998; Gompers y Lerner 2001; Gregory et al, 2005; Lerner et al., 2014). La intersección entre estas dos observaciones dirige el interés hacia un sub-segmento de inversión que se ha transformado en uno de los nuevos mecanismos de IED en la región, especialmente destinado a apoyar las necesidades financieras y no financieras de las empresas en etapas de desarrollo y crecimiento temprano, pero sobre el cual existen pocos estudios: los fondos de *venture capital* (VC) y *private equity* (PE), los cuales aparecen como una solución a algunos

de los problemas de financiamiento de estas empresas y con potencial de convertirse en una porción clave del entramado de financiamiento que estas requieren para crecer y mantenerse. En este sentido, una encuesta realizada por EVCA (2002) referida por BCVA (2011) explica que el 95% de las empresas de portafolio revelan que sin inversiones de capital de riesgo no existirían hoy, o habrían crecido más lentamente. Igualmente, el 72% de las pequeñas empresas sostienen que sus operaciones se habrían vuelto inviables, obligando al cierre de sus operaciones, sin los recursos provistos por el capital de riesgo. De hecho, incluso más impactante, es que casi el 60% de todas las empresas le otorgan preponderancia al papel que cumplió el capital de riesgo para impulsar su desarrollo y crecimiento.

Los fondos de *PE/VC*, como una de las fuentes encargados de atender las necesidades específicas de financiamiento de empresas de alto potencial de crecimiento pero elevado riesgo, tienen un rol clave en el desarrollo empresarial que debe ser analizado en mayor profundidad. Estos logran mejorar las tasas de éxito de las empresas a partir de procesos de selección sofisticados, basados en la experticia y conocimiento que tienen de los sectores productivos. De igual manera, involucrándose y tomando una participación activa en la planificación estratégica, la innovación y las decisiones de gestión, así como también estableciendo conexiones con fuentes de financiamiento posteriores, clientes, proveedores y otros agentes de relevancia para la empresa.

Si América Latina, así como otras regiones en desarrollo, buscan transitar la senda del emprendimiento y la innovación empresarial de alto impacto como medio para transformar su realidad económica y social, debe centrar

mayor atención en la industria de *PE/VC* para mitigar el mayor problema de las empresas nacientes a nivel mundial: la falta de financiamiento.

En este sentido, es determinante entender las características e incentivos mediante los cuales se conforman y operan estos fondos, las tendencias de crecimiento de sus recursos en América Latina y otras regiones en desarrollo, así como las razones -objetivas y subjetivas- que explican la atracción de este tipo de inversiones.

Por ello, el presente documento se propone revisar las explicaciones del surgimiento de la industria de *PE/VC* para solucionar los problemas de un mercado de crédito

imperfecto, el rol que puede jugar para el crecimiento a nivel agregado y de la firma, y el ciclo de inversión e incentivos que caracterizan a este tipo de fondos. Posteriormente, se presenta una descripción de las tendencias del mercado de *PE/VC* en los mercados en desarrollo, con especial énfasis en América Latina. Luego, con base en varios indicadores, se detallan los principales retos que deben enfrentar las regiones en desarrollo para atraer mayores inversiones de *PE/VC*, colocando nuevamente el acento en el comportamiento de los diferentes mercados de América Latina. Por último, contrastamos estos hechos con la opinión que tienen los inversionistas sobre invertir en América Latina y otros mercados emergentes.

CAPITULO 1

MARCO CONCEPTUAL

¿Por qué surgen las inversiones en *private equity* y *venture capital*?

Como se menciona en líneas anteriores, las inversiones de *PE/VC* surgen para dar respuesta a algunas de las deficiencias y fallas de mercado. En primer lugar, se identifican fallas específicas del mercado de crédito, tanto por la profundidad del mismo, como por algunas de las características de las empresas. Por una parte, una reducida profundidad de los mercados financieros limita la existencia de agentes capaces de destinar recursos dependiendo de las diferentes necesidades y oportunidades de negocio que puedan existir. En este sentido, de las mayores complicaciones a las que deben hacer frente las empresas jóvenes y de menor tamaño es la ausencia de colaterales que les permitan acceder a los mercados tradicionales de crédito. Esta situación se debe a que la mayoría de estas empresas tienen un alto énfasis en innovación, otorgándole un papel preponderante al desarrollo de sus activos intangibles, es decir, su idea de negocio, mientras que usualmente carecen de los activos que suele exigir la banca y otros intermediarios financieros tradicionales para protegerse en caso de impago. Sin embargo, en algunos casos se observa que empresas de pequeña envergadura obtienen préstamos de la banca comercial, pero que no pueden considerarse financiamiento "externo" pues suelen obtenerse como colaterales algunos de los bienes de los propios dueños de la empresa (Berger y Udell 1998). Esto no solo evidencia la interrelación entre empresa-emprendedor, sino que también puede convertirse en un potencial desincentivo a la inversión por los elevados costos individuales en los que habría que incurrir en caso de que la idea no prospere.

Igualmente, los agentes deseosos de invertir en empresas pequeñas se deben enfrentar a un panorama de información incompleta, pues la opacidad y falta de información financiera, especialmente información financiera auditada y comparable, son características distintivas de las empresas pequeñas y jóvenes. Ello dificulta la evaluación de ideas de negocio que podrían ser altamente rentables, aumentando las primas de riesgo que deben enfrentar para obtener financiamiento o impidiendo que estas empresas reciban recursos a través de los canales tradicionales. Adicionalmente, las empresas pequeñas tienen dificultades para construir rápidamente reputaciones para señalar alta calidad y un comportamiento eficiente, de forma de superar parcialmente los problemas de opacidad (Berger y Udell, 1998).

Aunado a ello, existen problemas de información asimétrica que pueden ser especialmente agudos en estos casos. Por ejemplo, los problemas de selección adversa pueden surgir con facilidad, ya que los altos niveles de riesgos que se asumen en estas inversiones, exigen rendimientos, y por tanto pagos de intereses, que pueden resultar prohibitivos para muchas empresas. Por tanto, sólo aquellas con mayores prospectos de rendimiento, pero también con los riesgos más elevados, decidirían acudir a estos mercados, obligando a otras con posibilidades más reales de triunfar a auto-excluirse y buscar otras fuentes de financiamiento, o simplemente, a no capitalizar sus ideas de negocio. Sin embargo, este tipo de organizaciones suele sufrir primordialmente la existencia del problema de riesgo moral en los casos en que el monitoreo de la gestión resulta muy complicado o costoso; es decir, que puede existir la posibilidad de que la administración de la empresa tenga un comportamiento indeseado, excediendo los gastos o buscando apropiarse parte de los recursos. En este sentido, los diferentes mecanismos de inversión de capital, bien sea de ángeles inversionistas, VC o incluso PE,

pueden contribuir a reducir este problema de información, ya que a través de un proceso de due diligence extensivo suelen estar en capacidad de seleccionar las mejores empresas, con mejor potencial de crecimiento y un grupo de administradores más capaces. No obstante, estos inversionistas suelen reservarse una serie de ventajas y capacidades para influenciar las decisiones empresariales en temas de endeudamiento, gastos, liquidación de activos, conformación de la directiva, innovación y revelación de información, entre otros temas, que les permitan garantizar un comportamiento gerencial adecuado a los intereses conjuntos, esto es el éxito de la empresa. El hecho de que muchas empresas de alto riesgo y potencial alto rendimiento reciban buenas inyecciones de capital, a través de cualquiera de las fuentes mencionadas anteriormente antes de poder acudir a mercados tradicionales de deuda, sugiere que los problemas de riesgo moral pueden ser especialmente relevantes para este tipo de empresas (Berger y Udell 1998).

Los fondos de PE/VC surgen entonces como una alternativa al aprovechar su experticia en el sector relevante para identificar las empresas de mayor potencial, incluso sin el sustento de información financiera contrastada como requerirían la mayoría de los inversionistas. Este tipo de fondos contribuyen a lograr mejores resultados, al involucrarse de manera activa en la dirección o gerencia de la empresa, además de proveer una serie de servicios favorables para el desarrollo de la firma y la rentabilidad de su inversión, como asesoría técnica, conexión con redes de proveedores y clientes, know-how del sector en el que operan, o simplemente como un mecanismo guía que motive a otros inversionistas a dirigir recursos hacia la empresa y atraer talento clientes y proveedores (Lerner 1995; Berger y Udell 1998; Gompers y Lerner 2000; Lerner et al. 2014).

Ciclo de inversión de los fondos de PE/VC

Los fondos de PE/VC son intermediarios financieros de características peculiares, y por tanto, resulta de especial interés entender el ciclo de inversión que los caracteriza para poder potenciar el rol catalítico que tienen en el desarrollo y la innovación empresarial. Partiendo de las definiciones de Gompers y Lerner (2001) y Lerner et al. (2014), se pueden distinguir cinco grandes etapas en el desarrollo de los fondos de PE/VC: captación de fondos, búsqueda y selección de oportunidades de inversión, estructuración de los acuerdos, administración y monitoreo, y salida o desinversión.

Captación de recursos

Se refiere al proceso mediante el cual los gerentes de los fondos de inversión contactan a diferentes inversionistas institucionales e individuales en aras de recolectar los recursos que posteriormente serán invertidos en las firmas. Durante este período, los gestores de fondos suelen dedicarse de forma exclusiva a la recolección de recursos de diferentes fuentes, para luego concentrar esfuerzos en las etapas subsecuentes del ciclo de inversión.

Búsqueda y selección de oportunidades de inversión

Durante esta etapa, los administradores de los fondos de PE/VC se encargan de recabar información sobre las oportunidades de negocio, y a través de un proceso de análisis y evaluación, toman decisiones de inversión en las firmas. Este proceso permite asegurar que sólo las opciones con mayor potencial reciban financiamiento, además de producir información útil para evaluar las oportunidades de desarrollo empresarial de estas iniciativas, factor de crítica

relevancia dados los limitados fondos y recursos disponibles para ser invertidos en América Latina. Las iniciativas son evaluadas, entre otras cosas, en cinco dimensiones:

- i) Atractivo del Mercado y Ambiente de Negocios: Por supuesto, las empresas ubicadas en contextos y sectores con altos prospectos de rendimiento, competencia limitada y condiciones favorables para el desarrollo empresarial, tienen las mayores ventajas. En este apartado se evalúan factores como características y tamaño del mercado potencial, perspectivas de crecimiento de la economía y el sector, características de los consumidores y la posibilidad de que adopten efectivamente los productos y servicios ofrecidos, y características del entorno de inversiones como el tiempo y costos para iniciar, hacer y cerrar negocios, entre otros.
- ii) Diferenciación del Producto: siguiendo la teoría de los océanos azules de Chan Kim y Mauborgne (2005), los emprendedores deben apuntar a proveer bienes o servicios en nichos no explotados, pues es allí donde podrán obtener los mayores rendimientos. Los fondos de PE/VC deben ser capaces de identificar aquellas ideas o productos con mayor potencial de crecimiento y ofrecer a los innovadores mecanismos y soluciones para poder probar sus ideas de una forma efectiva y económica, de forma de obtener la retroalimentación necesaria para depurar y perfeccionar sus ideas de negocio. En algunos casos, las ventajas de ser un *early-mover*, es decir, ser el primero en introducir un producto o servicio en el mercado, puede ser clave tanto para aprovechar las economías asociadas a aprender-haciendo (*learning-by-doing*), como para

generar apego hacia la marca y capturar una proporción relevante del mercado. También, en casos donde la diferenciación sostenida de los productos puede resultar compleja o limitada por derechos de propiedad que expiran en poco tiempo, las ventajas de ser el primero en el mercado y resulta clave para la supervivencia empresarial, y por tanto, para el rendimiento de los recursos invertidos por las firmas de *PE/VC*.

iii) Habilidades Gerenciales: De las capacidades y habilidades de la gerencia dependen la mayoría de las decisiones de la empresa. Si bien es cierto que muchas firmas de *PE/VC* se reservan puestos en los directorios corporativos e incluso pueden influenciar en el nombramiento de algunos cargos gerenciales, es más común que mantengan un papel minoritario en estas decisiones por lo que una gerencia profesional, con la adecuada mezcla de experiencia técnica, gerencial y human se erige como uno de los criterios claves de selección de firmas.

iv) Resistencia a Amenazas y Resiliencia: Otro criterio de relevancia, se refiere a la capacidad que tiene la firma y el sector en el que se desempeña, de sobrellevar situaciones adversas. De esta forma, la facultad de ofrecer productos y servicios flexibles y adaptables a los cambios del mercado, que estén en un constante proceso de contraste y mejoramiento con las percepciones de los consumidores es de gran relevancia para tomar una decisión de inversión.

v) Opciones de Salida: Como cualquier inversión, el objetivo ulterior de los fondos de *PE/VC* es obtener un rendimiento como compensación de la utilización de

los recursos invertidos en las empresas. Por ello, estos fondos evalúan en profundidad la disponibilidad de múltiples opciones para capitalizar sus inversiones, pero también definen los mecanismos y momentos ideales para obtener el mayor rendimiento tanto para el fondo, como para la empresa.

El proceso de selección de las empresas en las cuales se desean invertir los recursos es clave tanto en América Latina, como en otras regiones en desarrollo, debido a las limitaciones de recursos disponibles para invertir en este tipo de iniciativas que garanticen el mejor desempeño de los portafolios de los gestores de fondos y de la economía en general. Adicionalmente, este proceso permite a los inversionistas disponer de la información necesaria para formular contratos, metas y esquemas de financiamiento que puedan suplir las falencias y robustecer las ventajas identificadas. Igualmente, aquellas empresas que no reciban finalmente recursos de estos inversionistas pueden beneficiarse en todo caso del análisis para identificar sus debilidades, corregirlas, y aumentar sus probabilidades de éxito en sucesivas rondas de financiamiento (Lerner et al. 2014).

Estructuración del trato

Como se ha señalado, pueden existir importantes conflictos de interés y asimetrías de información entre los inversionistas y las empresas en las que deciden tomar posiciones de capital. Por ello, es menester desarrollar mecanismos que permitan alinear los intereses de ambas partes para generar valor y rentabilizar la inversión. Aunque las participaciones mayoritarias ocurren, en la mayoría de los casos los fondos de *PE/VC* obtienen participaciones minoritarias en el capital que no les permitirían ejercer un control sobre muchos de los

aspectos críticos de la gestión de estas empresas, por lo que deben incluirse otro tipo de mecanismo de influencia y monitoreo para proteger su inversión. En este sentido, las empresas disponen de varios mecanismos de incentivos y control (Berger y Udell 1998; Prowse 1998; Gompers y Lerner 2001; Lerner et al. 2014).

Primero, estos inversionistas suelen aprovechar las ventajas legales de obtener acciones preferidas que otorgan ventajas a la hora de obtener remuneraciones en el caso de liquidación de la empresa y generan incentivos a la gerencia de realizar una gestión eficiente pues en caso contrario el valor de las acciones comunes se reduciría de forma considerable, limitando sus remuneraciones (Prowse 1998; Lerner et al. 2014). Adicionalmente, la práctica de emplear acciones preferidas parece tener efectos muy favorables para la gestión de las empresas pues como muestra el estudio de Lerner y Schoar (2005), el 50% de las empresas que recibieron financiamiento de fondos de VC sin la inclusión de acciones preferidas, fracasaron, a diferencia del 8% de aquellas que sí incluyeron este tipo de mecanismo. Sin embargo, en mercados emergentes, la práctica de emplear acciones preferidas está menos extendida que en países desarrollados (Lerner et al 2014). Igualmente, en algunos casos, los fondos de inversión optan por participar a través de acciones preferidas convertibles que les permiten recuperar parcialmente los fondos invertidos en la empresa en caso que se incumplan las condiciones previamente establecidas (Prowse 1998). Evidencia empírica demuestra que los fondos de inversión más establecidos y con mayor experiencia y experticia se inclinan por participar a través de acciones preferidas convertibles, mientras que los emprendedores más establecidos suelen recibir más financiamiento a través de acciones comunes (Cumming y Atihaq, 2008).

Un segundo mecanismo de gran relevancia es la posibilidad de ofrecer pagos e inyecciones de capital fraccionados. De hecho, según Sahlman (1990) en Gompers y Lerner (2001), este es el mecanismo de control más importante que un inversionista de PE/VC puede emplear pues no solo permite establecer metas claras para obtener financiamiento adicional que permita continuar el proceso de desarrollo de la idea de negocio, sino que también permite limitar las pérdidas en las que debe incurrir el inversionista en caso que la empresa fracase en sus etapas tempranas de desarrollo (Sahlman 1990; Gompers 1995; Admati y Pfleiderer 1994 en Berger y Udell 1998; Prowse 1998; Berger y Udell 1998; Gompers y Lerner 2001).

En tercer lugar, se deben ofrecer esquemas de incentivos para la gerencia. Estos pueden tener la forma de participaciones en el capital como parte de la remuneración a cargos gerenciales, aunque suelen ir acompañados de disposiciones legales que permitan a la compañía recomprar estas acciones en caso de que alguno de estos individuos sea depuesto de su cargo (Prowse 1998; Gompers y Lerner 2001; Lerner et al. 2014). En este sentido, también suelen incluirse disposiciones en los contratos de algunos miembros críticos de la gerencia para penalizar bajo rendimiento, o en contraposición, para remunerar el logro de ciertos objetivos y metas (Prowse 1998).

Adicionalmente, como se mencionó, los inversionistas buscan participar de manera directa y explícita en la toma de algunas decisiones de direccionamiento estratégico de la empresa, así como tener relevancia en el nombramiento y remoción de cargos gerenciales, al requerir posiciones en el directorio de las empresas, aun en los casos que no les corresponda por su posición accionaria (Prowse 1998; Gompers y Lerner 2001). En este sentido, Lerner (1994) en Prowse (1998) explica que

en una muestra de empresas de biotecnología, este tipo de inversionistas poseía un tercio de los puestos directivos más que aquellos que les correspondía a los miembros de la gerencia que poseían acciones. Igualmente, la inclusión de este tipo de inversionistas puede garantizar la creación de directorios sólidos, preferiblemente mediante la inclusión de directores independientes y calificados para guiar las empresas hacia una senda de crecimiento sostenible.

Por otra parte, los fondos de *PE/VC* que invierten en empresas nacientes pueden establecer una serie de contratos, pactos y requerimientos para limitar acciones indeseadas y reducir los costos de monitoreo. Entre estas acciones se incluye la obligación de proveer información financiera y operacional en plazos previamente definidos, someterse a auditorías, garantizar reuniones de directores, pagar impuestos, limitar la venta de activos o adquisición de deuda, entre otros (Berger y Udell 1998; Prowse 1998; Gompers y Lerner 2001; Lerner et al 2014).

Administración y monitoreo

Si bien es cierto que los fondos de *PE/VC* invierten considerables esfuerzos para diseñar contratos para proteger sus intereses, su rol de apoyo en la administración de la empresa y el monitoreo de las acciones de la gerencia puede resultar de mayor utilidad para mejorar los prospectos de desarrollo de la firma.

En primer lugar, los inversionistas de *PE/VC* buscan reducir las limitaciones técnicas y gerenciales de los emprendedores para facilitar la toma de decisiones. Suelen aprovechar sus redes, experticia y reconocimiento para atraer capital humano de alto nivel; o, alternativamente, aportan con preparación

técnica complementaria a los miembros existentes de la gerencia. También funcionan como puente para relacionar la gerencia de las empresas con otros grupos empresariales y emprendedores exitosos que puedan contribuir con el proceso de decisión, compartir ideas y servir de motivación y apoyo para continuar expandiendo las actividades de la firma (Lerner et al. 2014).

Por otra parte, estos fondos dedican gran parte de sus actividades al proceso de monitoreo y seguimiento de las empresas para garantizar que se cumplen las metas establecidas. De hecho, según Gorman y Sahlman (1989) en Berger y Udell (1998) estos inversionistas dedican más de 19 visitas y más de 100 horas de trabajo al año a cada una de las empresas que componen su portafolio de inversión. En este proceso se garantiza el apoyo para implementación de las estrategias de negocio, se sugieren virajes si se considera que las estrategias iniciales no son adecuadas, pero siempre sin intervenir en las actividades diarias de la empresa. El conocimiento que suelen tener estos fondos sobre los sectores en los cuales invierten los convierten en socios ideales para el diseño de estrategias de productos, contacto con proveedores y clientes, estrategias de mercadeo e introducción en el mercado, cálculo de precios, entre otros.

Salida o desinversión

Como en cualquier inversión, el objetivo ulterior de los fondos de *PE/VC* es obtener un rendimiento económico por la disposición de sus recursos financieros. Para lograrlo, es necesario que el fondo pueda transformar las posiciones de capital que posee en las empresas en activos más líquidos de los cuales pueda disponer. Los inversionistas en fondos de *PE/VC* pueden contribuir a elegir los mecanismos de salida

más propicios, así como el momento más adecuado para obtener rendimientos elevados (Lerner 1994; Berger y Udell 1998; Lerner et al. 2014). Las firmas de *PE/VC* pueden jugar un papel clave para facilitar la provisión de información crítica para que los futuros posibles compradores puedan tomar una decisión educada, reduciendo por tanto la sub-valoración a la que suelen enfrentarse algunas empresas como consecuencia de asimetrías de información que pueden persistir (Cumming y Atihaq, 2008).

En este sentido, siguiendo a Cumming y MacIntosh (2003) se identifican cinco grandes mecanismos de salida: oferta pública inicial (OPI, o IPO por sus siglas en inglés), venta estratégica (o acquisitions), adquisición de la gerencia (o buybacks), adquisición secundaria, y liquidación.

Una OPI es considerado el método más rentable para capitalizar las inversiones hechas por los fondos de *PE/VC* y consiste en obtener recursos al listar la empresa en bolsa y luego de un período que suele superar los 6 meses, vender sus acciones en el mercado secundario. Comúnmente, los fondos deben esperar este plazo por obligación contractual de los bancos de inversión y para evitar dar una señal negativa al mercado que pueda depreciar el valor de las acciones de la empresa (Gompers y Lerner 2001; Cumming y MacIntosh 2003; Lerner et al. 2014). Como demuestra Lerner (1994), los gestores de fondos de *PE/VC* poseen los conocimientos y experticia para obtener mayores rendimientos de las empresas en las cuales han invertido al realizar sus OPI en los momentos del ciclo económico donde las valoraciones recibidas son más favorables. Además, los administradores de fondos con mayor experiencia suelen acertar con mayor precisión el momento en el cual resulta más rentable realizar una oferta pública de sus posiciones.

Una OPI puede atraer atención de diferentes inversionistas y agentes relevantes del mercado tanto para la empresa en cuestión como para el fondo de *PE/VC* que se ha encargado de su financiamiento. Estos efectos de reputación pueden contribuir a atraer consumidores, proveedores, talento humano y socios comerciales, entre otros; siendo especialmente relevantes en mercados como el latinoamericano donde este tipo de salidas suelen ser la excepción (Lerner et al 2014). Sin embargo, el esquema no está carente de dificultades. Entre las barreras que deben sortearse, están los elevados costos de transacción de estas operaciones, que en algunos casos pueden alcanzar el 10% del capital levantado; el extensivo proceso de preparación previo, que incluye el ajuste de estados financieros y otros documentos para adaptarlos a la regulación y exigencias de la bolsa donde se desea listar el valor; además de algunos cambios directivos y gerenciales que suelen realizarse para asegurar la estabilidad de la empresa antes de realizar la oferta pública (Lerner et al. 2014).

En el caso de que las empresas no alcancen el tamaño y visibilidad suficiente como para ser sujetos a una OPI, las ventas estratégicas, conocidas usualmente como acquisitions, surgen como una alternativa válida para capitalizar las inversiones realizadas. En estas, el gestor de un fondo de *PE/VC* vende su posición a alguna empresa del sector en la cual opera la firma. Este modelo suele ser común cuando una empresa está interesada en el desarrollo o tecnología de la empresa del fondo de *PE/VC* para integrarla tanto horizontalmente como verticalmente en sus operaciones. El rol del fondo de *PE/VC* abarca múltiples aristas pues puede encargarse de establecer un listado de potenciales empresas compradoras, participar en el proceso de negociación, con un rol catalítico en la provisión de información y solución de

controversias, además de su inclusión en el proceso de negociación de las condiciones de compra para fijar tanto el período en el cual se realizaran los pagos, como el vehículo mediante el cual se realizaran los mismos, que puede darse en un espectro entre un pago en metálico, hasta la absorción o fusión de las empresas otorgando una participación accionaria en la firma resultante (Cumming y MacIntosh 2003; Gompers y Lerner 2001; Lerner et al. 2014).

Otras opciones viables son que la gerencia recompre la participación que tiene el fondo de *PE/VC* en la empresa (buyback) o que éste la venda a otro operador o inversionista de *PE/VC* sin modificar la participación de otros actores (compra secundaria). Por último, la liquidación de una empresa implica el fracaso de la misma y la imposibilidad de cumplir con todos sus compromisos. En este caso, los inversionistas de *PE/VC* reciben una porción de su inversión luego de que se hayan cancelado las demás deudas de la empresa, a excepción de los casos donde posean acciones preferidas que les otorguen beneficios especiales en caso de estas contingencias.

¿Qué implicaciones tienen las inversiones de *PE/VC* en las empresas?

El crecimiento de los mercados de *PE/VC* ha atraído notable interés académico sobre las implicaciones de estas inversiones tanto a nivel agregado como de la firma. Los diferentes mecanismos de apoyo financiero y no financiero asociado a las inversiones de *PE/VC* pueden contribuir de forma notable a mejorar los prospectos de desarrollo empresarial pues aquellas firmas que son apoyadas por fondos de *PE/VC* venden, exportan e invierten más, pagan más impuestos, así como también sus ventas, márgenes,

activos fijos e intangibles crecen a mayor velocidad (Romain y van Pottelsberghe 2004a; Alemany y Marti 2005). Además, en Estados Unidos, las firmas que reciben recursos de *PE/VC* generan ingresos por el 21% del PIB y son responsables del 11% del empleo, aunque estas inversiones solo representan el 0,2% del PIB de este país (Lerner et al. 2014).

Estudios empíricos han demostrado que estas inversiones contribuyen a acelerar el crecimiento de las empresas medido por el número de empleados (Jain y Kini 1995 en Samila y Sorenson 2009, Engel 2002, Davila et al 2009, Puri y Zarutskie 2012,) y según ventas (Jain y Kini 1995 en Samila y Sorenson 2009, Engel y Keilbach 2007, Puri y Zarutskie 2012 en Lerner et al 2014). Adicionalmente, Inderst y Muller (2009) presentan un modelo teórico según el cual las firmas que obtienen financiamiento de *PE/VC* crecerán a mayor velocidad que aquellas financiadas por inversionistas pasivos, aunque estas podrían alcanzar a las primeras en el largo plazo dadas algunas características. Estas diferencias en las tasas de crecimiento ocurre porque los fondos de *PE/VC* se involucran más en la gestión de las empresas para reducir las limitaciones que impliquen riesgo a las inversiones y mejorando sus prospectos productivos y operativos. Adicionalmente, este tipo de financiamiento puede permitir una ventaja competitiva para invertir más estratégicamente en las etapas iniciales de desarrollo en industrias donde el primer movimiento tiene gran importancia en las tendencias a largo plazo al crear apego de marca, permitir aprovechar beneficios especiales por curvas de aprendizaje, economías de escala y de enfoque, y en especial, cuando existe poca diferenciación horizontal.

Igualmente, hay evidencias empíricas que señalan que estas empresas son más innovadoras, medido según el número de patentes obtenidas (Kortum y Lerner 2000, Ueda y Hirukawa

2008, Brander, Du y Hellmann 2010). Sin embargo, Engel y Keilback (2007) encuentran que aunque las empresas que reciben financiamiento de fondos de *PE/VC* son más innovadoras, esto no se debe precisamente a esas inversiones debido a que los grados de innovación no cambian luego de que estas firmas obtienen financiamiento de *PE/VC*. Esta evidencia señala que existe un proceso de selección para identificar a las empresas más innovadoras, e invertir en ellas.

A nivel agregado, las inversiones de *PE/VC* se asocian a un mayor crecimiento económico (EVCA 1996, 2001; Bottazzi y Rin 2002; Romain y van Pottelsberghe 2004a; Samila y Sorenson 2009). Por su parte, Romain y van Pottelsberghe (2004a) aseveran que las inversiones de *PE/VC* tienen asociado grandes retornos sociales, incluso mayores que inversiones en Investigación y Desarrollo (I+D). Esto debido a los elevados efectos derrame y externalidades positivas asociados al conocimiento generado por empresas altamente innovadoras cuyas ideas de negocio tienen altas primas de riesgo, por encima de empresas más consolidadas que no suelen estar dispuestas a asumir. Según estos autores, la presencia de grandes inversiones de *PE/VC* suele asociarse a una mayor introducción de nuevos productos, servicios y procesos en el mercado, así como al aumento de la capacidad de absorción de conocimiento generado por instituciones públicas y privadas de investigación.

Con esto, hay evidencias concretas que indican que este tipo de inversiones conducen al crecimiento de la productividad (Davis et al 2011, 2013; Aldatmaz y Brown 2013), a la creación de más empresas (Samila y Sorenson 2009), al crecimiento del empleo (EVCA 1996, 2001 en Romain y van Pottelsberghe 2004a; Samila y Sorenson 2009; Aldatmaz y Brown 2013) y mayor innovación de alto impacto (Kortum y Lerner 2000, Engel 2002).

¿Por qué estas empresas crecen más rápido y son más innovadoras?

Para explicar estas tendencias favorables identificadas en las empresas que reciben financiamiento de fondos de *PE/VC* existen tres hipótesis básicas: i) son las empresas con mayor potencial; ii) los fondos toman un rol activo de monitoreo y planificación de la empresa; y, iii) la participación de los fondos permite apoyarse en una red de contactos que incluye fuentes de financiamiento, clientes, proveedores, gerentes, y otras empresas relevantes (Alemany y Marti 2005).

En la primera hipótesis, se verifica que los fondos de *PE/VC* tienen procesos de selección altamente eficientes que permiten identificar adecuadamente las empresas de mayor potencial, y que por tanto crecen e innovan a tasas más elevadas que sus contrapartes, aunque esto implicaría que las estimaciones tienen un problema de causalidad. Engel (2002) reduce los problemas de selección comparando con otras empresas que han recibido otro tipo de financiamiento y siguen encontrando que las empresas que reciben recursos de *PE/VC* crecen más rápido. Inderst y Muller (2009) y Metrick y Yasuda (2011) encuentran resultados similares por lo que la preocupación que el efecto observado se debe a un problema de causalidad puede reducirse, si bien no descartarse.

Respecto al segundo planteamiento, se otorga preponderancia al papel que pueden cumplir los fondos de *PE/VC* en la administración y monitoreo de estas empresas. En este sentido, la participación de estos fondos mejora las probabilidades de éxito de estas firmas al aumentar el nivel de habilidades del equipo administrativo, tomando un rol más proactivo que al usar otro tipo de financiamiento, involucrándose en la gestión y gobernanza de las empresas

(Shleifer y Vishny 1997, Gompers y Lerner 1998, Davila et al 2009); contribuyendo a que las empresas sean dirigidas por equipos más profesionales (Hellmann y Puri 2002); y, mejorando la gestión operacional de las actividades (Kaplan 1989 en Aldatmaz y Brown 2013).

En tercer lugar, las firmas de *PE/VC* pueden funcionar como puentes para permitir a las empresas emplear sus conocimientos y contactos sobre firmas proveedoras de servicios, potenciales socios comerciales, clientes y fuentes de financiamiento adicionales permitiéndoles aprender de otras experiencias exitosas, obtener asesoramiento profesional de otros emprendedores exitosos, o simplemente establecer relaciones comerciales que ayuden a expandir las posibilidades de obtener recursos, mejores condiciones de pago, y ampliar el universo de

clientes y socios (Gompers y Lerner 1998, Gulati, Nohria y Zaheer 2000, Lindsey 2008, Davila et al 2009, Metrick y Yasuda 2011, Lerner et al. 2014).

También, como ya se mencionó, hay otras razones que pueden mejorar los prospectos de crecimiento de estas empresas. Por un lado, los efectos reputacionales favorables derivados del proceso de identificación (screening) al que son sometidas las empresas y que genera una señal de calidad que contribuye a atraer clientes y proveedores, poder de negociación con otras firmas, (Barry et al 1990, Davila et al 2009). Igualmente, puede reducir el tiempo requerido para introducir el producto al mercado, especialmente importante en nichos donde tomar el primer movimiento es importante para los prospectos de crecimiento posteriores (Hellmann y Puri 2000; Metrick y Yasuda 2011).

CAPITULO 2

TENDENCIAS GENERALES DE INVERSIÓN DE *PE/PV*

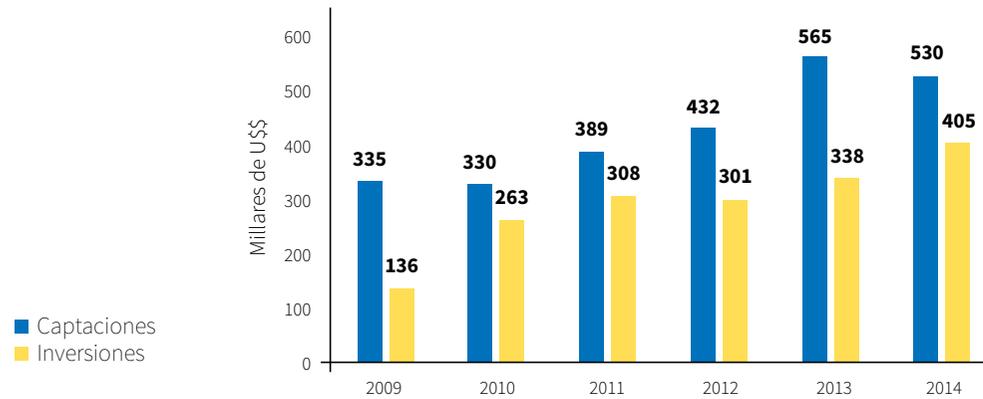
Captaciones e Inversiones de *PE/VC* a nivel global, regional y latinoamericano

Desde la década de 1980, las inversiones de *PE/VC* crecieron de forma importante en muchos mercados desarrollados, pero en especial en Estados Unidos, donde se ha transformado en una industria con gran impacto en la creación de valor, empleo e innovación (Gompers y Lerner, 1998).

A nivel global, los montos captados e invertidos por fondos *PE/VC* han crecido de forma sostenida luego de la crisis financiera de 2008-2009 y constituyen una industria que supera los 530 miles de millones de dólares de captaciones y que fue responsable de inversiones mayores a 405 miles de millones de dólares en 2014. Sin embargo, las captaciones para este tipo de fondos alcanzaron un hito histórico en 2013 cuando se obtuvieron recursos por 565 miles de millones de dólares (ver gráfico 1).

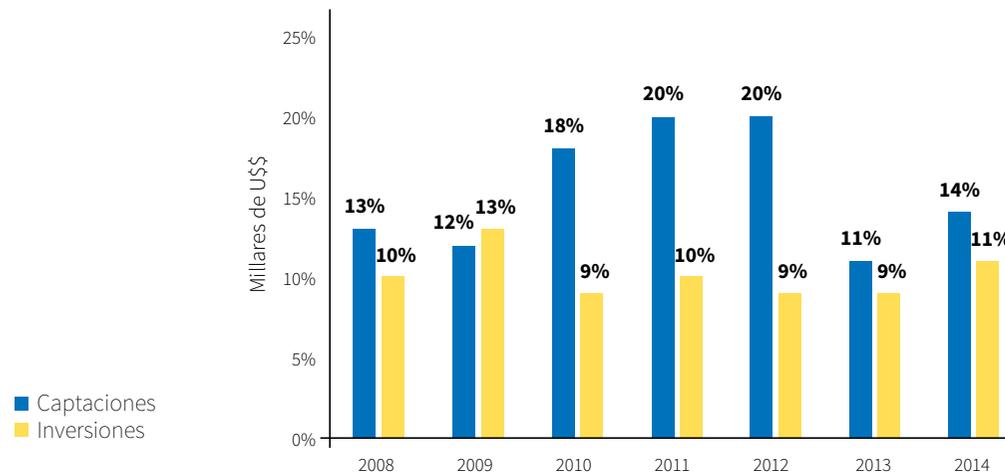
En el desarrollo de esta industria, el rol de los países en desarrollo es considerablemente menor que el de los mercados desarrollados, aunque en ningún caso puede considerarse marginal: como puede observarse en el gráfico 2, en 2014 los mercados emergentes atrajeron cerca del 14% de las captaciones y 11% de las inversiones globales de *PE*, aunque estos datos son inferiores a algunos años previos. Por ejemplo, en 2011 y 2012 estos mercados llegaron a representar el 20% de las captaciones de *PE* a nivel mundial, mientras que en 2009 su participación en las inversiones aumentó hasta el 13% como consecuencia de la fuerte reducción de las inversiones de *PE* por la crisis financiera.

Gráfico 1. Captaciones e inversiones de *private equity* y *venture capital* a nivel mundial (2009-2014)



Fuente: PWC (2015)

Gráfico 2. Captaciones e inversiones de *private equity* en regiones en desarrollo como porcentaje del total (2008-2014)

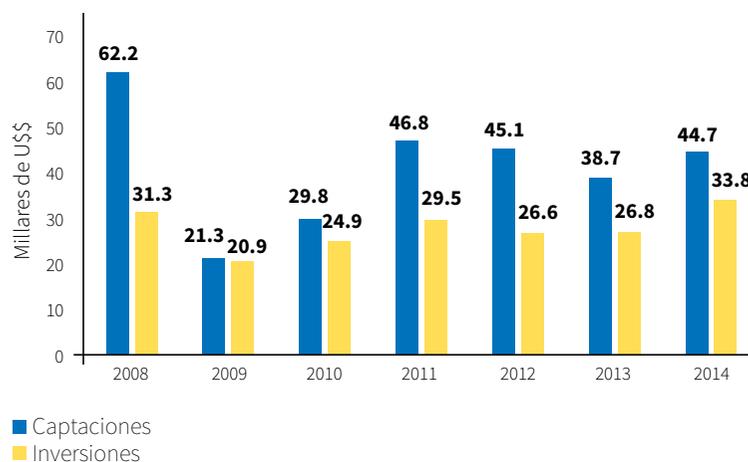


Fuente: EMPEA Industry Statistics Q4 2014 (2015)

Sobre las tendencias de los países en desarrollo, se observa que los montos captados por esta industria en los mercados emergentes se han recuperado luego de la crisis financiera, pero representan poco más del 70% de lo que fueron en 2008. Por el contrario, los montos invertidos, si se han recuperado, e incluso superado las mediciones del pasado, alcanzando un nuevo récord de 33,8 miles de millones de dólares en 2014, 2,5 miles de millones de dólares más que antes de la crisis (ver gráfico 3).

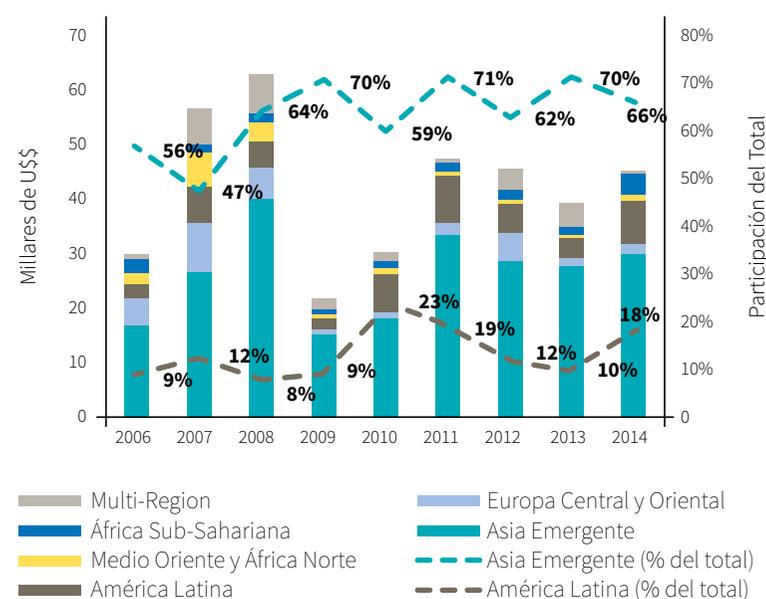
Entre las regiones en desarrollo, los países emergentes de Asia tienen el predominio en la atracción de este tipo de recursos ya que concentran el 66% de las captaciones de PE de las regiones en desarrollo, seguidos por América Latina que con 7,8 miles de millones de dólares en 2014 representó el 18% del total. Adicionalmente, es interesante mencionar el avance de inversiones hechas en África Sub-Sahariana, que en 2014 recibió 4030 millones de dólares, siendo la tercera región en desarrollo más atractiva para este tipo de fondos (ver gráfico 4).

Gráfico 3. Captaciones e inversiones de *private equity* en países en desarrollo (2008-2014)



Fuente: EMPEA Data Dashboards (2015)

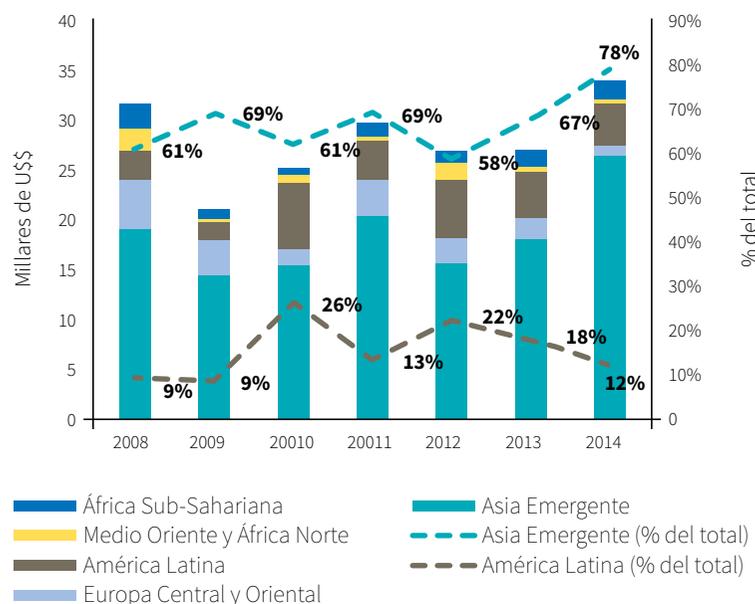
Gráfico 4. Captaciones de *private equity* en países en desarrollo (2009-2014)



Fuente: EMPEA Data Dashboards (2015)

En cuanto a las inversiones, Asia tiene un papel incluso más preponderante al concentrar el 78% de las inversiones de PE en 2014 (26,23 miles de millones de dólares) seguido de América Latina que con un total de 4,2 miles de millones de dólares en 2014 representó el 12% del total, reduciendo no solo el total de recursos invertidos en los últimos dos años, sino también su participación en el total. Nuevamente, África Sub-Sahariana aparece como la tercera región emergente con mayores inversiones de PE en el 2014 por un monto de 1950 millones de dólares (ver gráfico 5).

Gráfico 5. Inversiones de *private equity* en países en desarrollo (2008-2014)



Fuente: EMPEA Data Dashboards (2015)

En el caso de América Latina, se observa que los montos captados han tenido un comportamiento que parece seguir ciclos de expansión-contracción cada dos años: mientras los montos se redujeron en 2008-2009 y 2012-2013, crecieron de forma importante en 2010, 2011 y 2014. Esto se puede deber, en parte, a las estrategias de captación e inversión de los fondos de capital que luego de dedicar esfuerzos para obtener capitales y recursos de los diferentes inversionistas institucionales, redirigen sus acciones hacia la inversión en las empresas que conformaran su portafolio. Adicionalmente, los montos invertidos y el número de transacciones realizadas se redujeron entre 2012 y 2014 hasta los 4,2 miles de millones de dólares y 114 transacciones, considerablemente inferiores a los 5,9 miles de millones de dólares y 156 transacciones registradas en 2012 (ver gráfico 6).

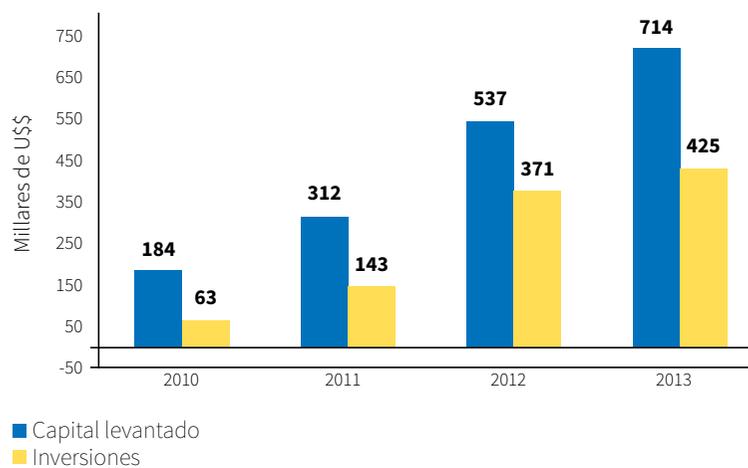
Gráfico 6. Captaciones, inversiones y transacciones de *private equity* en América Latina (2008-2014)



Fuente: EMPEA Data Dashboards (2015)

En cuanto al sub-segmento de VC, los montos captados e invertidos en América Latina han crecido de forma sostenida entre 2010 y 2013, cuando se captaron recursos por 714 millones de dólares y se hicieron inversiones por un monto de 425 millones de dólares (ver gráfico 7). Sin embargo, estos montos siguen siendo muy reducidos, y pueden considerarse marginales respecto a las necesidades de financiamiento que enfrentan las pequeñas y medianas empresas de la región.

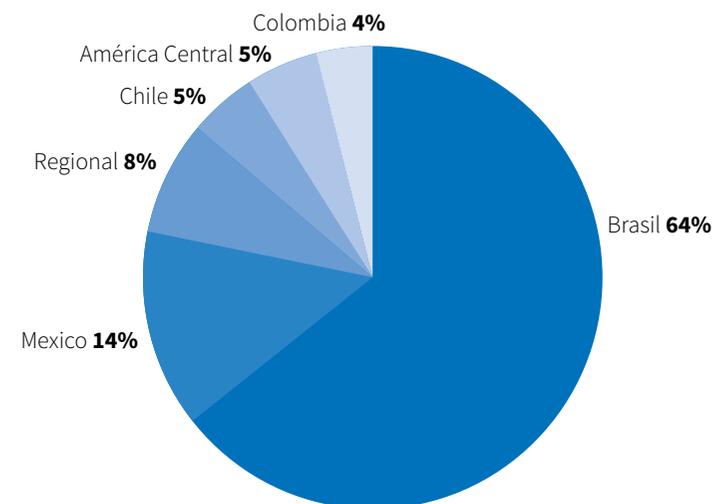
Gráfico 7. Captaciones e inversiones de *venture capital* en América Latina (2010-2013)



Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

En cuanto a la distribución entre los países de la región, Brasil es el claro dominador de la escena de inversiones de VC de América Latina, captando el 64% de los recursos destinados a la región. Empresas mexicanas y los fondos que siguen una estrategia regional concentraron el 14 y el 8% de las captaciones entre 2010 y 2013, respectivamente (ver gráfico 8).

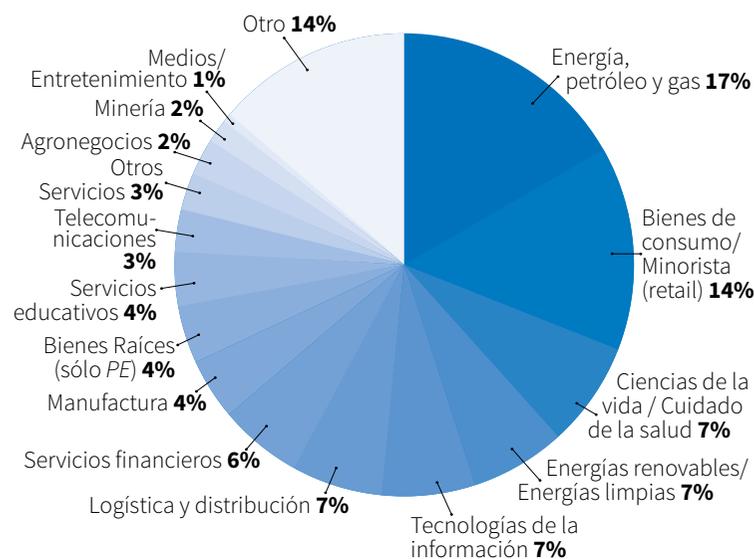
Gráfico 8. Distribución de captaciones de *venture capital* por países de América Latina (2010-2013)



Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

Por otra parte, en términos de sectores productivos las captaciones de *PE/VC* cambian de forma notable según sean analizadas en dólares o en transacciones. Medido en unidades monetarias, los sectores más atractivos para las inversiones en *PE/VC* en América Latina en el período 2008-2013 fueron Petróleo y Gas que con más de 6.404 millones de dólares representa el 17% del total. Otros sectores como Bienes de Consumo y Alimentos (14%), Ciencias de la Salud, Energías Renovables, Tecnologías de Información y Logística (7% cada una) también tienen una participación relevante en los montos totales invertidos por la industria de *PE/VC* en la región (ver gráfico 9).

Gráfico 9. Captaciones de recursos de *PE/VC* según sectores económicos en América Latina participación medida en dólares (2008-2013)



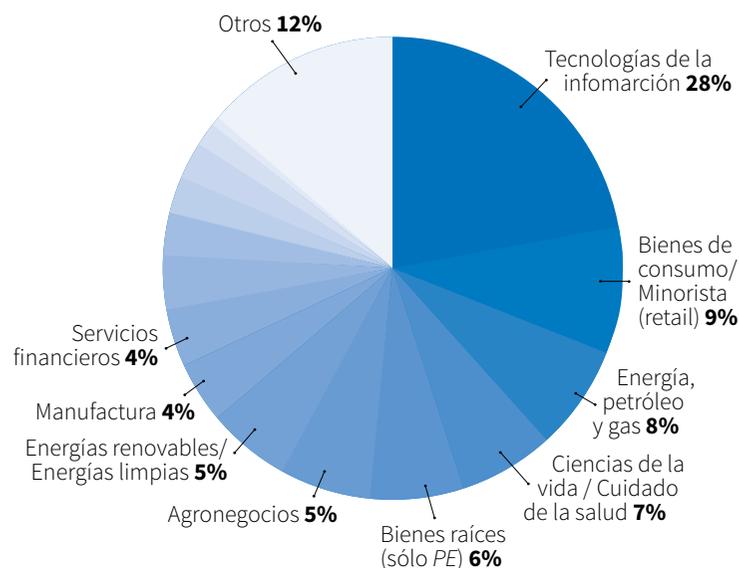
Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

En cuanto al sector de hidrocarburos, parte de este atractivo se debe a los altos precios que persistieron por buena parte del período, así como a los altos requerimientos de recursos para propulsar una industria altamente intensiva en capital. Por su parte, el crecimiento de la mayoría de los otros sectores, puede entenderse, entre otros factores, por el surgimiento de un nuevo segmento social en tránsito para salir de la pobreza que ha impulsado la demanda de bienes y servicios de consumo.

Ahora bien, según el número de transacciones realizadas, las inversiones más numerosas, aunque no las más cuantiosas, resultaron ser las de Tecnologías de la Información con el 28% de todas las transacciones hechas a lo largo del período 2008 - 2013 (336 de 1197 transacciones). Otros sectores relevantes según esta medida repiten de la medición anterior: Bienes de Consumo y Alimentos, y Petróleo y Gas representaron el 9 y 8% de las transacciones, pero muy lejos de las numerosas inversiones en tecnologías de la información (ver gráfico 10).

Si bien este segmento contó con menos de 2,5 miles de millones de dólares de inversiones en el periodo de estudio (7% del total) es llamativo lo numerosas que fueron. Esta aparente paradoja se debe a que la mayoría de las inversiones realizadas en este sector se concentran en las etapas más tempranas de desarrollo, donde los montos requeridos son inferiores. Adicionalmente, las características específicas de la industria, comúnmente enfocada en prestar servicios tecnológicos y web como aplicaciones móviles, servicios de comercio y enseñanza online, entre otros, no tienen los elevados requerimientos de capital que caracterizan a otros sectores productivos como hidrocarburos o finanzas.

Gráfico 10. Captaciones de recursos de PE/VC según sectores económicos en América Latina participación medida en número de transacciones (2008-2013)



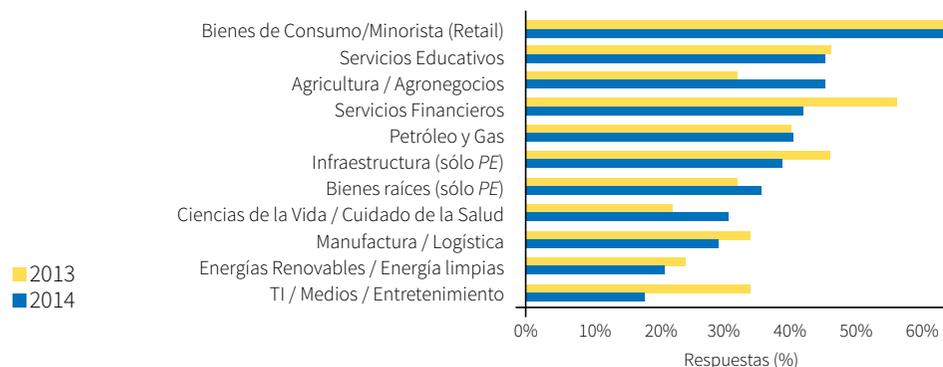
Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

Adicionalmente, una muestra del impulso recibido por el sector de Tecnologías de Información latinoamericanas es el aumento de 102% vivido entre 2011 y 2012 en el número de inversiones realizadas en firmas de este sector. En el mismo periodo, los montos invertidos en este renglón económico crecieron en 134% (LAVCA, 2015).

También, es interesante contrastar los datos empíricos con la percepción que tienen los inversionistas sobre los sectores más atractivos para invertir en la región. Según la Encuesta de Inversores en *private equity* en América Latina LAVCA/Collier Capital, los sectores donde más se ha concentrado el interés son los de Bienes de consumo, Servicios educativos y Agronegocios (ver gráfico 11). En el caso de bienes de consumo, el 68% de los inversionistas institucionales señalaban interés de invertir en este sector, respecto al 45% que identificaba grandes oportunidades en los segmentos de Servicios educativos y Agronegocios. Este último aumentó su atractivo de forma considerable respecto a las mediciones de 2013 donde el 32% de los inversionistas encuestados consideraban atractiva la opción de invertir en este renglón. Por el contrario, otros segmentos en los que América Latina ha sido considerado atractivo en los últimos años como Servicios financieros, Hidrocarburos e Infraestructura han perdido parte de su atractivo entre estos inversionistas, aunque siguen siendo sectores que capturan buena parte de las inversiones de la región.

En este sentido, es llamativo que si bien en 2013 y 2014, los sectores de Servicios educativos y Agronegocios poseen posiciones privilegiadas en los deseos de inversión de los gestores de fondos, su participación dentro del total de inversiones realizadas en el periodo 2008-2013 es muy limitada: 1450 millones de dólares en Servicios Educativos y 919 millones de dólares en Agronegocios en todo el periodo de estudio. Sin embargo, la percepción favorable que tienen los inversionistas sobre las posibilidades de negocio en estos sectores deja abierta la posibilidad para que tengan un crecimiento relevante en los próximos años.

Gráfico 11. Sectores más atractivos para la inversión de PE/VC en América Latina-Opinión de los inversionistas (2013-2014)



Fuente: LAVCA/Collier Capital Encuesta de Inversores en *private equity* en América Latina (2014)

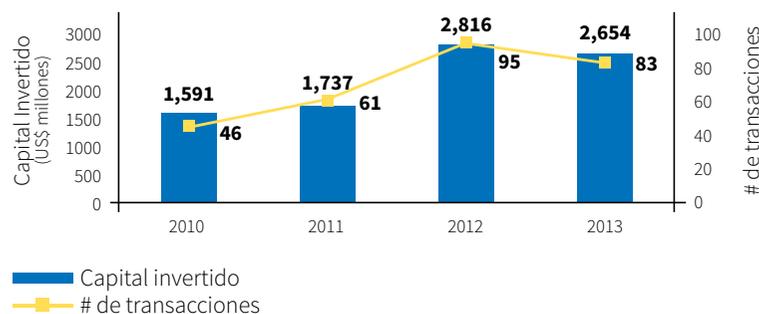
Inversiones de *middle market*

Al igual que en otras regiones en desarrollo, buena parte de los recursos de *PE* captados por América Latina son destinados al financiamiento de empresas sólidas y maduras, pero que requieren grandes sumas de dinero para acometer los procesos de cambio o expansión dentro de su línea de desarrollo empresarial. Por ello, muchos inversionistas institucionales han enfocado su atención en una serie de empresas que tienen requerimientos de capital intermedios, y que pueden resultar altamente rentables por la menor competencia a la que deben enfrentarse los gestores de fondos (LAVCA, 2015).

Según LAVCA (2015) una inversión que cumple cualquiera de las siguientes cuatro condiciones puede ser considerada una inversión de *middle market*: i) Son empresas con ventas

anuales entre 30 y 250 millones de dólares; ii) Son firmas con un valor de mercado entre 100 y 500 millones de dólares; iii) La inversión realizada oscila entre 10 y 100 millones de dólares; y, iv) La estrategia del gestor de fondos la define explícitamente como de *middle market*. Según esta definición, en 2013 se invirtieron más de 2.653 millones de dólares en empresas de *middle market* en América Latina, aunque este monto fue inferior a los 2.816 millones de dólares destinados a este segmento empresarial en 2012 (ver gráfico 12). En cualquier caso, en el período 2012-2013 se observó un crecimiento de 64% en los montos invertidos y 66% en el número de transacciones realizadas en el segmento de *middle market* respecto a los dos años anteriores evidenciando la mayor relevancia que ha tomado este sector del mercado de inversiones de *PE*.

Gráfico 12. Inversiones y número de transacciones de *middle market* en América Latina (2010-2013)

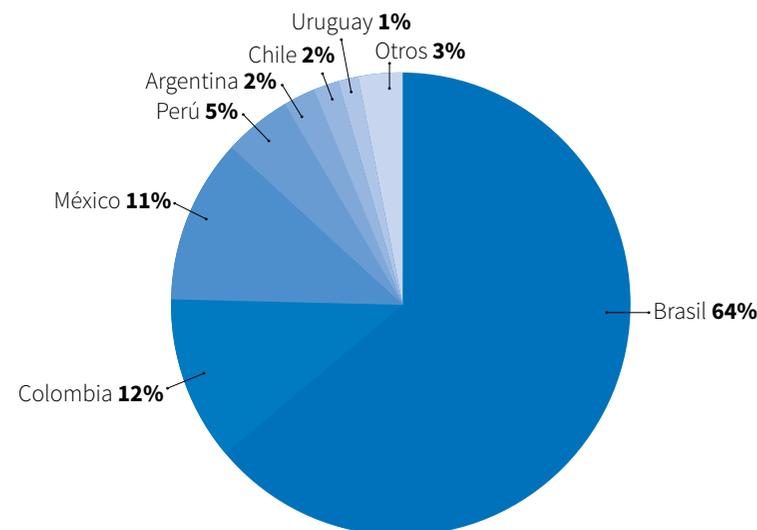


Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

En cuanto a la distribución regional de estos recursos, nuevamente Brasil acapara la mayoría de la atención, y también de los fondos de los inversionistas de *middle market*. Éste representa el 64% del total con inversiones por 5627 millones de dólares entre 2010 y 2013, seguido muy de lejos por los recursos obtenidos por empresas de Colombia y México que abarcan el 12 y 11%, respectivamente (ver gráfico 13).

En cuanto a la distribución según sectores productivos, la repartición es más equitativa. Los Bienes de consumo siguen concentrando la mayoría de las inversiones con 1642 millones de dólares (19% del total del periodo), pero otros sectores como logística y distribución; energía, petróleo y gas; ciencias de la vida y la salud; y, tecnologías de la información, ocupan también porciones relevantes de las inversiones realizadas en este segmento con montos que para este conjunto de renglones económicos superan 3300 millones de dólares (ver gráfico 14).

Gráfico 13. Distribución de captaciones de *venture capital* por país-América Latina (2010-2013)

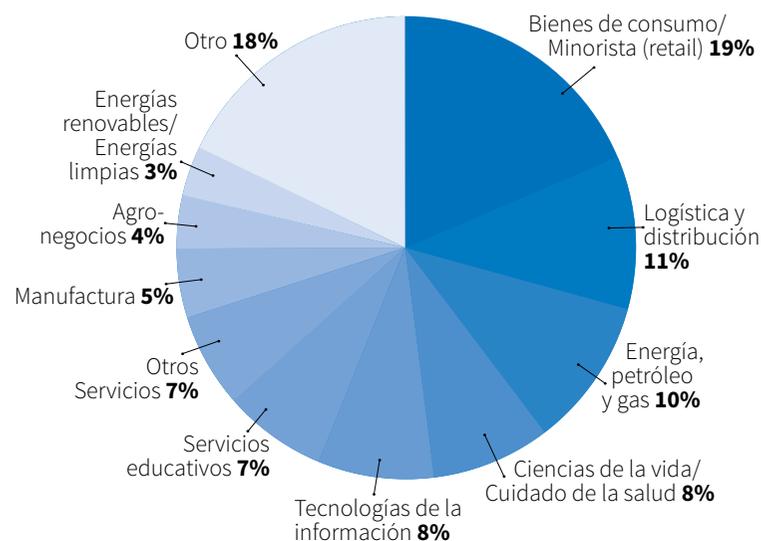


Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

Estrategias para Invertir en América Latina

Los gestores de *PE/VC* tienen diferentes mecanismos o estrategias para invertir en América Latina. Estas estrategias pueden ser a través de fondos globales, regionales, nacionales o sectoriales. Algunos gestores internacionales están involucrados en fondos globales que tienen participaciones para invertir en América Latina y que suelen establecer oficinas en algunos de los mercados de mayor interés regional como Brasil, México y Colombia para obtener

Gráfico 14. Inversiones de recursos de *middle market* según sectores económicos en América Latina medido en dólares (2010-2013)

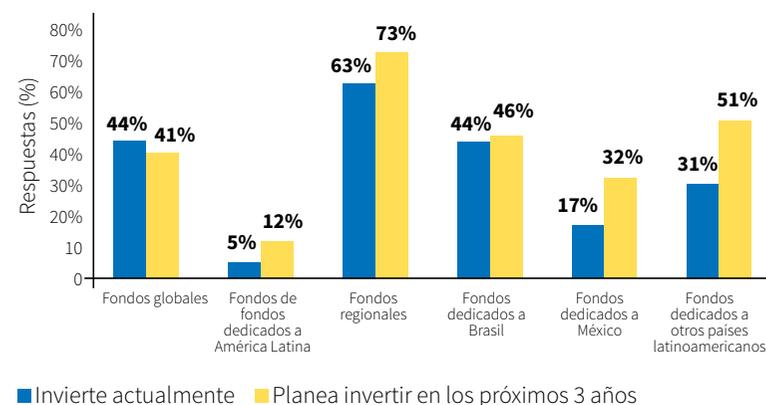


Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

mejores oportunidades de negocio. Otros, por su parte, iniciaron sus operaciones en algunos de los mercados líderes de la región, para luego expandir sus operaciones a otras economías de América Latina hasta constituir una red regional de inversión. Adicionalmente, hay fondos que buscan explícitamente concentrar sus actividades en un país o un sector económico en el cual poseen experticia y una red de contactos que les ofrece ventajas competitivas respecto a otros gestores (LAVCA, 2015).

El gráfico 15 ilustra que quienes invierten en *PE* en la región, o planean hacerlo, suelen emplear varios vehículos y mecanismos. En ambos casos, la mayoría de los inversionistas emplean fondos regionales para destinar recursos a América Latina, siendo especialmente atractivo para el 73% de aquellos que planean empezar a invertir en la región en los próximos 3 años. Luego de los fondos con un enfoque regional, quienes invierten actualmente en *PE* en América Latina suelen hacerlo a través de fondos globales y fondos exclusivamente dedicados a Brasil (44% de los encuestados, en ambos casos). En contraposición, quienes planean iniciar actividades de negocios en América Latina en el futuro próximo parecen más interesados en estrategias destinadas a otros países latinoamericanos (51% de los encuestados), aunque las estrategias de fondos globales y dedicados a Brasil siguen

Gráfico 15. Estrategias geográficas para invertir en *PE* en América Latina-Opinión de inversionistas (2014)



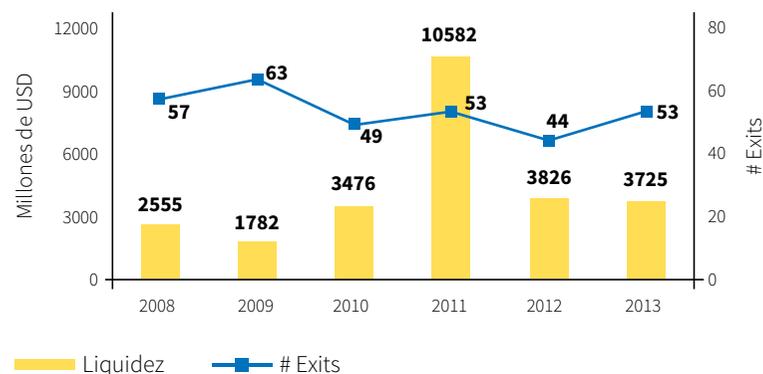
Fuente: LAVCA / Coller Capital Encuesta de Inversores en *private equity* en América latina (2014)

teniendo posiciones importantes entre las opiniones de estos inversionistas (41 y 46%, respectivamente). Entre quienes aún no han iniciado actividades en América Latina, las estrategias destinadas a fondos mexicanos son mucho más interesantes que para quienes ya tienen operaciones en la región.

Obteniendo Rendimiento: Mecanismos de Salida (o exits)

Para hacer efectivos los rendimientos, los gestores de fondos de PE/VC deben transformar sus posiciones de capital en las empresas en recursos líquidos que puedan destinar a otros usos. Este proceso de liquidación de sus posiciones se denomina salida o exit y puede tomar varias formas que fueron referidas previamente. En 2013, los *exits* de PE/VC recaudaron más de 3.725 millones de USD en un total de 53 operaciones, números similares a los obtenidos tanto en 2012 como en 2010 por lo que puede inferirse cierto nivel de estabilidad en los recursos levantados por las desinversiones de la región (ver gráfico 16). La gran excepción fue el año 2011 que destaca por los cuantiosos recursos generados por las inversiones que fueron capitalizadas en este año, donde se alcanzó la cifra record de 10,58 miles de millones de dólares por la venta de varias empresas de gran tamaño entre las que destacó la de Arcos Dorados, operador de McDonald's para América Latina, cuya OPI logró recaudar más de 1,25 miles de millones de dólares. Igualmente, las desinversiones del portafolio por 4,4 miles de millones de dólares que tenía Ashmore Energy International en el sector de energía e infraestructura, contribuyeron a alcanzar este hito de liquidez generada. Este año también fue un record en los recursos levantados por las OPI latinoamericanas, generando más de 3,3 miles de millones de dólares (LAVCA, 2015).

Gráfico 16. Liquidez generada por exits de PE/VC y número de transacciones en América Latina (2008-2013)

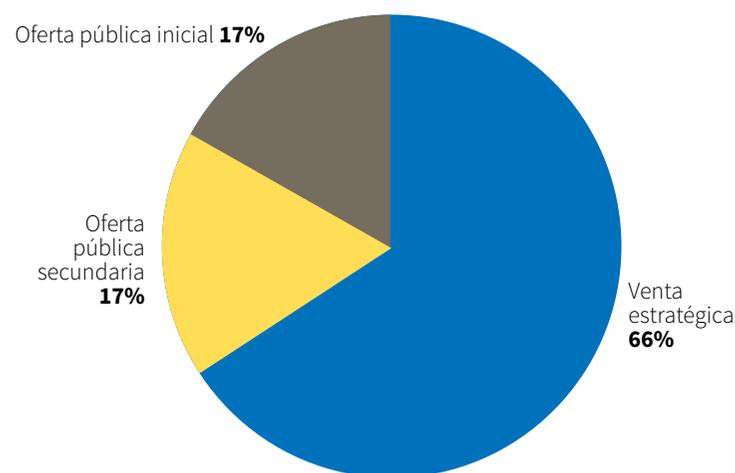


Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

En cuanto a los mecanismos empleados, en América Latina prevalece la venta estratégica de las empresas, representando el 66% de las salidas ocurridas en 2013, mientras que las ofertas públicas iniciales y secundarias se dividen en partes iguales el resto de salidas ocurridas en ese año. Sin embargo, el 2013 fue distintivo pues con 8 OPI sostiene el récord de mayor número de eventos de apertura al capital público (ver gráfico 17).

En todo el período 2008 - 2013, tan solo 4 bolsas de valores han sido testigos de este tipo de actividades: la Bolsa de Valores de Sao Paulo (BM&F BOVESPA), que concentró el 59% de las OPI y el 71% de la liquidez generada; la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), con 26% de las OPI y 13% de los recursos

Gráfico 17. Tipo de “exits” de inversiones de PE/VC en América Latina (2013)

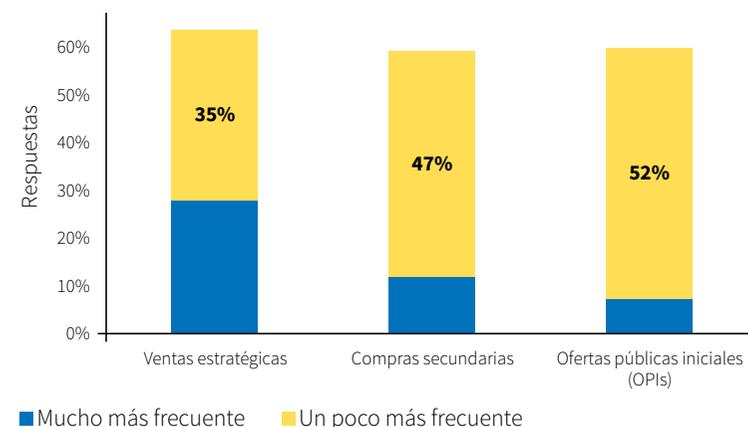


Fuente: LAVCA Industry Data (2014)

levantados; la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE), con 7% de las OPI y 12% de la liquidez generada; y, la Bolsa de Comercio de Santiago (SSE) con otro 7% de las OPI y 4% de los recursos captados. Adicionalmente, en 2014 dos empresas de origen latinoamericano financiadas por fondos de PE realizaron sus OPI: la argentina Globant, empresa de desarrollo de software, listó sus acciones en el NYSE recaudando cerca de 59 millones de dólares; y, el Grupo Hotelero Santa Fe que incorporó sus acciones a la Bolsa Mexicana de Valores obteniendo fondos por 57 millones de dólares (LAVCA, 2015).

Al evaluar encuestas de inversionistas como la LAVCA/Collier Capital 2014, es notorio que la mayoría de los gestores de fondos consideran que el mecanismo más frecuente de salida en los años por venir serán las ventas estratégicas de sus posiciones, ya que aumentarán considerablemente para el 28% de los gestores, profundizando incluso más esta tendencia (ver gráfico 18). Sin embargo, algunos inversionistas también consideran que el número de compras secundarias y OPI aumentará en los años siguientes, aunque las proyecciones estiman cambios más graduales en estos mecanismos de salida: el 12% considera que las compras secundarias serán mucho más frecuentes por el 7% que asume un cambio similar en el número de OPI.

Gráfico 18. Cambio en la frecuencia de diferentes mecanismos de salida de inversiones de PE/VC en América Latina-Opinión de los inversionistas (2014)



Fuente: LAVCA/Collier Capital Encuesta de Inversores en private equity en América Latina (2014)

CAPITULO 3

FORTALEZAS Y RETOS DEL AMBIENTE DE *PE/VC* EN AMÉRICA LATINA Y OTRAS REGIONES

Las razones para atraer inversiones de *PE/VC* son múltiples y complejas, abarcando temas asociados a la competitividad de las economías nacionales, el contexto institucional, político y regulatorio, las características del sistema financiero y las oportunidades de inversión y emprendimiento disponibles.

Existen numerosos trabajos empíricos que confirman la relación entre una pujante actividad de *PE/VC* y un contexto macroeconómico favorable (Wilken 1979; Gompers y Lerner 1998; Romain y van Pottelsberghe 2004b; IESE 2011, 2012, 2013; Cherif y Gazdar 2011; Oino 2012; Bernoth y Colavvechio 2014), así como la necesidad de un mercado de capitales profundo, líquido y con bajas tasas de morosidad que facilite la recolección de información financiera y permita salidas a través de mecanismos más complejos y usualmente más rentables como las OPI (Black y Gilson 1998; Gompers y Lerner 1998, 2000; Jeng y Wells 2000; IESE 2011, 2012, 2013; Cherif y Gazdar 2011; Oino 2012; Bernoth y Colavvechio 2014).

Por supuesto, el entorno regulatorio e impositivo es de gran relevancia. La fortaleza de las instituciones, mecanismos de protección de inversionistas y requerimientos para un robusto gobierno corporativo contribuyen a explicar por qué ciertos países lideran la atracción de recursos de *PE/VC* (La Porta et al 1997, 1998; Megginson 2004 en Ribeiro, Gledson y Vilar 2006; Lerner y Schoar 2005 en Ribeiro, Gledson y Vilar 2006; Cumming et al 2006; Ribeiro, Gledson y Vilar 2006; Cherif y Gazdar 2011; IESE 2011, 2012, 2013; Oino 2012).

También hay evidencias que señalan que esquemas impositivos favorables pueden contribuir a atraer este tipo de recursos (Bruce 2000, 2002; Cullen y Gordon 2002; Groh y Lichtenstein 2009 en Bernoth y Colavvechio 2014; Bonini y Alkan 2011; Oino 2012; Bernoth y Colavvechio 2014). Sin

embargo, aunque en algunos países en desarrollo tienen bajos niveles impositivos, incluso en ese caso, la atracción de *PE/VC* es muy limitada, sugiriendo que son los beneficios impositivos específicos a este tipo de fondos, más que los esquemas de impuestos generales, los que influyen en la decisión de inversión a través de este tipo de esquemas (IESE, 2013).

Por otra parte, las características sociales y culturales pueden influenciar la propensión de los individuos para emprender, y por tanto los prospectos de posibilidades de inversión que los gestores de fondos de *PE/VC* puedan encontrar en ciertos países (Black y Gilson 1998, Lee y Peterson 2000; IESE 2011, 2012, 2013). En esta misma línea, una sociedad que recompensa la toma de riesgos y valora los principios y motivaciones de los emprendedores puede ofrecer mejores oportunidades de negocio con alto potencial de crecimiento y rendimiento (Romain y von Pottelsberghe 2004b; Bonini y Alkan 2011).

Basados en esta concepción, el IESE (2011, 2012, 2013) desarrolló un índice de atracción de *PE/VC* para 118 países a nivel mundial. Partiendo de los datos de estos perfiles de atracción de *PE/VC* podemos identificar tres grandes grupos de regiones geográficas según las características que poseen para atraer este tipo de inversiones: mercados desarrollados, mercados en transición y mercados emergentes. Para mayor detalle, consultar la Tabla 1.

Mercados desarrollados: Norteamérica, Oceanía y Europa Occidental

Estos mercados están caracterizados por obtener las mayores puntuaciones en el índice de atracción, distanciándose del resto de las regiones debido a un contexto humano y social que le provee el capital humano y social necesario para

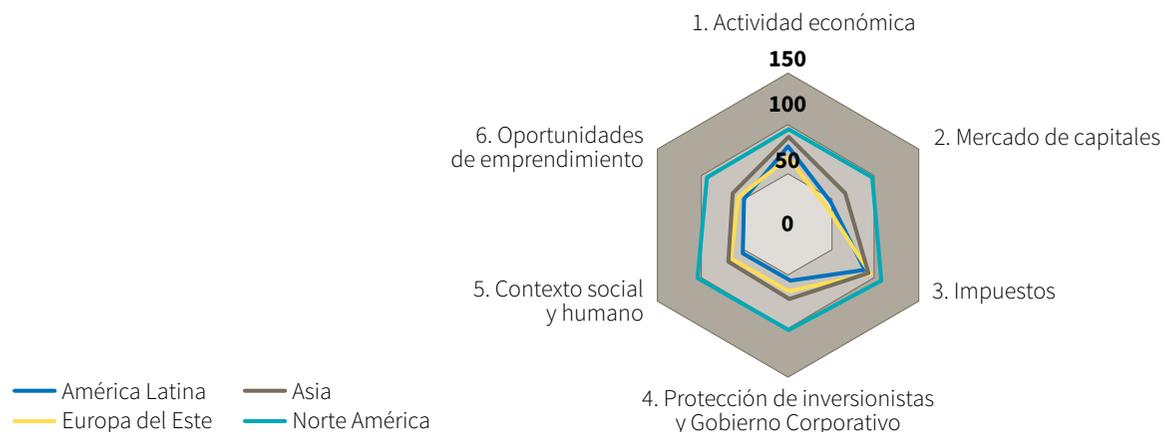
propulsar el emprendimiento con altos estándares de desarrollo técnico y administración de alta calidad, así como una percepción de corrupción muy inferior que en el resto de mercados.

Adicionalmente, poseen una estructura de protección a inversionistas y reglas de gobierno corporativo que proveen de un entorno favorable y previsible para invertir. Las mayores diferencias se obtienen al garantizar los derechos de propiedad, así como, más generalmente, por tener una sociedad respetuosa del Estado de derecho y sujeta a la Ley. Por otra parte, dichos mercados también ofrecen ventajas en cuanto a las oportunidades disponibles para emprender, tanto en términos de innovación, como de facilidades para iniciar, mantener y cerrar negocios. En otros apartados, como profundidad de los mercados financieros también presentan mejores puntuaciones, y aunque lideran las clasificaciones de esquemas impositivos para favorecer las inversiones, las diferencias respecto a otras regiones son más pequeñas.

Mercados en transición: Asia, Medio Oriente y Europa del Este

Como lo sugiere su clasificación, son regiones que se encuentran en un período de cambio para transformarse en mercados con alto potencial de atracción de *VC/PE* por lo que en la mayoría de los casos obtienen puntuaciones intermedias. Su mayor ventaja, incluso respecto a los mercados desarrollados, subyace en una próspera actividad económica, obteniendo altas puntuaciones tanto por el crecimiento de su PIB Real, como por las bajas tasas de desempleo. Debe mejorar de forma considerable su contexto social, así como las posibilidades para emprender, ya que son los factores que más las distancian de las puntuaciones obtenidas por los mercados desarrollados.

Gráfico 19. Índice de atracción de PE/VC según regiones geográficas



Fuente: IESE (2014)

Mercados incipientes: América Latina y África

Los mercados de América Latina y África son considerablemente menos atractivos para las inversiones de VC/PE basados en algunas de las características económicas y sociales de sus mercados. Sin embargo, se debe notar que la condición relativa de los países de África es muy inferior a la de sus contrapartes latinoamericanas en cada uno de los subíndices del indicador, a excepción de la protección de inversionistas y gobierno corporativo donde ambas regiones obtienen puntuaciones muy pobres. En ambos casos, los mayores retos a enfrentar se refieren a la profundidad de sus mercados financieros, y a las oportunidades para emprender. También es necesario hacer

un inciso en cuanto a la calidad del capital humano disponible, punto en el cual ambas regiones se encuentran extremadamente rezagadas respecto a sus contrapartes internacionales y resulta de crítica relevancia tanto para el surgimiento, como crecimiento y desarrollo de empresas innovadoras exitosas capaces de reconfigurar el panorama de crecimiento de sus países.

Perfil de Atracción de PE/VC de América Latina

Como se ha venido reiterando, la actividad de PE/VC sigue siendo muy incipiente en América Latina, en parte porque el mercado no provee algunas de las condiciones relevantes que atraen a este tipo de recursos.

Tabla 1. Índice de atracción de PE/VC por regiones geográficas

Región	África	América Latina	Europa del Este	Medio Oriente	Asia	Europa Occidental	Oceanía	América del Norte
Índice de Atracción de VC/PE	41.9	54.9	56.8	63.8	70.1	81	89.7	98.3
1. Actividad Económica	60	79.3	69	81.7	89.1	75.4	87.4	95.8
1.1 Tamaño de la Economía	26.9	45.2	35.4	45.9	54	58.5	61	87.6
1.2 Crecimiento PIB Real	121.8	106.7	101.3	115	125.9	83.2	104.1	100.1
1.3 Desempleo	65.8	103.4	91.7	103	104.2	87.9	105.3	100.1
2. Mercado de Capitales	28.4	47.3	42	55.2	64.6	68.3	79.2	96.2
2.1 Tamaño y Liquidez Mercado de Valores	28.2	45.6	47.4	55.9	70.7	67.7	75.7	96.4
2.2 Volumen de Transacciones	20.9	34	33.5	49.6	60.2	66.6	71.1	91.4
2.3 OPIs y Actividades de Oferta Pública	6.8	18.5	13.5	25.8	45.7	42.9	59	91.6
2.4 Mercado de Fusiones y Adquisiciones	18	40.2	37.4	39.8	54.1	62.7	69.6	91.4
2.5 Mercado de Deuda y Crédito	59	78	72.4	85.8	82.3	77.2	94.5	98.1
2.6 Créditos No-Cobrados sobre Total Bruto	85.8	101.6	76.4	95.8	85.5	91.1	107.1	105.9
2.7 Sofisticación del Mercado Financiero	40.8	57.6	52	67	63.3	80.8	87.6	99.7
3. Impuestos	84.8	87	94.8	95.9	93.3	115.4	111.9	107.4
3.1 Incentivos Impositivos al Emprendimiento	84.8	87	94.8	95.9	93.3	115.4	111.9	107.4
4. Protección de Inversionistas y Gobierno Corporativo	55.2	53.9	64.4	71.9	71.4	91.5	109.6	103
4.1 Calidad del Gobierno Corporativo	59.5	58.4	68.7	54.5	74.6	72.9	99	98.7
4.2 Derechos de Propiedad	54.6	54.8	62.4	84.3	72.9	100	111.8	101.6
4.3 Estado de Derecho	51.7	48.9	62.2	81	67.1	105	119	108.9
5. Contexto Social y Humano	50.9	55	67.9	72.2	69.3	102.1	104	105.2
5.1 Capital Humano	36.7	35.4	51.7	61.7	59.7	93	101	102.8
5.2 Regulación Laboral	94.4	103.8	103.8	84.8	105.7	101.3	82	99.8
5.3 Corrupción	38.1	45.3	58.2	72	52.7	113.1	135.9	113.3
6. Oportunidades de Emprendimiento	38	50	58	53.7	64	81.2	84.1	94.5
6.1 Innovación	24.8	36.5	43.9	44.5	49.8	79.4	76.1	88.6
6.2 Publicaciones Científicas	45.9	53.6	61	57.7	64.2	75.8	78	93.1
6.3 Dificultades para Iniciar y Hacer Negocios	83.1	82.5	99.5	92.8	89.8	99.9	11.8	107
6.4 Facilidad para Cerrar Negocios	56.4	64.3	70.9	67.1	73.5	95.9	102.7	102.9
6.5 IyD Corporativo	14.9	30.2	34.8	27.9	51.1	61.3	61.8	82.9

Según el indicador del IESE, los puntos más atractivos de América Latina para la atracción de *PE/VC* son los beneficios impositivos al emprendimiento y una creciente actividad económica. Sin embargo, ambas ventajas pueden verse erosionadas por algunas condiciones globales y regionales. En el caso de las ventajas impositivas, América Latina obtiene una puntuación de 87 puntos, que si bien parece elevada es la segunda menor de todas las regiones, solo seguida por África. Por su parte, en el caso del crecimiento económico, las tendencias de expansión de los niveles de ingreso que caracterizaron a la región en el último decenio se han moderado, sugiriendo tasas bajas de crecimiento para toda la región en los próximos años (The Economist Intelligence Unit, 2014).

Por otra parte, grandes mejoras son aún necesarias en temas de tamaño, profundidad y liquidez de los mercados de capitales, y en especial en cuanto a la actividad de OPI y Actividades de Oferta Pública que siguen siendo muy incipientes en la región y representan el mecanismo de salida tradicional en mercados desarrollados por los grandes beneficios económicos que suelen generar. En cuanto al contexto institucional, América Latina se encuentra en una posición incluso peor que los países de África, ocupando el último lugar en el indicador de Estado de Derecho, y obteniendo resultados muy pobres en cuanto a la calidad del gobierno corporativo y defensa de los derechos de propiedad.

Referido al pilar del contexto social y humano, uno de los puntos que requieren importantes mejoras está asociado, como ya se dijo, a las características del capital humano disponible, ya que América Latina ocupan también la última posición entre las regiones evaluadas en este apartado.

Sin embargo, una favorable legislación laboral, sólo superada por la de los países asiáticos se presenta como una de las mayores ventajas que puede ofrecer la región para atraer inversiones. Por último, en materia de oportunidades para el emprendimiento, también son necesarios esfuerzos adicionales, especialmente en materia de innovación, investigación y desarrollo corporativo y publicaciones científicas.

Hay que tener presente que este panorama regional no recoge la disparidad en las condiciones de cada uno de los países de la región, entre los cuales se pueden distinguir 4 grupos claros: mercados desarrollados, mercados en alza, mercados incipientes y mercados poco atractivos. Para mayor detalle, consultar la Tabla 2.

Mercados desarrollados: Chile

Es el único mercado latinoamericano que posee características semejantes a la de algunos mercados desarrollados obteniendo una puntuación global de 76,2 puntos, similar a la de países como Austria, China, Taiwán e Irlanda. Además, Chile ha mostrado grandes avances en cuanto a su perfil de atracción de *PE/VC* pues pasó de ocupar el percentil 52 en el índice publicado en 2010, al percentil 82 en la edición 2014, siendo uno de los países que mayores avances registró en ese período solo superado por los cambios favorables observados en Colombia, Filipinas y Malasia (ver gráfico 20).

Chile presenta importantes ventajas en temas impositivos para propiciar el emprendimiento, donde obtiene la mejor puntuación regional, pero sus mayores ventajas se

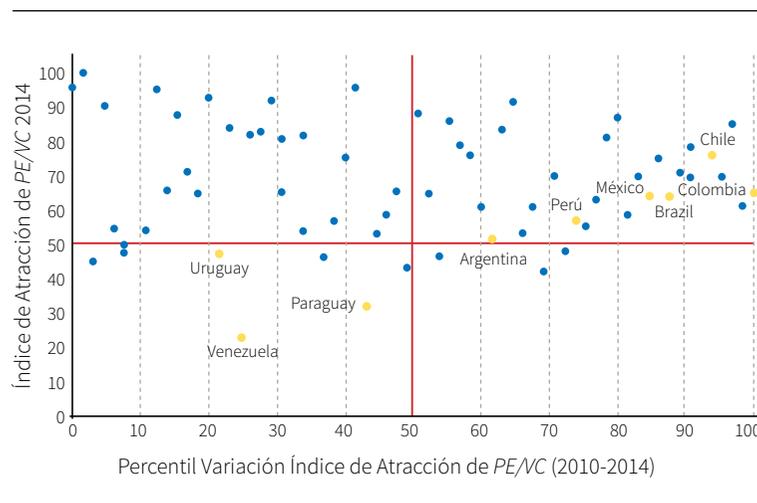
Tabla 2. Índice de atracción de PE/VC por países seleccionados de América Latina

País	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Uruguay	Venezuela
Índice de Atracción de VC/PE	51.3	64	76.2	65	64.1	57.3	47.2	23
1. Actividad Económica	91.9	94.7	88.7	85.7	89.3	86.2	77.1	81.5
1.1 Tamaño de la Economía	60.5	77.5	54.4	57.6	71.1	50.9	36.3	57.5
1.2 Crecimiento PIB Real	128.7	103.7	122.2	117.6	92.6	128.7	124.1	94.4
1.3 Desempleo	99.7	105.6	104.9	92.8	108.2	97.7	101.6	99.7
2. Mercado de Capitales	44.1	77.3	71.7	63.3	68.9	62	24.5	32.1
2.1 Tamaño y Liquidez Mercado de Valores	59.2	76.9	70.5	62.6	68.3	66.8	26.8	52.3
2.2 Volumen de Transacciones	43.8	80.6	64.1	60.5	69.6	51	4	21.8
2.3 OPIs y Actividades de Oferta Pública	25.2	58.8	41.6	36.3	50.3	28.1	3.4	4.9
2.4 Mercado de Fusiones y Adquisiciones	56.6	74.6	61.8	56.3	65	55.3	36.7	24.6
2.5 Mercado de Deuda y Crédito	38.7	76.1	91	76.3	75.1	92.8	78.4	66.1
2.6 Créditos No-Cobrados sobre Total Bruto	108.5	101.1	105.3	103.2	106	102.8	108.5	109.6
2.7 Sofisticación del Mercado Financiero	20.9	78.6	87.2	67.2	59.8	69.4	46.6	35.2
3. Impuestos	93.7	23	111	107.2	98.7	99.1	83.7	14.8
3.1 Incentivos Impositivos al Emprendimiento	93.7	23	111	107.2	98.7	99.1	83.7	14.8
4. Protección de Inversionistas y Gobierno Corporativo	38.2	58	84.1	57.7	61.3	59.9	66.5	7.5
4.1 Calidad del Gobierno Corporativo	49.5	51.2	73.6	83.3	63.7	81.3	53.9	25.1
4.2 Derechos de Propiedad	34.9	66.2	79.2	45	69.9	54	73.5	4.8
4.3 Estado de Derecho	32.3	57.6	101.9	51	51.6	49	74.2	3.5
5. Contexto Social y Humano	43.9	55.1	87.1	54.8	33.5	31.4	63	23.4
5.1 Capital Humano	46.4	43.1	56.3	42.3	40.8	20.7	36.4	20.2
5.2 Regulación Laboral	60.4	71.6	104.4	97.9	22.3	32.8	63.5	66.1
5.3 Corrupción	30.3	54.1	112.7	39.8	41.4	45.8	108.2	9.6
6. Oportunidades de Emprendimiento	51.8	55.5	61.3	61.6	65.9	50.2	53.6	14.3
6.1 Innovación	39.5	47.3	46.2	40	40.5	34.7	40.5	19.9
6.2 Publicaciones Científicas	70.9	83	68.5	66	73.8	54.2	53	56.9
6.3 Dificultades para Iniciar y Hacer Negocios	60.3	46.3	96.9	86.9	96.4	96.2	98.5	5
6.4 Facilidad para Cerrar Negocios	65.4	51.8	61.3	94.9	85.8	64.1	81.1	28.7
6.5 IyD Corporativo	33.8	56	46	40.6	50.6	27.5	25.7	3.7

desprenden de un contexto institucional mucho más sólido como refleja el indicador de estado de derecho donde más que duplica el promedio regional. Igualmente, un contexto social y humano más favorable, así como un mercado financiero profundo en términos regionales también explican en buena medida el atractivo del mercado chileno.

el tamaño, volumen y liquidez de sus mercados crediticios, esquemas impositivos favorables (a excepción de Brasil), y las oportunidades disponibles para innovar y emprender. Colombia, Brasil, México, y en menor medida, Perú, también destacan por encontrarse entre aquellos que más han mejorado su posición competitiva de atracción de *PE/VC* en el último quinquenio como se puede apreciar en el gráfico 20.

Gráfico 20. Índice de atracción de *PE/VC* y cambio en el índice de atracción (2010-2014)



Fuente: Cálculos Propios basados en IESE (2014)

Mercados en alza: Colombia, México, Brasil, Perú

Este conjunto de países presentan características más favorables que el promedio regional en la mayoría de los indicadores del índice de atracción de *VC/PE* en especial por

Mercados incipientes: Argentina, Uruguay, Ecuador

Estos países tienen posiciones favorables en algunos de los indicadores, pero fuertes limitaciones en otros de los pilares que conforman el índice, resultando entonces en puntuaciones relativamente más bajas que el promedio regional. Sin embargo, la situación de los 3 países difiere considerablemente.

En el caso de Argentina, la mayor ventaja identificada mostró ser su actividad económica por ser el tercer mayor mercado de la región luego de Brasil y México, y obtener un crecimiento de la actividad real superior a algunos otros países de la región. Igualmente, dispone del tercer mayor puntaje en el apartado de capital humano, aunque los otros factores del contexto social y humano aparecen peor evaluados, en especial, por la alta percepción de corrupción. Reiterando esta noción, en términos de institucionalidad y protección de inversionistas, Argentina se encuentra entre los peor evaluados, ocupando el penúltimo puesto entre los países de América Latina. Sin embargo, en notable contraste con este poco propicio ambiente, varias empresas argentinas como MercadoLibre o Globant han tenido tasas de crecimiento elevadas por largos períodos, además de exitosos procesos de oferta pública inicial en NASDAQ en 2007 y NYSE en 2014.

En los casos de Uruguay y Ecuador, ambos países son penalizados por el pequeño tamaño de sus mercados, que limita las posibilidades de crecimiento por la reducida demanda interna, así como por el incipiente desarrollo de sus mercados de capitales. Sin embargo, Uruguay tiene la particularidad de poseer el segundo mejor entorno regulatorio, así como de capacidades humanas en la región, sólo después de Chile. Igualmente, sigue a los países con los mercados de *PE/VC* más desarrollados de la región (Chile, Colombia, México y Brasil) en términos de innovación, y ocupa posiciones favorables en lo concerniente al inicio y cese de actividades empresariales. Estas características colocan a Uruguay en una posición favorable para captar fondos de *PE/VC* en caso de ofrecer soluciones a las limitaciones económicas que implica el tamaño de su mercado.

Mercados poco atractivos: El Salvador, Paraguay, Guatemala, República Dominicana, Nicaragua y Venezuela

En estos países, el entorno resulta desfavorable para la atracción de recursos de *PE/VC*, especialmente por lo limitado de sus mercados de capitales, una débil infraestructura institucional para cumplir los requerimientos de protección de los fondos invertidos, así como por las limitadas capacidades humanas y sociales, escasos esfuerzos de innovación individual y corporativa y algunas considerables dificultades para hacer negocios. Estas cuantiosas deficiencias limitan muy severamente los montos disponibles en la industria de *PE/VC* en estos países.

Otros indicadores de Atracción de *PE/VC*: LAVCA Scorecard

En adición al índice desarrollado por IESE, LAVCA también formuló un indicador de atracción de *PE/VC* aunque de mucho menor alcance, en el cual se incluyen algunos países de América Latina, y algunos de los mercados donde la industria de *PE/VC* está más desarrollada como los casos de Reino Unido, España, Israel y Taiwán.

Del análisis de este índice, calculado anualmente entre 2006 y 2013, se confirma que Colombia y México son algunos de los países que más esfuerzos han hecho para mejorar su ecosistema de inversión, aunque también se deben reseñar las mejoras de países como Brasil, Trinidad y Tobago y Uruguay.

Según estos datos, las mayores deficiencias observadas en América Latina se concentran en temas del entorno institucional como la percepción de corrupción, fortaleza del sistema judicial, legislaciones para la formación y operación de fondos de *PE/VC* y Protección de los Derechos de Propiedad Intelectual. Los resultados de este índice también coinciden con la apreciación anterior de que los países de América Latina requieren grandes esfuerzos para expandir y profundizar sus Mercados de Capitales, como un medio clave para poder propiciar mecanismos de salida más eficientes y rentables para los inversionistas. Por otra parte, estos resultados revelan que los países de América Latina poseen una ventaja respecto a los países desarrollados incluidos en la muestra, en lo concerniente a los registros y requerimientos exigidos para poder invertir en sus países, que por lo general no son muy complicados y numerosos.

CAPITULO 4

OPINIÓN DE LOS INVERSIONISTAS

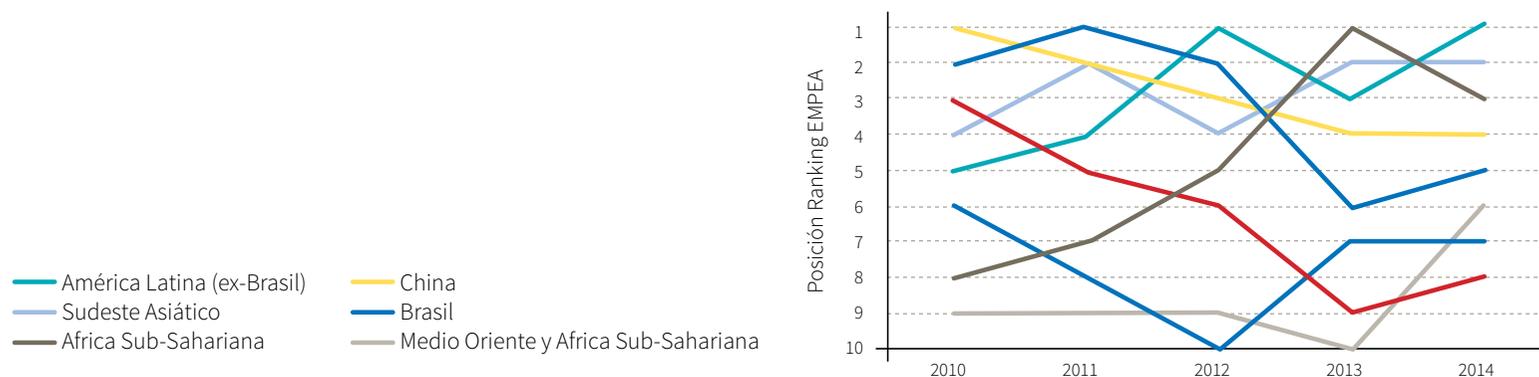
Como complemento a la información de las tendencias de inversión de América Latina, y los perfiles de atracción basados en indicadores formales como los formulados por IESE (2011-2013) y LAVCA (2006-2013), es interesante contrastar la opinión de los inversionistas para completar la visión regional sobre las inversiones de *PE/VC*. Para ello, se examinan las encuestas realizadas por *Emerging Markets Private Equity Association* (EMPEA) a gestores de fondos que invierten en regiones en desarrollo, y por LAVCA/Coller Capital a inversionistas en América Latina.

Atracción de Inversiones de *PE/VC*

Según EMPEA (2010 - 2014), entre el 2010 y el 2014 han ocurrido importantes cambios en los perfiles de los diferentes mercados emergentes para atraer inversiones de *PE/VC*. En primer lugar, China, Brasil e India sufrieron importantes retrocesos en su atractivo entre las regiones en desarrollo, pasando de ocupar el podio en 2010, al cuarto, quinto y octavo lugar entre las 10 regiones evaluadas en 2014 (ver gráfico 21).

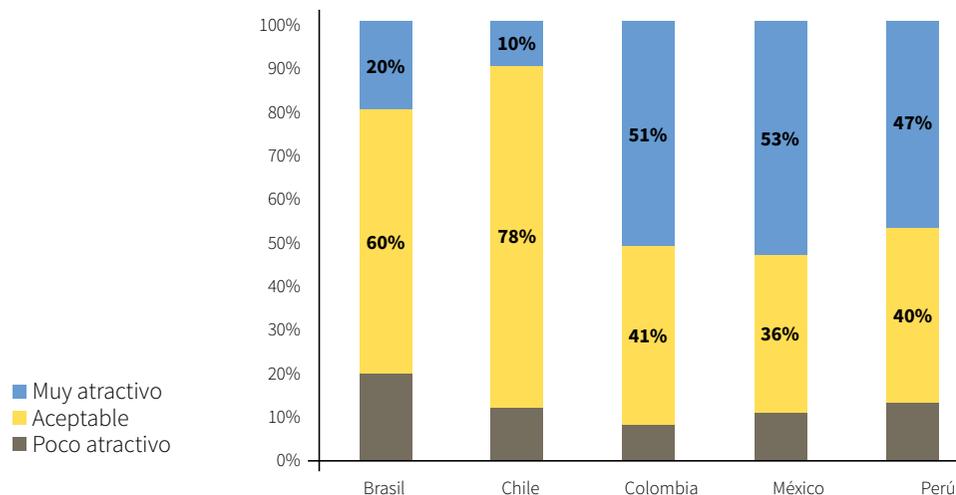
Por el contrario, América Latina y África Sub-Sahariana presentaron los mayores avances en este período, pasando de ocupar el quinto y octavo lugar en 2010, a la primera y tercera posición en 2014, respectivamente. América Latina también ocupó el primer lugar en 2012, y África Sub-Sahariana alcanzó la cima en 2013. El Sudeste Asiático, por su parte, se erige como el tercer gran mercado para *PE/VC* al oscilar entre el segundo y cuarto lugar de atracción entre 2010 y 2014.

Gráfico 21. Ranking de atractivo para inversiones de PE/PV en mercados emergentes (2010-2014)-Opinión de los inversionistas



Fuente: EMPEA Global Limited Partners Survey (2010-2014)

Gráfico 22. Atractivo de los mercados de América Latina para inversiones de PE en los próximos 2 años (2014)-Opinión de los inversionistas



Fuente: LAVCA/Coller Capital Encuesta de Inversores en private equity en América Latina (2014)

En cuanto a los países de América Latina, la encuesta de LAVCA/Coller Capital revela que entre los cinco grandes mercados de PE de América Latina (Brasil, Chile, Colombia, México y Perú), los inversionistas señalan que los mercados colombiano y mexicano serán los más atractivos para invertir en los próximos años (ver gráfico 22). De hecho, en ambos casos más del 50% de los encuestados consideran que estos mercados son muy atractivos, a diferencia del 38% que tienen una evaluación muy positiva de Perú. En Brasil y Chile esa proporción tan solo alcanza el 20 y 10%, respectivamente, y

muestra un importante deterioro respecto al año anterior donde el 31 y 25% consideraba estos mercados altamente atractivos (no incluido en el gráfico).

Razones del Atractivo para Inversiones de PE/VC

Según la encuestas de EMPEA (2014), los mayores riesgos identificados para invertir en las regiones de desarrollo son las condiciones políticas y la poca disponibilidad de fondos establecidos, como sugieren el 37,3 y 31,8% de los

Tabla 3. Mayores dificultades para inversiones de PE en regiones en desarrollo (2014)-Opinión de los inversionistas

País	Valoraciones Iniciales Elevadas	Pocas oportunidades para invertir	Sobre- oferta de Fondos	Mecanismos de Salida Deficientes	Rendimiento Histórico	Prefiere otro tipo de activos	Impuestos / Regulación	Riesgo Político	Número Limitado de Fondos Establecidos
América Latina (sin Brasil)	0	0	9	9	14	23	27	32	36
Sudeste Asiático	17	17	17	13	9	26	22	17	43
Africa Sub-Sahariana	3	45	3	32	26	11	24	53	55
China	30	0	41	19	15	11	26	30	7
Brasil	19	4	33	4	11	19	22	11	22
Medio Oriente y Africa Sub-Sahariana	4	44	7	24	24	13	13	53	47
Europa Central y Oriental	8	24	0	30	43	14	14	27	41
India	23	5	23	41	44	10	44	26	18
Rusia	2	2	2	18	25	14	36	70	27
Turquía	12	20	2	15	20	15	15	54	22
Promedio Regiones en Desarrollo	11.8	16.1	13.7	20.5	23.1	15.6	24.3	37.3	31.8

NOTA: Celdas en azul y amarillo señalan la menor y mayor barrera respectivamente, a la inversión en PE por región. Letras en azul identifican que el problema es mayor que en el promedio de las regiones en desarrollo evaluadas.

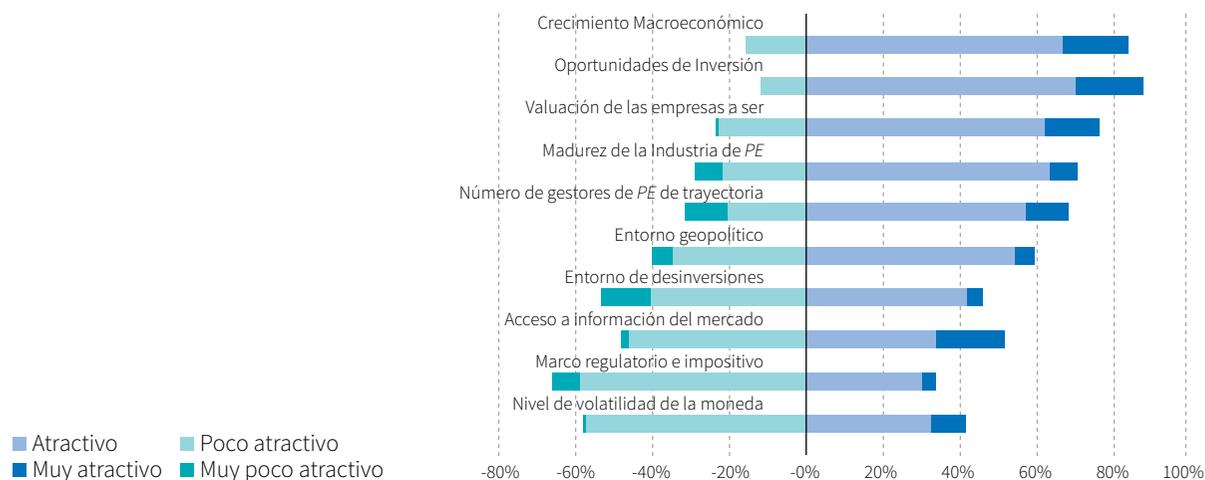
encuestados, respectivamente. Adicionalmente, entre los factores macroeconómicos preocupa la volatilidad del tipo de cambio en buena parte de los mercados emergentes.

Sin embargo, hay importantes diferencias en los riesgos percibidos entre cada región, incluso entre aquellas que ocupan los primeros lugares en el ranking establecido por los inversionistas. Mientras que en China y Brasil la sobreoferta de fondos preocupa al 41 y 22% de los inversionistas y las altas valoraciones iniciales de las empresas constituyen una barrera importante para el 30 y 19%, se perciben muchas oportunidades disponibles para invertir. Por el contrario, en África Sub-Sahariana las limitaciones del número de fondos establecidos y las reducidas oportunidades para invertir se

contraponen al atractivo que supone la poca competencia por la falta de recursos a ser invertidos y las bajas valoraciones iniciales obtenidas por las empresas, que contribuyen a reducir el monto de las inversiones en esta región (ver tabla 3).

Al centrarnos nuevamente en América Latina, los datos de la encuesta de LAVCA/Collier Capital coinciden en que las condiciones macroeconómicas estables y las numerosas oportunidades de inversión hacen a América Latina más atractiva que otras regiones en desarrollo para más del 50% de los inversionistas encuestados. De la misma manera, la relativa baja valoración de las empresas en las que se planea invertir es considerada como una de las mayores ventajas por más del 40% de los encuestados (ver gráfico 23).

Gráfico 23. Atractivo de las inversiones de PE de América Latina respecto a otras regiones en desarrollo (2014)-Opinión de los inversionistas con posiciones de PE en América Latina



Fuente: LAVCA/Collier Capital Encuesta de Inversores en private equity en América Latina (2014)

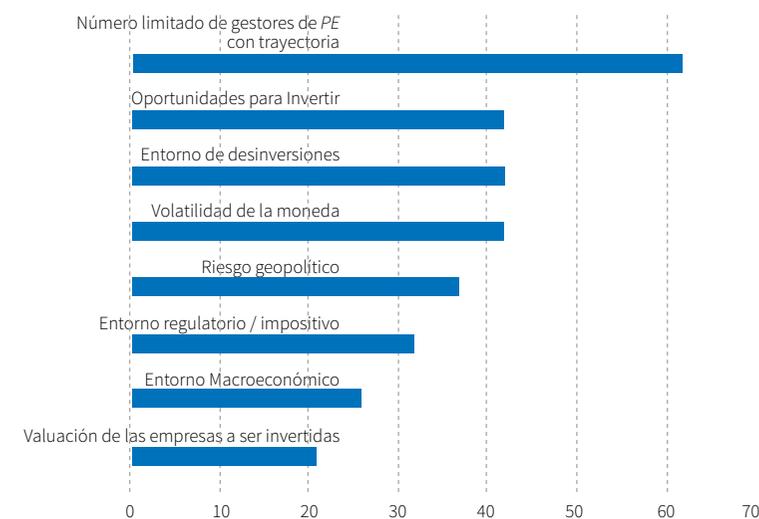
Por otra parte, los temas de volatilidad del tipo de cambio, y las dificultades asociadas al marco regulatorio e impositivo son algunos de los principales argumentos de los detractores de invertir en América Latina. Otros factores como el entorno para la desinversión, el número de gestores de *PE* establecidos y la madurez de la industria presentan fuertes contradicciones pues hay un grupo importante que los estiman como favorables y otro grupo de similar tamaño que los consideran como algunas de las principales falencias a enfrentar (ver gráfico 23). Es importante notar que el entorno para desinversión obtuvo una evaluación mucho peor que en 2013, acercándose nuevamente a los niveles de preocupación alcanzados en 2012, que rondaban el 40% de los inversionistas (no incluido en el gráfico).

De forma consistente con los resultados previos, el estudio de EMPEA confirma que las mayores ventajas de la región son las numerosas oportunidades de inversión disponibles y las reducidas valoraciones iniciales de las empresas, mientras que entre las mayores preocupaciones de los inversionistas se debe agregar la alta percepción de riesgo político (32% de los encuestados) a otros problemas ya identificados como el entorno regulatorio e impositivo y el limitado número de fondos establecidos (ver tabla 3).

Por otra parte, entre aquellos inversionistas que planean invertir en América Latina en los próximos 5 años se repiten parte de las percepciones de quienes ya invierten en la región. En este sentido, según los datos de LAVCA/Coller Capital, la mayor preocupación es el limitado número de gestores de *PE* con más del 60% de los encuestados; seguido de la volatilidad de la moneda y el débil entorno para realizar desinversiones

que supera en ambos casos el 40% de los incluidos en la encuesta. Sin embargo, una proporción superior al 40% se revela más aprehensivo respecto al número de oportunidades para invertir (ver gráfico 24). En este sentido, la participación directa de los inversionistas en la región parece modificar esta percepción hasta entenderla como una de las mayores ventajas relativas que puede ofrecer América Latina para las inversiones de *PE/VC*.

Gráfico 24. Principales desafíos de las inversiones de *PE* de América Latina respecto a otras regiones en desarrollo (2014)



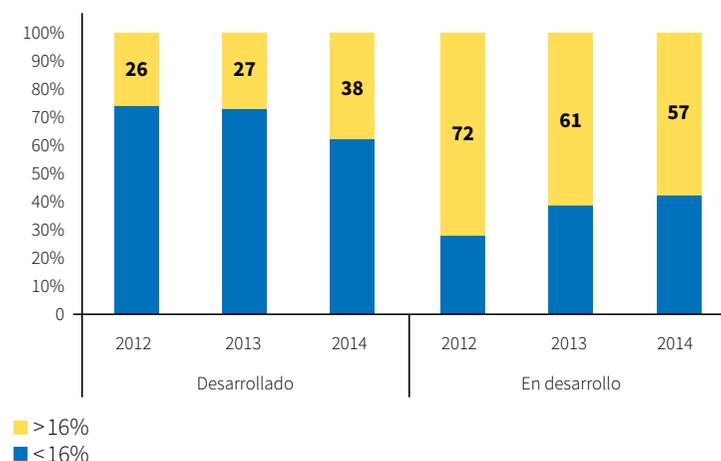
Fuente: LAVCA/Coller Capital Encuesta de Inversores en *private equity* en América Latina (2014). Sobre opinión de los inversionistas planeando tomar posiciones de *PE* en América Latina en los próximos 5 años

Rendimiento Neto Esperado

Otro de los factores de interés son los rendimientos netos esperados, que en los mercados en desarrollo superan considerablemente aquellos requeridos en mercados desarrollados. En 2014, el 57% de los inversionistas requería rendimientos netos mayores al 16% a sus inversiones en regiones en desarrollo, respecto al 38% que solicitan rendimientos semejantes en los mercados desarrollados.

Sin embargo, como muestra el gráfico 25, las tendencias en ambos mercados son inversas: mientras en las regiones desarrolladas ha aumentado el porcentaje de inversionistas

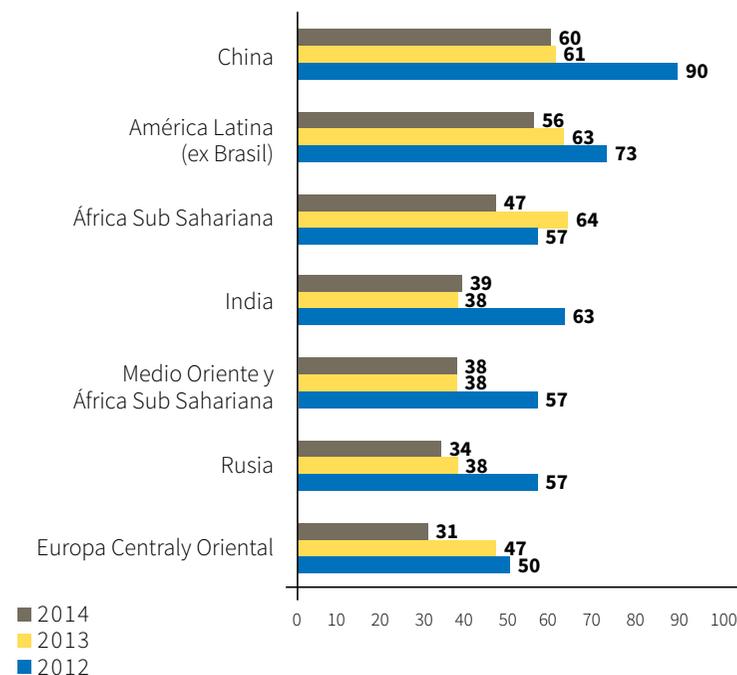
Gráfico 25. Rendimiento neto esperado de inversiones de PE en mercados desarrollados y emergentes (2012-2014)



Fuente: EMPEA Global Limited Partners Survey (2010-2014)

requiriendo rendimientos extraordinarios, en los mercados emergentes esa proporción ha tendido a disminuir. Específicamente, en el año 2013 se observó una moderación en los rendimientos netos requeridos en todas las regiones en desarrollo a excepción de África Sub-Sahariana, que se ha pronunciado en el 2014 (ver gráfico 26).

Gráfico 26. Porcentaje de inversionistas que requieren un rendimiento neto mayor al 16% sobre inversiones de PE en mercados emergentes (2012-2014)



Fuente: EMPEA Global Limited Partners Survey (2012-2014)

En América Latina, en particular, los inversionistas tienen altas expectativas de rendimientos netos para sus inversiones de PE/VC, de hecho el 56% requiere rendimientos mayores al 16% anual, siendo mayores únicamente en China, donde se esperan resultados netos sobre el 16% anual neto en el 60% de los casos (ver gráfico 27). Sin embargo, los rendimientos esperados han disminuido de forma considerable en China y América Latina pues en el 2012 esos porcentajes alcanzaban el 90 y 73%, respectivamente, aunque siguen siendo los mercados con la mayor expectativa de rendimientos esperados.

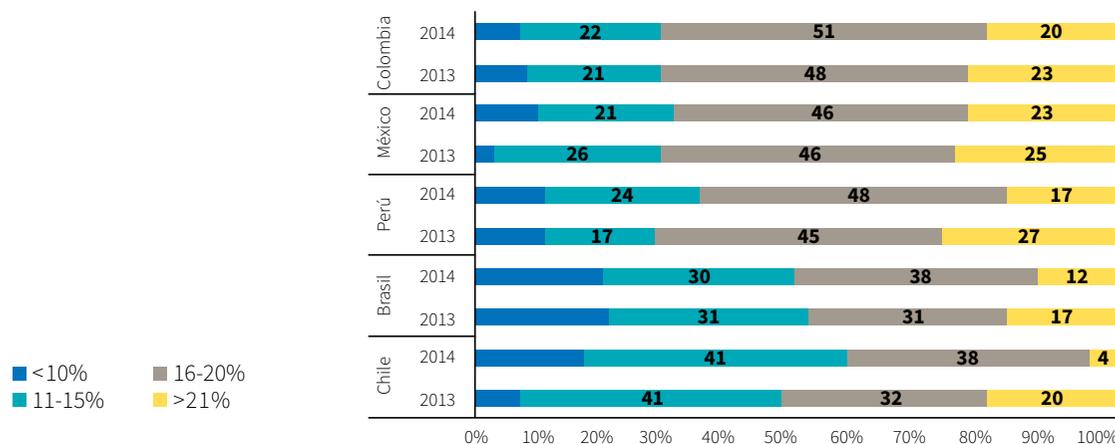
Tres de los grandes mercados latinoamericanos evaluados, Colombia, México y Perú, tienen grandes porcentajes de inversionistas exigiendo rendimientos elevados, superiores al 16%, en el 71, 69 y 65% de los casos, incluso mayores que los requeridos en mercados como el chino (ver gráfico 27).

Sin embargo, en otros mercados latinoamericanos donde la penetración de inversiones de PE/VC es más elevada como en el caso de Brasil, los rendimientos siguen siendo elevados, pero similares al de otras regiones en desarrollo: 50% de los inversionistas exige más del 16% de rendimiento neto. Por último, en el caso de Chile, los rendimientos requeridos son considerablemente inferiores, concentrando el 79% de los inversionistas en la banda entre 11 y 20% de retorno neto. Los retornos extraordinarios, superiores al 21% sólo son esperados por el 4% de los inversionistas en este país.

Relación Riesgo / Rendimiento

Una señal inequívoca de que existen mejores condiciones para invertir en una región se puede capturar a través de cambios en la percepción de la relación riesgo-rendimiento.

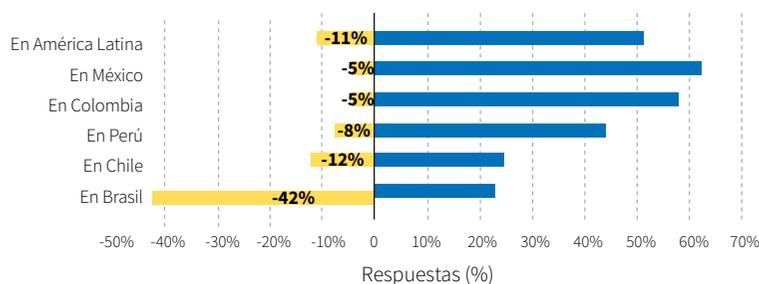
Gráfico 27. Rendimiento neto esperado de inversiones de PE en países de América Latina (2013-2014)



Fuente: LAVCA/Collier Capital Encuesta de Inversores en private equity en América Latina (2013-2014)

Mientras los datos de EMPEA señalan que la percepción de riesgo de invertir en regiones en desarrollo se ha mantenido estable (16% cree que mejoró, y 16% que empeoró), en América Latina los inversionistas perciben que la relación riesgo-rendimiento está mejorando (ver gráfico 28). Además, ésta sigue una tendencia favorable ya que el porcentaje de encuestados que revelan una opinión positiva ha aumentado en los últimos dos años del 47% al 51% (no incluido en el gráfico).

Gráfico 28. Cambio en la relación riesgo/rendimiento en América Latina (2014)-Opinión de los inversionistas



Fuente: LAVCA/Coller Capital Encuesta de Inversores en *private equity* en América Latina (2013-2014)

Específicamente, México, Colombia, y en menor medida Perú, cuentan con una evaluación muy favorable de los inversionistas ya que el 62, 58 y 44% de quienes invierten en cada uno de estos países considera que la relación riesgo-rendimiento está mejorando. Adicionalmente, parece ser un fenómeno persistente pues esta evaluación es consistente con los datos de encuestas previas señalando el mayor atractivo que se está generando por estas regiones. En

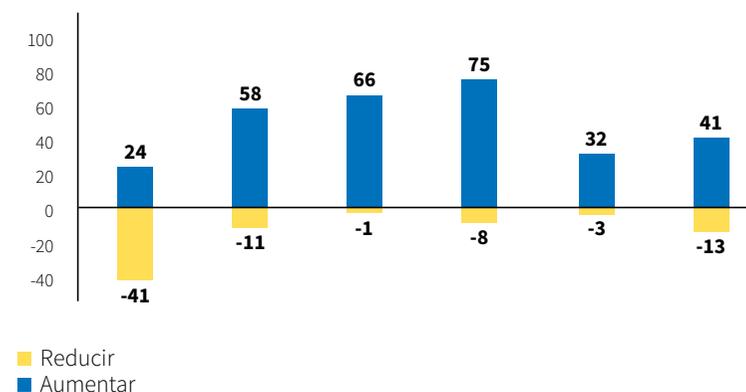
contraste, las condiciones para invertir en Brasil han empeorado de forma considerable, pues en 2013 y 2014 el 48 y 42% de los inversionistas consideraban que la relación riesgo-rendimiento de sus inversiones se estaba debilitando.

Nuevos compromisos para invertir en PE

Las experiencias de las inversiones existentes, los cambios de percepciones de riesgo y rendimientos, así como las características del ambiente de inversiones de PE/VC tienen como colofón final los nuevos compromisos que están dispuestos a hacer los gestores de fondos de PE/VC en cada una de las regiones y países.

Como se muestra en el gráfico 29, en 2014, el 41% de los inversionistas plantea aumentar sus inversiones de PE/VC en

Gráfico 29. Cambios en los compromisos de inversión en fondos de PE/PV en regiones en desarrollo

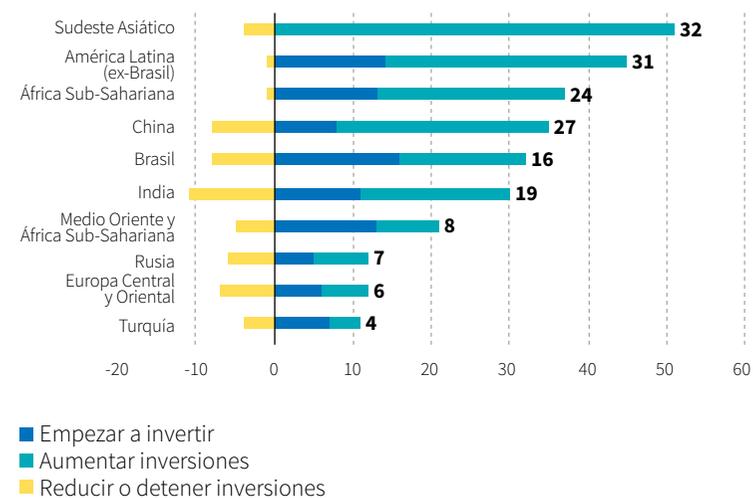


Fuente: EMPEA Global Limited Partners Survey (2010-2014)

regiones en desarrollo, aunque por segundo año consecutivo esta proporción es considerablemente menor que luego del fin de la crisis financiera, cuando superó siempre el 58%, y en especial en el año 2012 donde el 75% de los inversionistas aseguraba aumentaría sus compromisos de inversión en las regiones en desarrollo.

Tal como se observa en el gráfico 30, entre estos mercados emergentes, Sudeste Asiático y América Latina (excluyendo a Brasil) muestran los mayores compromisos para iniciar o aumentar las inversiones con un 51 y 45% de los encuestados mostrando posiciones favorables a la inversión en estas regiones. África Sub-Sahariana, por su parte, ocupa el tercer puesto en cuanto a nuevos compromisos con 37% de los inversionistas planteando iniciar o expandir sus posiciones en esta región, seguido de China y Brasil. En Rusia, Europa Central y Oriental, y Turquía, los cambios esperados en las posiciones de los fondos de *PE/VC* son muy limitados con proporciones muy semejantes de inversionistas que plantean aumentar y reducir los recursos que destinan a estos mercados emergentes.

Gráfico 30. Cambios en los compromisos de inversión en fondos de *PE/VC* según región para los próximos 2 años (2014)



Fuente: EMPEA Global Limited Partners Survey (2014)

REFLEXIONES FINALES

Para continuar impulsando su crecimiento económico y desarrollo social, América Latina debe emprender, y para ello debe disponer de suficiente capital para financiar ideas de negocio innovadoras que puedan convertirse en el nuevo motor de crecimiento regional. Las pequeñas y medianas empresas, claves en este proceso de cambio, sufren especialmente por las deficiencias de un mercado de crédito que en muchas ocasiones no está en posición de satisfacer sus demandas de recursos por diferentes problemas de información o características de riesgo y que por tanto limita sus posibilidades de crecimiento y supervivencia. En este sentido, los fondos de *PE/VC* son fundamentales para enmendar algunas restricciones de las empresas pequeñas y propulsar el desarrollo productivo e innovador, tanto a nivel de la firma, como a nivel agregado.

Dicha necesidad se confronta a las tendencias identificadas de los mercados de *PE/VC* de América Latina. Si bien la región tiene una porción significativa dentro de las inversiones de *PE* en mercados en desarrollo, esta participación se ha deteriorado en los últimos 2 años hasta representar tan solo el 12% de las inversiones de *PE* destinadas a este conjunto de mercados, muy lejos del 26% alcanzado en 2010 y el 22% de 2012. En contraste, el mercado de *VC* se presenta en franco crecimiento desde 2010, pero los montos invertidos por esta industria tan solo alcanzaron 425 millones de dólares en 2013, por lo que siguen siendo muy limitados para satisfacer las necesidades de financiamiento de la región.

En parte, el poco desarrollo de los mercados de *PE/VC* en América Latina se debe a la necesidad de cumplir una serie de características que muchos de los países de la región no satisfacen, aunque hay excepciones notables como el caso de Chile. A nivel agregado, América Latina se ha beneficiado de un ambiente macroeconómico favorable, con altas tasas de crecimiento y empleo en los últimos años, ciclo que parece haber llegado a su fin una vez que los precios de los *commodities* han disminuido y moderando los prospectos de crecimiento de una región cuya economía además ha perdido competitividad y complejidad. A pesar de esto, quienes invierten en fondos de *PE/VC* en la región resaltan las numerosas oportunidades disponibles para emprender y hacer negocios como una de las mayores ventajas de América Latina respecto a otros mercados emergentes. Las encuestas de EMPEA y LAVCA/Collier Capital estudiadas en el documento hacen eco de esta favorable percepción.

En contraste, los mayores retos a superar son la limitada profundidad y liquidez de los mercados de capitales, que restringen de forma notable la posibilidad de mecanismos de salida altamente rentables como las OPI. De hecho, las OPI de empresas que recibieron recursos de *PE/VC* en los últimos años se han circunscrito a sólo 3 grandes mercados latinoamericanos, Brasil, México y Chile, además de la Bolsa de Valores de Nueva York. Adicionalmente, el contexto regulatorio e institucional, así como las ventajas impositivas disponibles son un tema señalado reiterativamente como uno de los principales obstáculos para el desarrollo de la industria de *PE/VC* en América Latina, tanto por los diferentes indicadores de atracción, como por inversionistas con presencia en la región, o que planean invertir en el futuro próximo. En este sentido, mejoras en la percepción de corrupción, mayores garantías de defensa de derechos de

propiedad, mayores facilidades y legislaciones específicas para la creación y gestión de fondos de *PE/VC*, así como el fortalecimiento general de las capacidades del Estado para cumplir su rol catalítico para el desarrollo de innovaciones e ideas de negocio dinámicas, se entienden como condiciones necesarias para impulsar la atracción de este tipo de recursos en los años próximos.

Adicionalmente, los países de América Latina se encuentran todavía muy rezagados en cuanto a la calidad y disponibilidad de capital humano con capacidades técnicas y gerenciales para crear innovaciones de alto impacto y lograr escalar estas iniciativas hasta convertirlas en grandes jugadores de los mercados nacionales, regionales y globales. Por ello, es indispensable dirigir esfuerzos al desarrollo de capacidades y habilidades que puedan servir de apoyo e impulso a las disciplinas donde mayores prospectos de crecimiento puedan identificarse. En este sentido, alianzas estratégicas entre grupos empresariales, académicos y gubernamentales son útiles para identificar las necesidades en la demanda de capacidades laborales y poder incluirlas en los currículos ofrecidos por diferentes establecimientos educativos. Específicamente, la industria de *PE/VC* puede jugar un rol crítico para financiar algunas de las soluciones que se ofrecen a este sector por el interés que muestran las encuestas de inversionistas respecto a dirigir recursos al sector de servicios educativos y por el crecimiento de otro tipo de servicios relacionados como las iniciativas de *e-learning*.

En la perspectiva de sectores, hay otros 4 que merecen referencias especiales: Bienes de consumo, Energía, Tecnologías de la Información y Agronegocios. El primero de estos sectores puede entenderse como un gigante en constante crecimiento, pues tiene una posición

preponderante en las inversiones de *PE/VC* de la región ya que representa el 14% de los recursos invertidos y 9% de las transacciones realizadas en el periodo de estudio, y además encabeza la lista de prioridades de los inversionistas que buscan oportunidades de negocio en América Latina. Esta inclinación de los inversionistas, en consonancia con el crecimiento de una clase media cuyo mayor nivel de ingreso le permite acceder a bienes más complejos y de mejor calidad, permite esperar que este importante sector siga expandiéndose.

En segundo lugar, el sector de Energía ha sido uno de los pilares de las inversiones recibidas por la región, así como motor del crecimiento de mucho de sus países. No obstante el deterioro de las condiciones de comercialización de mucho de estos productos podría explicar una reducción parcial del interés de algunos fondos de *PE/VC* para invertir en estos segmentos, aunque esta posibilidad aún no se ha materializado según muestran las encuestas de opinión analizadas. Así, podríamos categorizar las inversiones en el sector energético como un gigante amenazado por las condiciones del mercado. En tercer lugar, el sector de Tecnologías de la Información había capturado gran parte de la atención de inversionistas, y en especial de firmas de *VC*, dada las altas tasas de rendimiento de muchas de sus empresas, contrapuesto a los bajos requerimientos de capital que suelen tener para el desarrollo de sus ideas de negocio que incluyen *software*, *e-commerce*, aplicaciones web y para móviles, entre otras. Sin embargo, este renglón económico parece haber perdido parte del atractivo del pasado, ya que solo 18% de los inversionistas lo incluyeron entre sus prioridades para 2014, a diferencia de periodos como 2011 y 2012 cuando creció a tasas superiores al 100% anual.

Por último, las encuestas a inversionistas muestran que el segmento de Agronegocios promete numerosas oportunidades de inversión en los años por venir, pudiendo llegar a constituirse en el futuro próximo como un valor en alza para el desarrollo de la región, aunque en el período de estudio captara sólo 919 millones de dólares de Inversiones de *PE/VC* (2,3% del Total), una tercera parte de la cual se dirigió a empresas del *middle market*.

Así como el fenómeno parece ubicado en una serie de sectores específicos, hay ciertos mercados que han encabezado la atracción de inversiones de *PE/VC*. Chile tiene un mercado de *PE/VC* desarrollado por poseer el contexto más propicio para recibir los recursos de este tipo fondos, pero el limitado tamaño de su economía ha mermado su capacidad de recibir grandes flujos de recursos, por lo que otros países han sido depositarios de la mayoría del interés. En este sentido, Brasil ha concentrado históricamente la mayoría de las inversiones de este tipo, apalancado en el tamaño de su mercado, la profundidad de su mercado financiero y las numerosas oportunidades disponibles para el emprendimiento. Sin embargo, el que fue el primero o segundo mercado emergente más atractivo entre 2010 y 2012, además de la vía predilecta para iniciar inversiones de *PE/VC* en la región, ha perdido parte de su competitividad como consecuencia del aumento de la percepción de riesgo, las altas valoraciones iniciales de las empresas y la sobreoferta de fondos disponibles. Los rendimientos esperados se han reducido a niveles comparables al de otras regiones emergentes, pero con mercados de *PE/VC* boyantes como China, mientras que algunas de sus contrapartes latinoamericanas, caso de Colombia, México y en menor medida Perú, han mejorado considerablemente su ambiente de inversión y ofrecen tasas de rendimiento más atractivas.

Son justamente estos tres mercados, Colombia, México y Perú, los que se erigen como los mayores focos de atracción de *PE/VC* para los próximos años ya que han mejorado de forma considerable y sostenida sus posiciones de atracción de *PE/VC* y reducido la percepción de riesgo de los inversionistas, además de ofrecer tasas de rendimiento neto superiores a otros mercados emergentes y latinoamericanos, pero en un contexto más propicio para realizar inversiones rentables y seguras. De hecho, Colombia fue el país que logró mayores mejoras a nivel mundial entre 2010 y 2014 en su ambiente de inversiones de *PE/VC*. Brasil, México, Chile y Perú también realizaron avances considerables en este sentido, pero la mayoría del interés se ha centrado en los mercados mexicano y colombiano.

América Latina, en conjunto, y especialmente estos tres mercados arriba señalados, se encuentran en presencia de una gran oportunidad para apalancar la innovación y el crecimiento de sus empresas nacientes: deben continuar mejorando su ambiente de negocios, realizando esfuerzos para profundizar el mercado de capitales, capacitando adecuadamente su capital humano en áreas técnicas y gerenciales, fortaleciendo sus instituciones y multiplicando las oportunidades de inversión y de negocios, para lograr capitalizar la favorable percepción que tienen los inversionistas en nuevos y crecientes recursos que destinar a la todavía incipiente industria de *PE/VC* de América Latina.

Cabe tener presente que la región ha propiciado el surgimiento de numerosos programas y concursos de apoyo a *start-ups*, pero que sólo logran satisfacer una porción muy reducida de las necesidades de apoyo financiero y asesoría no financiera que requiere el universo de empresas nacientes para progresar. La mayoría de estos esquemas han buscado

suplir las deficiencias de atracción de recursos en estos segmentos del desarrollo empresarial disponiendo directamente de fondos gubernamentales para financiar los proyectos por lo que su alcance y posibilidades de escalamiento es limitado. Sin restar relevancia al impacto que puedan tener estos programas, las políticas públicas para proveer financiamiento empresarial deben estar más enfocadas en atraer inversionistas junto con sus recursos financieros, habilidades y experticia, al identificar los retos del ambiente de inversiones de América Latina y buscar mejorar las condiciones existentes en esas áreas. En este sentido, el objetivo de los hacedores de política pública de la región puede enfocarse más en atraer recursos y fuentes de financiamiento, en lugar de tratar de suplirlas y sustituirlas con participaciones estatales directas caracterizadas por restricciones presupuestarias más estrictas y poco sostenibles. Esta noción no excluye, por supuesto, la posibilidad de que el Estado participe de manera activa en estos mercados, en especial en países donde la actividad de *PE/VC* es muy incipiente, ya que su presencia y asociación con inversionistas privados puede fortalecer un "efecto demostración" que contribuya a atraer más financiamiento.

Persisten varias preguntas por responder para entender el fenómeno de *PE/VC* en la región y poder formular políticas públicas conducentes a su crecimiento y desarrollo. En primer lugar, estudios con un enfoque latinoamericano, y también nacional, deben precisar el impacto que tiene la participación de este tipo de fondos sobre la innovación, el crecimiento y el empleo, tanto a nivel agregado, como de la firma, con especial énfasis en cuantificar los retornos sociales que pueden generar este tipo de inversiones. Por otro lado, es necesario identificar qué factores son más relevantes para atraer recursos de esta índole, permitiendo destinar esfuerzos

a aquellos sectores del ambiente de negocios que ofrezcan mejores rendimientos y resultados, dadas las inversiones que se requieran para introducir los cambios.

La industria de *PE/VC* ha ocupado un lugar recurrente en el discurso político y académico en regiones desarrolladas desde hace un par de décadas, pero ahora, ante las nuevas

realidades que deben enfrentar los mercados emergentes, y en especial América Latina, para continuar creciendo, es necesario colocar en la palestra pública planteamientos y propuestas conducentes a mejorar las condiciones de operación de una industria que puede convertirse en un eslabón clave para propulsar el crecimiento de la región en las próximas décadas.

REFERENCIAS

BIBLIOGRÁFICAS

ALDATMAZ, SERDAR y GREGORY BROWN (2013)

Does Private Equity Hurt or Help the Economy?.

ALEMANY, LUISA y JOSÉ MARTÍ (2005)

Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. EFA 2005 Moscow Meeting Paper.

BARRY, CHRISTOPHER (1994)

New Directions in Research on Venture Capital Finance. *Financial Management.* Volumen 23 (3): 3-15.

BARRY, CHRISTOPHER; CHRIS MUSCARRELLA; JOHN PEAVY y MIKE VETSUYPENS (1990)

The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process. *Journal of Financial Economics.* Volumen 27 (2): 447-471.

BCVA (2011)

Is Venture Capital a Public Good?.

BERGER, ALLEN y GREGORY UDELL (1998)

The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance.* Volume 22.

BERNETH, KERSTIN y ROBERTA COLAVECCHIO (2014)

The Macro-Determinants of Private Equity Investment: a[n] European Comparison.

BOTTAZZI, LAURA y MARCO RIN (2002)

Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. Economic Policy, Volumen 17: 229-269.

BLACK, BERNARD y RONALD GILSON (1998)

Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. Journal of Financial Economics. Volumen 47: 243-277.

BRANDER, JAMES; OLANQLAN DU y THOMAS HELLMANN (2010)

The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. NBER Working Paper Series No. 16521.

BRUCE, DONALD (2000)

Effects of the United States tax system on transitions into self-employment. Labour Economics. Volumen 7(5): 545-574.

BRUCE, DONALD (2002)

Taxes and entrepreneurial endurance: Evidence from the self-employed. National Tax Journal. Volumen 7(5): 545-574.

BONINI, STEFANO y SENEM ALKAN (2011)

The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=945312.

CENTER FOR INTERNATIONAL DEVELOPMENT (2014)

The Atlas of Economic Complexity. Harvard University.

CHAN KIM, W. Y RENEE MAUBORGNE (2002)

Blue Oean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make Competition Irrelevant. Boston: Harvard Business School Press.

CHERIF, MONDHER Y KAOTHAR GAZDAR (2011)

What Drives Venture Capital Investments in Europe? New Results from a Panel Data Analysis. Journal of Applied Business and Economics. Volumen 12(3): 122-139.

CUMMING, DOUGLAS Y JEFFREY MACINTOSH (2003)

A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits.

CUMMING, DOUGLAS Y SOFIA ATIHAQ (2008)

Preplanned Exit Strategies in Venture Capital. European Economic Review. Volumen 52 (7): 1209-1241.

CUMMINGS, DOUGLAS (2002)

Contracts and Exits in Venture Capital Finance.

DAVILA, ANTONIO; GEORGE FOSTER y MAHENDRA GUPTA (2009)

Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms. Graduate School of Business of Stanford University. Research Papers Series No. 1667.

**DAVIS, STEVEN; JOHN HALTIWANGER; KYLE HANDLEY;
RON JARMIN; JOSH LERNER y JAVIER MIRANDA (2013)**

Private Equity, Jobs and Productivity. National Bureau of Economic Research Working Paper 19458.

**DAVIS, STEVEN; JOHN HALTIWANGER; RON JARMIN;
JOSH LERNER y JAVIER MIRANDA (2011)**

Private Equity and Employment. National Bureau of Economic Research Working Paper 17399.

ENGEL, DIRK (2002)

The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW Centre for European Economic Research Working Paper No. 02-02.

ENGEL, DIRK y MAX KEILBACH (2007)

Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment. An Empirical Investigation. Journal of Empirical Finance. Volumen 14 (2): 150-167.

EVCA (1996)

The Economic Impact of Venture Capital in Europe. European Private Equity & Venture Capital Association.

EVCA (2001)

Policy Priorities for Private Equity: Fostering Long-Term Economic Growth. EVCA White Paper. European Private Equity & Venture Capital Association.

EVCA (2002)

Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe.

GOMPERS, PAUL y JOSH LERNER (1998)

What Drives Venture Capital Fundraising?. Brooking Papers: Microeconomics. Páginas 149-204.

GOMPERS, PAUL y JOSH LERNER (2000)

The Determinants of Corporate Venture Capital Success. Organizational Structure, Incentives, and Complementarities. En Randall Morck (editor), *Concentrated Corporate Ownership.* Chicago: Chicago University Press.

GOMPERS, PAUL y JOSH LERNER (2001)

The Venture Capital Revolution. The Journal of Economic Perspectives. Volumen 15 (2): 145-168.

GORMAN, MICHAEL y WILLIAM SAHLMAN (1989)

What doo Venture Capitalist do?. Journal of Business Venturing, Volumen 4 (4): 231-248.

**GREGORY, BRIAN; MATTHEW RUTHERFORD; SHARON
OSWALD y LORRAINE GARDINER (2005)**

An Empirical Investigation of the Growth Cycle Theory of Small Firm Financing. Journal of Small Business Management. Volumen 43(3): 382-392.

GULATI, RANJAY; NITIN NOHRIA y AKBAR ZAHEER (2000)

Strategic Management Journal, Volumen 21: 203-215.

HELLMANN, THOMAS y MANJU PURI (2002)

Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, Volumen 57 (1): 169-197.

INDERST, ROMAN y HOLGER MULLER (2009)

Early-Stage Financing and Firm Growth in New Industries. IMFS Working Paper Series No.30.

INDERST, ROMAN y HOLGER MULLER (2009)

Early-Stage Financing and Firm Growth in New Industries. IMFS Working Paper Series No.30.

JAIN, BHARAT y OMESH KINI (1995)

Venture Capitalist Participation and the Post-issue Operating Performance of IPO firms. *Managerial and Decision Economics*. Volumen 16: 593-606.

KORTUM, SAMUEL y JOSH LERNER (2000)

Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*. Volumen 31 (4): 674-692.

LA PORTA, RAFAEL; FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES; ANDREI SHLEIFER y ROBERT VISHNY (1997)

Legal Determinants of External Finance. National Bureau of Economic Research Working Paper 5879.

LA PORTA, RAFAEL; FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES; ANDREI SHLEIFER y ROBERT VISHNY (1998)

Law and Finance. National Bureau of Economic Research Working Paper 5661.

LEE, SANG y SUZANNE PETERSON (2000)

Culture, Entrepreneurial Orientation, and Global Competitiveness. *Journal of World Business*. Volumen 35(4): 401-416.

LERNER, JOSH (1995)

Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *The Journal of Finance*. Volumen 50 (1): 301-318.

LERNER, JOSH y ANTOINETTE SCHOAR (2005)

Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*. Volumen 120 (1): 223-246.

**LERNER, JOSH; ANN LEAMON; JAMES TIGHE y
SUSANA GARCIA-ROBLES (2014)**

Adding Value Through Venture Capital in Latin America and the Caribbean. Harvard Business School Working Paper 15-024.

**LERNER, JOSH; MORTEN SORENSER y
PER STROMBERG (2011)**

Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. The Journal of Finance. Volumen 66 (2): 445-477.

LINDSEY, LAURA (2008)

Blurring Firm Boundaries: The Role of Venture Capital in Strategic Alliances. Journal of Finance, Volumen 63 (3): 1137-1168.

METRICK, ANDREW Y AYAKO YASUDA (2011)

Venture Capital and Other Private Equity: a Survey. European Financial Management. Volumen 00 (0): 1-36.

OINO, ISAIAH (2012)

The Macroeconomic and Environmental Determinants of Private Equity in Emerging Asia Market: The Application of Extreme Bounds Analysis. Journal of Investment and Management. Volumen 3 (3): 51-60.

PENFOLD, MICHAEL y JOSÉ LUIS CURBELO (2013)

Hacia una nueva agenda en inversión extranjera directa. Tendencias y realidades en América Latina. Serie de Políticas Públicas y Transformación Productiva No. 10.

PROWSE, STEPHEN (1998)

The Economics of the Private Equity Market. Economic Review Third Quarter 1998, Federal Reserve Bank of Dallas.

PURI, MANJU y REBECCA ZARUTSKIE (2012)

On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital and Non-Venture-Capital-Financed-Firms. The Journal of Finance. Volumen 67: 2247-2293.

ROMAIN, ASTRID y BRUNO VAN POTTELSBERGHE (2004a)

The Economic Impact of Venture Capital. Evidence. Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre. No. 18/2004.

ROMAIN, ASTRID y BRUNO VAN POTTELSBERGHE (2004b)

The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence. Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre. No. 19/2004.

SAMILA, SAMPSA y OLAV SORENSON (2009)

Venture Capital, Entrepreneurship and Economic Growth.

SHLEIFER, ANDREI y ROBERT VISHNY (1997)

A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance.
Volumen 52 (2): 737-783.

UEDA, MASAKO y MASAYUKI HIRUKAWA (2008)

Venture Capital and Industrial "Innovation".

WONG, ANDREW; MIHIR BHATIA y ZACHARY

FREEMAN (2009)

Angel Finance: The Other Venture Capital. Strategic Change.
Volumen 18: 221-230.

BASES DE DATOS Y ENCUESTAS

EMPEA (2011)

Global Limited Partners Survey. Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets 2011. Washington.

EMPEA (2012)

Global Limited Partners Survey. Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets 2012. Washington.

EMPEA (2013)

Global Limited Partners Survey. Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets 2013. Washington.

EMPEA (2014)

Global Limited Partners Survey. Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets 2014. Washington.

EMPEA (2015)

EMPEA Data Dashboards.

EMPEA (2015)

EMPEA Industry Statistics Q4 2014.

**GROH, ALEXANDER, HEINRICH LIECHTENSTEIN y
KARSTEN LIESER (2011)**

The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index. IESE Business School at University of Navarra.

**GROH, ALEXANDER, HEINRICH LIECHTENSTEIN y
KARSTEN LIESER (2012)**

The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index. IESE Business School at University of Navarra.

**GROH, ALEXANDER, HEINRICH LIECHTENSTEIN y
KARSTEN LIESER (2013)**

The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index. IESE Business School at University of Navarra.

LAVCA (2014)

LAVCA 2013 Scorecard 2014 Update. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2013)

LAVCA 2013 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2012)

LAVCA 2012 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2011)

LAVCA 2011 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2010)

LAVCA 2010 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2009)

LAVCA 2009 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2008)

LAVCA 2008 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2007)

LAVCA 2007 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA (2006)

LAVCA 2006 Scorecard. The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America.

LAVCA y COLLER CAPITAL (2014)

Encuesta de Inversores en Private Equity en América Latina 2014.

LAVCA y COLLER CAPITAL (2013)

Encuesta de Inversores en Private Equity en América Latina 2013.

LAVCA y COLLER CAPITAL (2012)

Encuesta de Inversores en Private Equity en América Latina 2012.

LAVCA (2015)

Documento Privado para CAF.

LAVCA (2014)

Private Equity and Venture Capital Industry Data.

PWC (2015)

PWC Private Equity/Venture Capital 2014 Review and 2015 Outlook.