

# EL DESARROLLO E IMPACTO DEL CAPITAL PRIVADO EN MÉXICO

*Elaborado para la Asociación Mexicana de Fondos de Capital Privado, AMEXCAP, como parte del Estudio del Impacto Económico de la Industria.*

Por:

Luis Alfredo Perezcano<sup>1</sup> y Fernando Fabre<sup>2</sup>

Julio 2005.

Los autores agradecen a las siguientes personas que contribuyeron trabajo, ideas y comentarios al presente estudio: Jaime Serra, Enrique Espinosa, Hernán Sabau, Juan Carlos Lecumberri, Yenisei García, Judy Kuan, Tiffany Putimahtama y Pilar Palma. El contenido de este estudio, sin embargo, es responsabilidad exclusiva de los autores. Para comentarios contactarlos en [lpd@naftafund.com](mailto:lpd@naftafund.com) y [fabre@endeavor.org.mx](mailto:fabre@endeavor.org.mx).

---

<sup>1</sup> NAFTA Fund of Mexico. Director.

<sup>2</sup> Endeavor. Director.

## SINÓPSIS

Este estudio analiza el desarrollo del capital privado en México, el estado actual de la industria y sus perspectivas. La Sección I define el capital privado y describe los jugadores que participan en la industria. Asimismo, describe los flujos de recursos en el mundo, América Latina y México, y plantea la pregunta de por qué México cuenta con recursos de inversión desproporcionadamente bajos en relación al tamaño de su economía y otras variables macroeconómicas. La Sección II analiza el impacto que el capital privado ha tenido en economías desarrolladas, en particular en Estados Unidos. La Sección III describe el estado actual de la industria en México y lo contrasta con la situación que impera en economías desarrolladas. Se describen las oportunidades de inversión existentes, se analizan las fuentes de financiamiento para empresas y las fuentes de recursos para inversión en capital privado. Al final de esta sección se analiza el impacto que tendría una liberalización del régimen de inversión de las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) que permitiera dedicar una proporción pequeña de sus activos a la inversión en fondos de capital de riesgo profesionalmente administrados. La Sección IV concluye que la industria del capital privado en México vive una situación de oportunidad excepcional, y sugiere dos medidas que contribuirían a entrar al círculo virtuoso de crecimiento y competitividad que genera el capital de riesgo en la economía, a saber: i) habilitar un vehículo local eficiente en cuanto a estructura corporativa, régimen fiscal y costos; y, más importante aún, ii) modificar el régimen de inversión de Afores para permitirles participar como inversionistas en fondos de capital de riesgo.

## Índice

I.	Introducción .....	4
A.	Definición .....	4
B.	Historia .....	9
C.	Flujo de recursos .....	13
II.	Impacto del capital privado en economías desarrolladas .....	25
A.	Empresas.....	25
B.	Inversionistas .....	29
C.	Evolución de la industria en Estados Unidos.....	30
III.	Capital privado en Mexico.....	33
A.	Oportunidades de inversión .....	33
B.	Evidencia selectiva de empresas fondeadas con capital privado .....	38
C.	Fuentes de financiamiento para empresas .....	41
1.	Economías desarrolladas.....	41
2.	El caso de México .....	43
D.	Fuentes de inversión para la industria del capital privado.....	46
1.	Economías desarrolladas.....	46
2.	El caso de México .....	53
E.	Impacto potencial de liberalizar el régimen de inversión de Afores .....	60
IV.	Conclusiones .....	65

## **I. Introducción**

### **A. Definición**

El capital de riesgo o capital privado<sup>3</sup> es dinero aportado por inversionistas profesionales que invierten, con una visión de largo plazo, en el capital de empresas con gran potencial de crecimiento. Estos grupos de inversionistas profesionales invierten junto con el equipo de administración de la compañía y participan directamente en los cuerpos de gobierno corporativo y en la dirección de las empresas que financian. El objetivo principal del uso del capital privado es el de incrementar significativamente el valor de las compañías en las que invierte.

El capital privado se enfoca a financiar empresas jóvenes, de reciente creación o en situaciones especiales que no cuentan con el tamaño, activos o historial operativo para acceder los mercados tradicionales de financiamiento. También financia proyectos de crecimiento o expansión en empresas establecidas que no pueden ser fondeados por la banca o los mercados públicos de capital.

Además de actuar como proveedores de financiamiento, las firmas de capital de riesgo se convierten en socio estratégico y asesor de las empresas en las que invierten, involucrándose directamente con la administración, para asegurar el éxito de sus inversiones. Por esta razón, al capital privado se le considera *“dinero inteligente”*, ya que además de contribuir con financiamiento, aporta asesoría estratégica, operativa, financiera y legal, así como contactos comerciales y financieros. Estas firmas de capital privado usualmente se constituyen como fondos de inversión que captan dinero de inversionistas institucionales e individuales que luego canalizan a las empresas en las que invierten a cambio de una participación de su capital.

---

<sup>3</sup> A lo largo de este estudio usaremos los términos capital de riesgo, capital privado, *venture capital* y *private equity* indistintamente para referirnos al financiamiento de empresas o proyectos por parte de fondos de inversión profesionales.

Las inversiones de capital privado se dividen en cuatro grandes grupos, dependiendo del tamaño y nivel de desarrollo de las empresas en las que invierten (ver Tabla 1):

- i) Capital semilla (*seed capital*). Financiamiento de empresas que no han establecido operaciones comerciales, y que están en la etapa de investigación y desarrollo de producto. En esta etapa, una empresa requiere típicamente entre 100 mil y 1 millón de dólares para financiar la investigación y desarrollo (I&D), arrancar el negocio y empezar a generar ingresos.
- ii) Capital de desarrollo (*early stage*). Financiamiento para empresas que estén en las etapas iniciales de desarrollo de producto, manufactura, mercadeo y venta. En esta etapa, el financiamiento de las operaciones y el crecimiento puede requerir desde 500 mil y hasta 5 millones de dólares.
- iii) Capital de expansión (*expansion capital*). Financiamiento para empresas que ya están consolidadas en su mercado y buscan crecer mediante proyectos de expansión orgánica o a través de adquisiciones. Estos proyectos de crecimiento pueden requerir desde 2 y hasta 20 millones dólares.
- iv) Capital de consolidación (*later stage*). Financiamiento para compañías que buscan lograr una masa crítica que les permita acceder a los mercados públicos de capital mediante una colocación primaria de acciones o que las prepare para ser adquiridas por un jugador estratégico. Estos proyectos pueden requerir entre 10 y 50 millones de dólares.

Otras estrategias de inversión de capital privado incluyen el financiamiento de proyectos que involucran la compra del 100% de una empresa, generalmente en transacciones apalancadas conocidas como *buy-outs*; el financiamiento de empresas en reestructura operativa, financiera o en bancarrota, conocidas como *distressed assets*; y otras situaciones especiales y nichos específicos.

**Tabla 1: Financiamiento de empresas por etapa de desarrollo**

<b>Tipo</b>	<b>Etapa</b>	<b>Monto Promedio US \$ (000)</b>
Capital Semilla	I&D	100 ó 1,000
Capital de Desarrollo	Inicio de operaciones	500 ó 5,000
Capital de Expansión	Crecimiento	2,000 ó 20,000
Capital de Consolidación	Preparar colocación pública o adquisición	10,000 ó 50,000

Los fondos de inversión por su parte, típicamente pasan por tres etapas en su ciclo de vida (Ver Tabla 2): i) creación del fondo y levantamiento de recursos; ii) periodo de inversión y monitoreo de empresas; y iii) salida o venta de las empresas en las que se invirtió. La primera etapa tiene una duración de entre uno y dos años en promedio, durante la cual se estructura el fondo, se consiguen los compromisos de capital y se negocian términos y condiciones con los inversionistas. Durante este periodo se pueden hacer cierres parciales del fondo y se puede empezar a invertir el dinero. El periodo de inversión de un fondo dura 5 años en promedio. Durante esta etapa se filtran y analizan oportunidades de inversión, se entra en un proceso de diligencias e investigación (*due diligence*) sobre oportunidades seleccionadas, se negocian términos y condiciones de inversión, se estructuran las transacciones y se ejecutan las inversiones mediante un contrato de compraventa o convenio de accionistas. Después de realizada la inversión, empieza la etapa de monitoreo y creación de valor, que dura entre 3 y 5 años por empresa. Desde que se realiza la inversión, se empieza a preparar a la empresa para su venta, pero el proceso formal, una vez que la compañía está lista para ser vendida, puede tomar hasta un año adicional. En total, la vida promedio de un fondo es de entre 8 y 10 años.

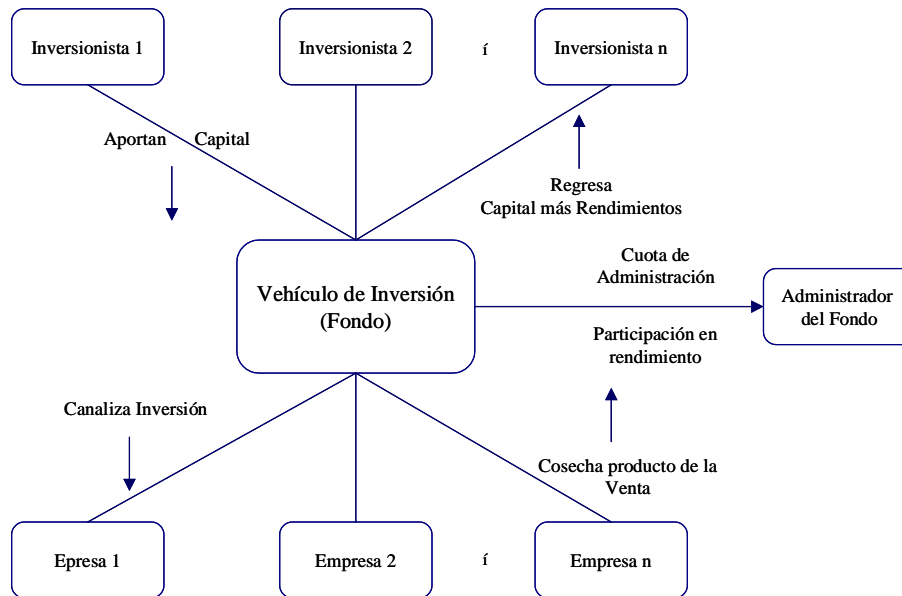
**Tabla 2: El ciclo de vida de un fondo de capital privado**

	<b>Proceso con Inversionistas</b>	<b>Evaluación de Inversiones</b>	<b>Proceso con Empresas</b>
Del año 1 al año 2	Procuración de fondos	Búsqueda de oportunidades de inversión	Estructura, negociación y cierre de inversiones seleccionadas. Monitoreo y creación de valor. Venta.
Del año 2 al año 7	Llamadas de capital para fundear inversiones	Filtrado, análisis y <i>due diligence</i> de inversiones potenciales	
Del año 5 al año 10	Distribuciones de capital y rendimientos	Evaluación de oportunidades de desinversión	

Los fondos de capital privado existen como alternativa de inversión y diversificación. Los administradores de estos fondos, canalizan los recursos de sus inversionistas a empresas que representen una atractiva oportunidad de inversión, a cambio de una participación en su capital. Mientras el fondo es accionista de la empresa, trabaja de cerca con la administración de la compañía para generar valor a través de la implementación de una estrategia de inversión y un plan de negocios definidos. Si el fondo es exitoso en la ejecución de la estrategia, logrará vender la empresa, o su participación en la misma, a un múltiplo de lo que invirtió, generando atractivos rendimientos para los inversionistas del fondo y los demás accionistas de la empresa.

La estructura general de un fondo de capital privado incluye a tres grupos de participantes: i) los inversionistas; ii) el administrador del fondo; y iii) las empresas en las que se invierte. La Tabla 3 presenta un esquema general de la estructura típica.

**Tabla 3: Estructura general de un fondo de capital privado**



El administrador es el encargado de diseñar y operar el fondo. Típicamente invierte el 1% del capital total,<sup>4</sup> cobra una cuota de administración anual entre el 1.5% y 2.5% del capital total comprometido y recibe una comisión de éxito equivalente a entre el 20% y 30% del rendimiento generado sobre el capital aportado por los inversionistas.

Los inversionistas aportan capital en la forma de cuotas de administración y recursos para inversión, y reciben entre el 70% y 80% del rendimiento generado. Es importante aclarar que los fondos funcionan en base a compromisos de capital, es decir, no administran recursos líquidos. Los inversionistas se comprometen a cumplir con las llamadas de capital que haga el fondo cuando exista la necesidad de fondear una inversión. De la misma forma, cuando el fondo recibe dinero de las empresas en las que invierte, ya sea por un evento de liquidez, pago de dividendos, etc., regresa el dinero a sus inversionistas en la forma de una distribución. Antes de que el administrador tenga derecho a cobrar la comisión de éxito, los inversionistas deben recuperar el total del capital aportado más un rendimiento preferente de entre el 6% y el 10% anual.

<sup>4</sup> Algunos administradores, bancos de inversión en particular, invierten hasta el 20% del capital total.



Los fondos cuentan con dos cuerpos de gobierno corporativo. El Comité de Inversión está integrado por el administrador y por representantes de los inversionistas y tiene la función de aprobar las inversiones y desinversiones. El Consejo Consultivo está generalmente integrado exclusivamente por inversionistas, y su función principal es la de dirimir conflictos de interés.

## **B. Historia**

Recursos de capital privado han financiado empresas y proyectos desde hace siglos, pero cobran especial importancia en los Estados Unidos en los últimos 25 años como motor del desarrollo económico y la competitividad. Cambios en las normas prudenciales para regir las inversiones de fondos de pensiones, eliminación de impuestos a ganancias de capital, estabilidad macroeconómica, participación del gobierno como inversionista en fondos, y la desregulación de los vehículos de inversión, son algunos de los principales factores que han impulsado la industria de fondos de capital en países desarrollados, particularmente en los Estados Unidos.

Los fondos cumplen una importante función de intermediación financiera. En economías desarrolladas como Estados Unidos, Inglaterra y Europa Continental, el capital privado se convierte en un perfecto complemento a los mercados de crédito tradicionales y en una forma de financiar empresas jóvenes o en situaciones especiales que no tendrían acceso a otro tipo de financiamiento. Empresas como Microsoft, Dell, Yahoo, Federal Express, Starbucks, y muchas otras en el mundo, han sido financiadas con recursos aportados por fondos de capital privado. En los Estados Unidos, se estima que en el 2003 existían casi 1,800 fondos de capital privado, con capital comprometido de más de \$250 mil millones de dólares; en la década entre 1993 y 2003 se estima que se financiaron más de 30,000 compañías.<sup>5</sup>

En economías emergentes, el capital privado llena el vacío producto de la falta de acceso de empresas medianas y pequeñas a esquemas de financiamiento tradicional. En países como

---

<sup>5</sup> Incluye fondos de capital semilla, riesgo, privado y *buy-outs*. Fuente: Thomson Venture Economics/2004 NVCA Yearbook.

Corea, India, China, Israel, Hong Kong, Indonesia y Sudáfrica, esta industria está mucho más desarrollada que en México. En Latinoamérica, por su parte, Argentina y Brasil son los países que tradicionalmente han captado mayor inversión de capital privado.

En México no se ha desarrollado una industria de capital privado pujante, por el contrario, siempre ha estado deprimida y con expectativas limitadas. Esto se puede atribuir a diversos factores: i) no existen mecanismos eficientes para promover la creación y expansión de fondos; ii) existen desincentivos fiscales importantes; iii) la participación de inversionistas institucionales es sumamente limitada, ya que a pesar de contar con enormes recursos bajo administración, sus regímenes de inversión son sumamente restrictivos; iv) el marco legal, la cultura empresarial y el limitado desarrollo de los mercados de valores, han sido poco conducentes para que inversionistas profesionales canalicen recursos a empresas privadas.

Parte de la historia en México incluye el fallido intento de las Sociedades de Inversión de Capitales (Sincasö) que han ido disminuyendo en número y recursos bajo administración por problemas de sobrerregulación, y el fracaso de fondos extranjeros que entraron a México en la década de los 90. La siguiente anécdota refleja diversos obstáculos que han enfrentado algunos de los fondos que se han incorporado en México en los últimos años.

*Para formar un fondo en México, primero se junta un grupo de personas para llevar a cabo el proyecto, consiguen a los inversionistas, se dan cuenta que en México no es posible constituir un vehículo de inversión eficiente y deciden incorporarlo en Estados Unidos, Canadá o alguna entidad de baja imposición fiscal. Finalmente incorporan el fondo y levantan el dinero. Una vez que detectan a la empresa mexicana en la cual quieren invertir, se dan cuenta que la Ley General de Sociedades Mercantiles desincentiva la inversión de capital en empresas mexicanas, por lo que deciden crear una empresa en Estados Unidos que se convierta en la tenedora de las acciones de la empresa mexicana para estar regidos por la ley de dicho país y tener mejor protegida su inversión. A final de*

*cuentas, la inversión se registra como salida de divisas, en lugar de inversión extranjera directa.*<sup>6</sup>

En México, a pesar de existir una enorme necesidad de financiamiento empresarial, la industria de capital privado es muy pobre, y pocas empresas han sido beneficiadas por el limitado número de fondos que existen. No obstante, empresas como Cinemex, Desarrolladora Homex y Duty Free, entre otras, se han desarrollado gracias a inversiones de capital privado. Más adelante se explican algunos factores que han impedido el desarrollo de esta industria en nuestro país.

En la Tabla 4 se presenta una lista de algunos fondos que operan en México. Según datos de la Asociación Mexicana de Capital Privado, (AMEXCAP) y Nacional Financiera, S.N.C. (Nafin), México cuenta con cerca de 30 fondos de capital, con compromisos entre los mil y dos mil millones de dólares, en general domiciliados fuera de México, específicamente como una *Limited Partnership* en Canadá.

---

<sup>6</sup> Anécdota de más de tres fondos que realizaron inversiones en los últimos tres años.

**Tabla 4: Algunos fondos de capital privado invirtiendo en México**

Nombre del Fondo	Tamaño en Millones US\$	Estructura Legal
JPMorgan Partners Latin America <sup>r</sup>	750	LP, EU
Advent Latin America <sup>r</sup>	265	ND
Latin America Enterprise Fund <sup>r</sup>	260	LP, Caimán
BBVA Bancomer	190	Inversión Directa
Darby BBVA Lat Am PE Fund <sup>r</sup>	175	LP, Canadá
Latin America Enterprise Fund II <sup>r</sup>	160	LP, Caimán
Barings Private Equity	120	ND
ZN Mexico Trust II	120	LP, Canadá
Monterrey Capital Partners	80	Fideicomiso, México
ZN Mexico Trust	70	Bermuda Trust
Discovery Americas I	70	LP, Canadá
MIF/WAMEX	66	Bermuda Trust
Mexico Real Estate Investments	60	LP, Canadá
Jones Lang LaSalle	50	ND
Nafta Fund	40	LP, Canadá
Fondelec	32	LP, Canadá
Econergy	27	ND
Fondo PYMEX Turismo	22	LP, Canadá
Latin Idea	15	LP, Canadá
Fondo Chihuahua	15	LP, Canadá
Fondo Sinaloa	12	LP, Canadá
Fondo Tijuana	10	LLC, USA
23 Sincas en operación*	300	Sinca
Fondo Guanajuato	8	Fideicomiso, México
FOMEDE	6	SA de CV
Carlyle Group	ND	ND
Intel Capital	ND	Inversión Directa
Prudential Real Estate	ND	ND
O'Connor Capital Partners	ND	ND

Fuente: Amexcap, Nafin, Sitios Web.

Nota: Algunos de estos fondos todavía no levantan el total del capital señalado.

r: Fondo Regional para América Latina.

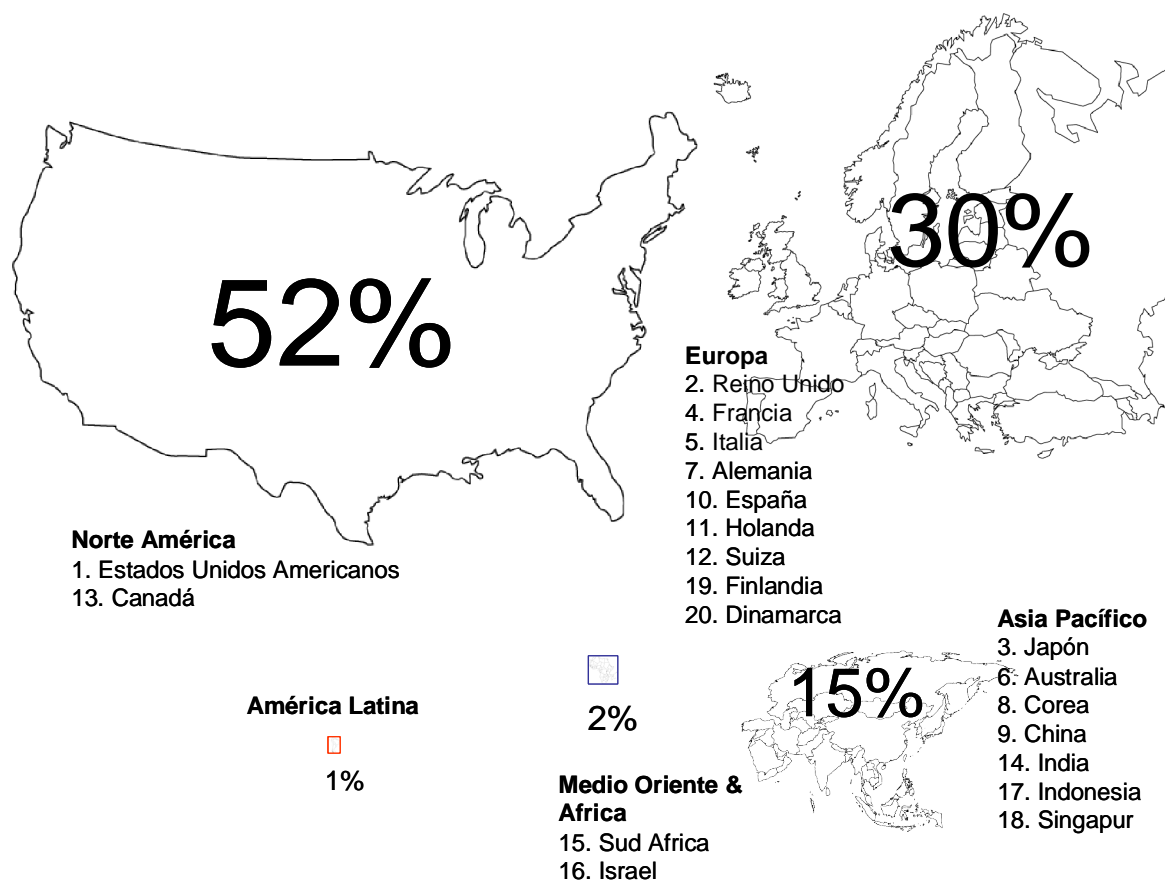
\*: Recursos invertidos por todas las Sincas.

ND: No disponible.

### C. Flujo de recursos

Las economías desarrolladas concentran la gran mayoría de los flujos de capital privado en el mundo. Entre Estados Unidos, Europa, Japón, Australia y Canadá tienen alrededor del 90% de los compromisos de capital globales, según el reporte The PricewaterhouseCoopers / Venture Economics / National Venture Capital Association MoneyTree<sup>7</sup> Survey de 2004, como la indica la Gráfica 1.

**Gráfica 1: Recursos comprometidos de capital privado en el mundo**



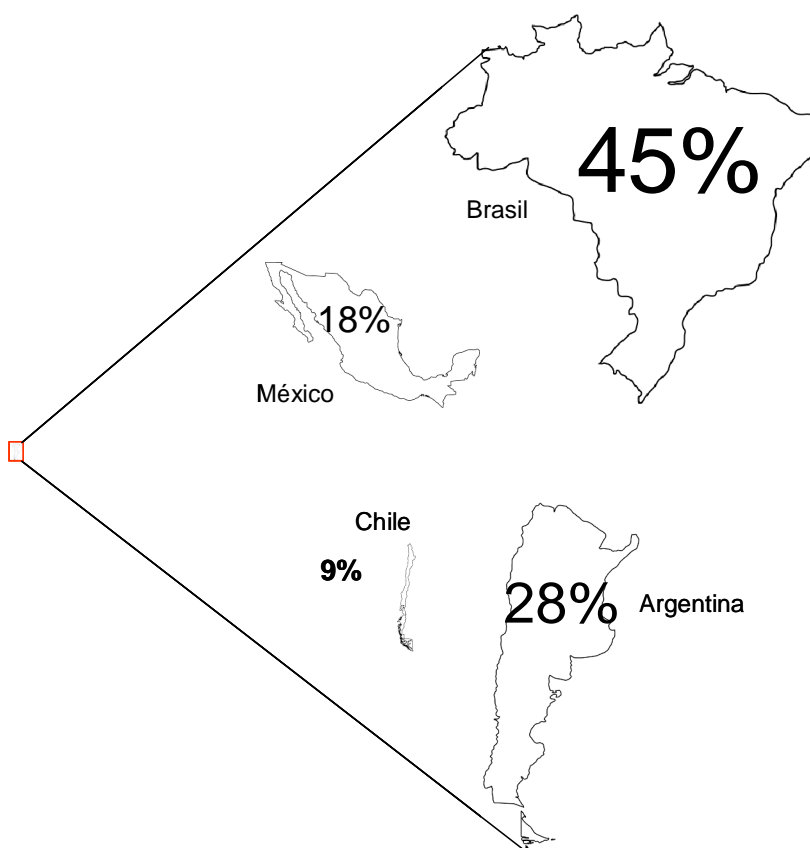
*Fuente: Elaborado con datos de The PricewaterhouseCoopers / Venture Economics / National Venture Capital Association MoneyTree<sup>7</sup> Survey 2004*

La gráfica ilustra los tamaños relativos de las distintas regiones del mundo según su participación en el pastel mundial de recursos de capital privado. Estados Unidos capta la mayoría de estos recursos con un 52%<sup>7</sup>, el segundo lugar lo tiene Europa con el 30% y la región Asia Pacífico llega en un distante tercer lugar con el 15%. Latinoamérica, que

<sup>7</sup> Incluye a Canadá con una participación muy menor.

apenas figura con el 1%, está representada en la región adentro del recuadro pequeño. Adicionalmente, en esta gráfica se listan, en orden de importancia, los 20 países que más recursos de capital privado captan. Llama la atención que economías más pequeñas que la mexicana como es el caso de Corea, Indonesia, Singapur, Sudáfrica e Israel, reciban una proporción importante de estos recursos de inversión, mientras que México queda rezagado a una posición minoritaria dentro del 1% latinoamericano. La Gráfica 2 expande el recuadro pequeño de la Gráfica 1 y presenta el panorama de América Latina.

**Gráfica 2: Recursos comprometidos de capital privado en América Latina en 2003**

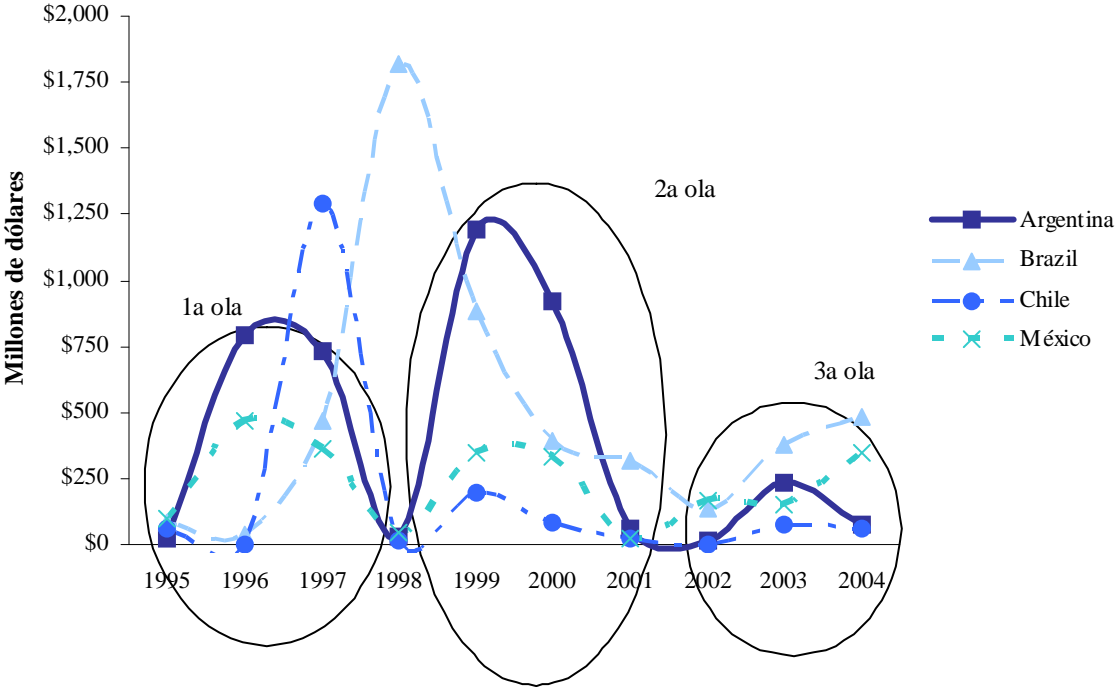


*Fuente: Elaborado con datos de Venture Equity Latin America 2004 Year-End Report.*

Este cuadro resulta todavía más desalentador. Mientras que Brasil concentra el 45% de los compromisos de inversión de capital privado y Argentina el 28%, México apenas alcanza un 18%. La participación de México es apenas el doble de la de Chile, a pesar de que la economía mexicana es seis veces mayor que la chilena.

Esta tendencia se ha mantenido históricamente como lo muestra la Gráfica 3, que nos enseña los montos de inversión comprometidos para fondos de capital privado en la región durante los últimos 10 años. Mientras que en el 2003 en Brasil se comprometieron más de 374 millones de dólares y en Argentina 235, los compromisos en México fueron solamente de 149 millones de dólares. En otras palabras, a pesar de que las economías mexicana y brasileña son similares en tamaño, en Brasil se comprometieron 2.5 veces más recursos que en México. En Argentina, a pesar de ser una economía cuatro veces menor que la mexicana, los recursos de capital privado son 1.6 veces mayores que en México.

**Gráfica 3: Compromisos colocados de capital privado por país**



Fuente: Venture Equity Latin America.

La gráfica anterior nos muestra tres ciclos de inversiones de capital privado en la región. La primera ola, se dio con el ingreso de fondos americanos que veían en Latinoamérica un mercado que ofrecía atractivos rendimientos y diversificación regional. Estos fondos entraron con estrategias de inversión y estructuras de participación que habían probado ser exitosas en sus mercados de origen, pero que no se adecuaban a las características particulares de los mercados locales; adicionalmente, pretendieron administrar sus

inversiones a distancia sin la participación de un equipo local. Una buena parte de estas inversiones se perdió, lo cual prácticamente detuvo el flujo de recursos y desincentivó la entrada de nuevos fondos.

La segunda ola se dio durante el *boom* de Internet, cuando grandes recursos se invirtieron en financiar proyectos asociados a la ñnueva economíaö. Esta etapa culminó con la debacle del mercado tecnológico que se dio a escala global.

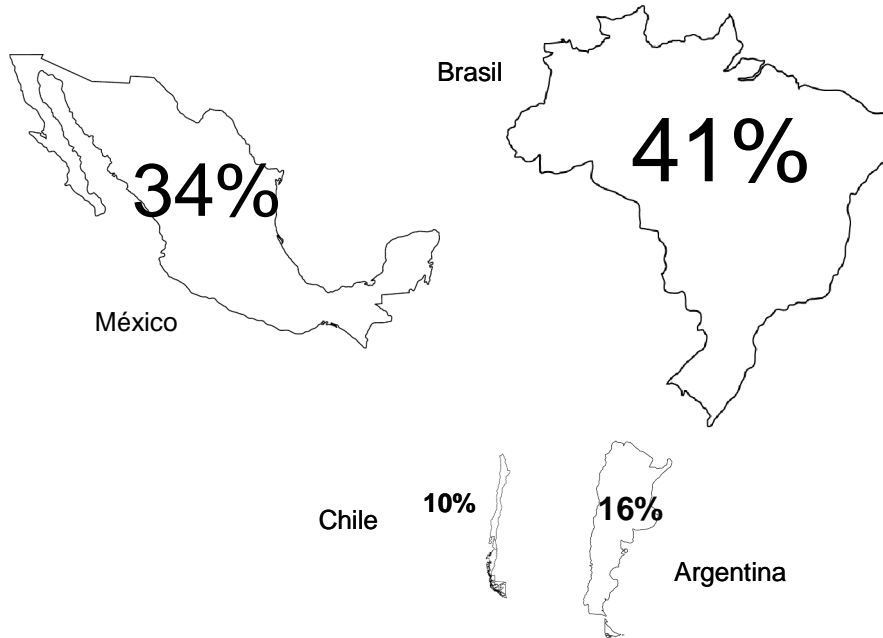
La tercera ola es la que estamos viviendo actualmente y que está protagonizada por tres tipos de jugadores: i) administradores de fondos extranjeros que aprendieron de sus errores durante la primera y segunda olas y que han establecido una presencia con equipos dedicados en los mercados en los que invierten; ii) administradores extranjeros que se han asociado con grupos locales para crear nuevos fondos; y iii) un naciente grupo de administradores locales que han formado nuevos fondos independientes.

En las tres olas, México destaca por su pésimo desempeño en atraer inversión en comparación con Argentina y Brasil. Esto resulta paradójico ya que, por un lado, México cuenta con mejores perspectivas macroeconómicas que el resto de los países de América Latina y, por otro, abundan empresas con necesidades de capital.

Las siguientes gráficas ilustran el desempeño relativo de México en lo que respecta a otros indicadores económicos en comparación con sus contrapartes latinoamericanas. La Gráfica 4 muestra los flujos de inversión extranjera directa (IED) en el mismo periodo de 1995 a 2004. Si comparamos estos datos con los de la Gráfica 2, vemos como Brasil, al igual que Chile, recibe flujos de capital privado más o menos proporcionales a los de IED, sin embargo, México y Argentina tienen papeles invertidos. Mientras México recibe el 34% de la IED, sólo capta el 18% del capital privado. Argentina, con el 16% de la IED, capta el 28% del capital privado.



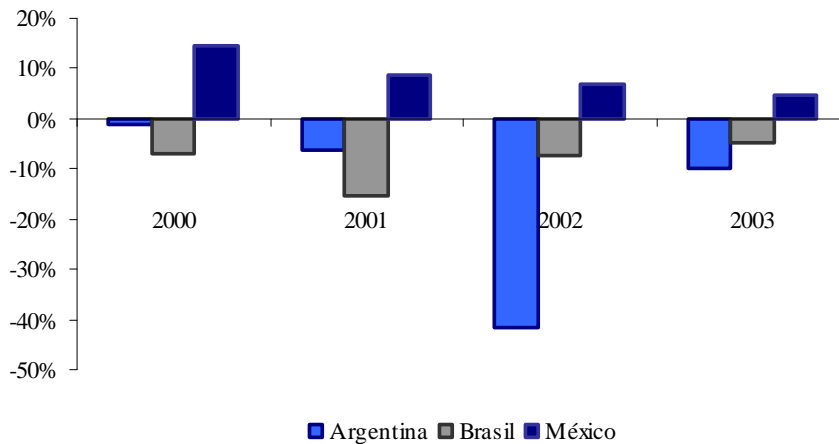
**Gráfica 4: Inversión extranjera directa**



*Fuente: Elaborada con datos de UNCTAD.*

La Gráfica 5, por su parte, muestra cómo la estabilidad de los últimos años en México ha permitido que el PIB per cápita se mantenga en crecimiento constante, a diferencia de lo que ha sucedido en Argentina y Brasil.

**Gráfica 5: Crecimiento anual del PIB per cápita en dólares corrientes.**



*Fuente: Elaborado con datos del Banco Mundial, Método Atlas.<sup>8</sup>*

<sup>8</sup> El Método Atlas del Banco Mundial mide el PIB per cápita de un país en función de la paridad de poder de compra de un país relativo al resto de los países.

Finalmente, la Gráfica 6 muestra el riesgo país, medido por la sobretasa que pagan los bonos de deuda extranjera sobre los bonos del tesoro de los Estados Unidos, de acuerdo al *Emerging Market Bond Index* (EMBI) que calcula JP Morgan. Mientras que en México este indicador ha bajado consistentemente y se encuentra en mínimos históricos en niveles inferiores a los 200 puntos base, el riesgo de Brasil es más del doble, al ubicarse por encima de los 400 puntos base, y el de Argentina es 32 veces superior al acercarse a los 6,500 puntos base. México es mucho más seguro como lugar para invertir que el resto de la región, como lo evidencia la calificación de grado de inversión por parte de Moody's y Standard & Poors para la deuda soberana mexicana, sin embargo, la tendencia de inversiones en capital para empresas no lo demuestra.

**Gráfica 6: Riesgo país**



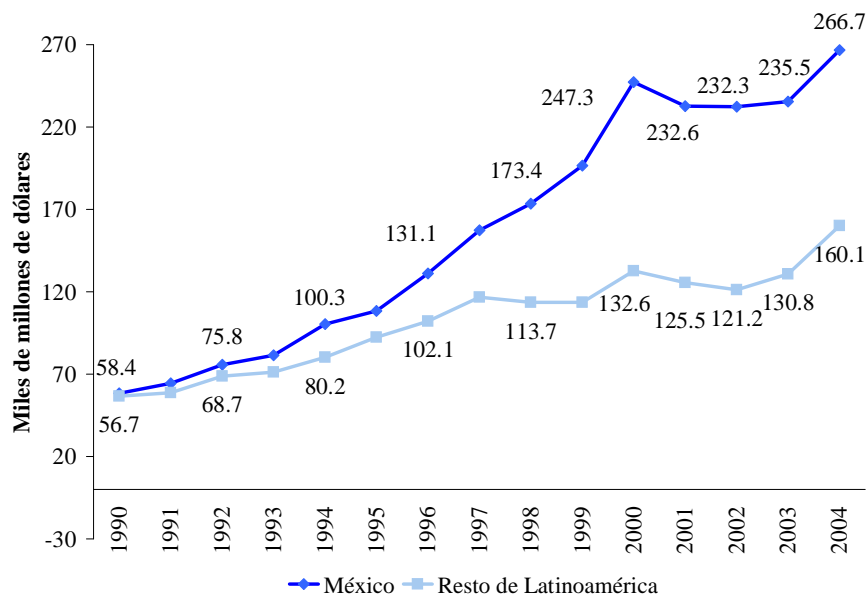
*Escala logarítmica del EMBI.*

*Fuente: Elaborada con datos de JP Morgan.*

No sólo es evidente que México disfruta de una mejor posición macroeconómica que el resto de sus colegas latinoamericanos, sino que además, las principales variables e

indicadores económicos han ido convergiendo con los de sus vecinos del norte, Estados Unidos y Canadá. Lo anterior es en gran parte atribuible al proceso de integración comercial que se ha desarrollado en los últimos diez años, producto de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Como se aprecia en la Gráfica 7, en 1990 el nivel de comercio entre México y Estados Unidos era de una magnitud similar al comercio de Estados Unidos con el resto de Latinoamérica. Las cifras más recientes de este indicador muestran que el intercambio de México con Estados Unidos casi duplica al del resto de América Latina.

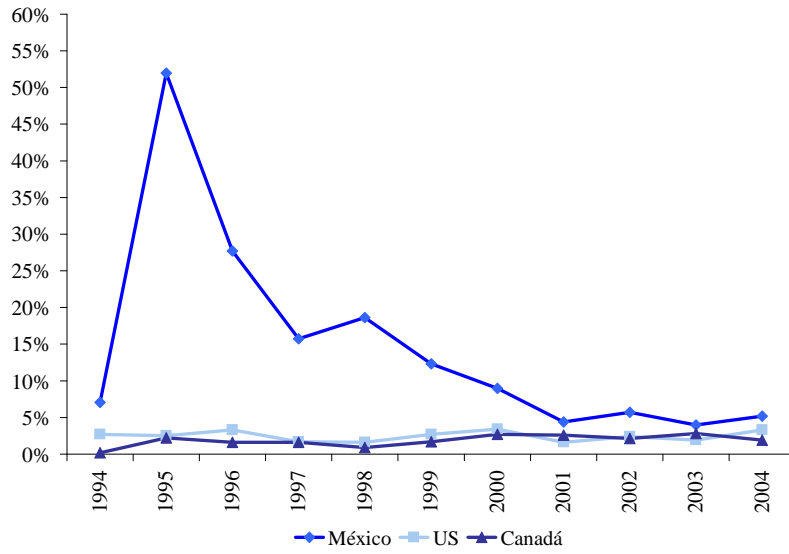
**Gráfica 7: Comercio con Estados Unidos**



*Fuente: US Census Bureau, Foreign Trade Division.*

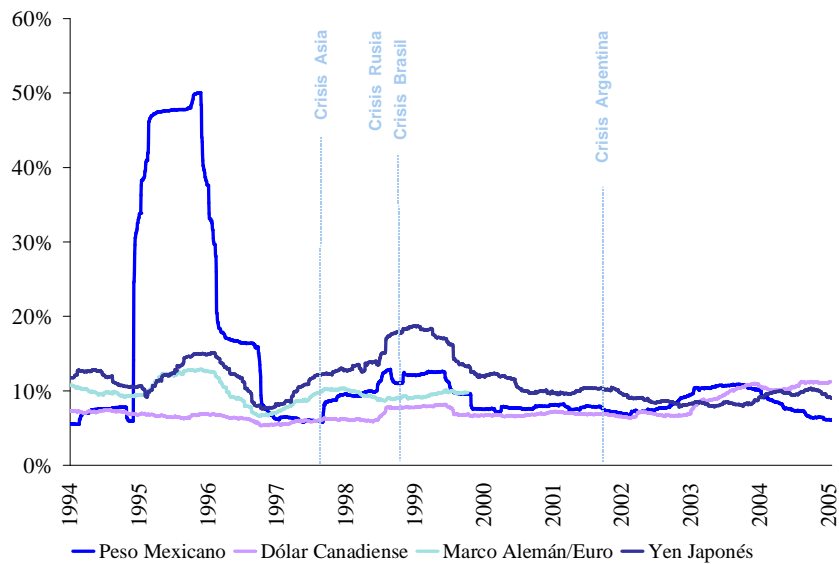
Este proceso de convergencia lo podemos observar en las siguientes gráficas. La Gráfica 8 compara los niveles de inflación entre México, Estados Unidos y Canadá. Gracias a la independencia del Banco de México, a la política de disciplina monetaria y fiscal y al régimen de tipo de cambio flotante, la inflación ha bajado dramáticamente, acercándose a los niveles observados en Estados Unidos y Canadá.

**Gráfica 8: Inflación**



*Datos del Índice de Precios al Consumidor.  
Fuente: INEGI, Federal Reserve System, Bank of Canada.*

**Gráfica 9: Volatilidad del tipo de cambio**

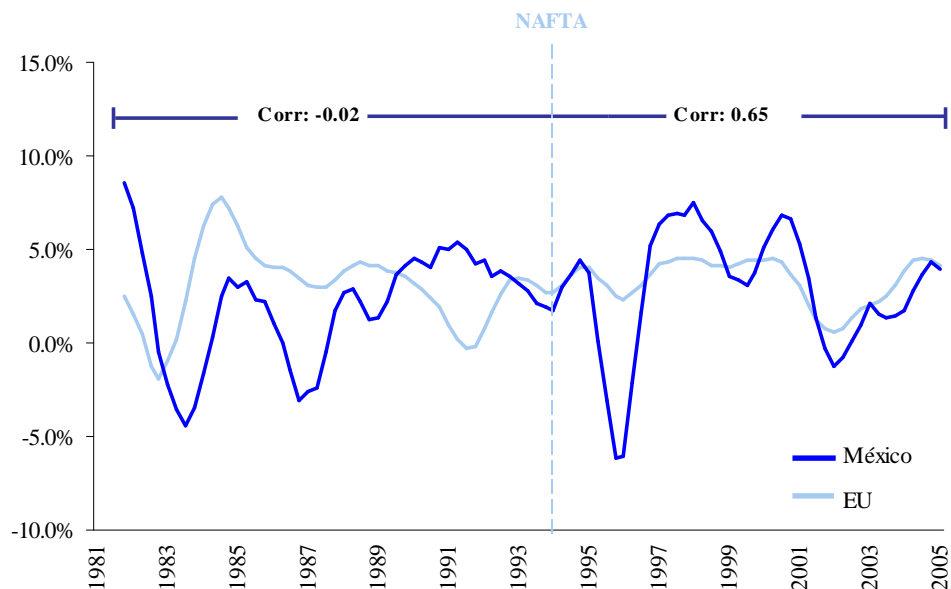


*Desviación estándar de fluctuaciones diarias de periodos anuales.  
Fuente: Banco de México, Bank of Canada.*

El tipo de cambio también refleja un proceso de convergencia. Después de la crisis de 1995, la volatilidad del peso contra el dólar ha disminuido significativamente, e incluso se ha ubicado por debajo de la de monedas fuertes como el euro y el yen japonés; de hecho, su patrón de volatilidad se asemeja más al del dólar canadiense, como se aprecia en la Gráfica 9. Adicionalmente, el régimen de tipo de cambio flotante le ha permitido a la economía mexicana absorber, sin mayores trastornos, choques externos como los provocados por la crisis asiática en 1997, las crisis rusa y brasileña en 1998 y la crisis argentina en 2001.

Quizá la medida más clara de convergencia entre la economía mexicana y la americana, es el comportamiento de los ciclos económicos. Hasta antes de la entrada en vigor del TLCAN, la correlación entre las tasas de crecimiento del producto en México y Estados Unidos era negativa. A partir de entonces, los ciclos económicos se han sincronizado y muestran una correlación positiva y elevada como lo muestra la Gráfica 10.

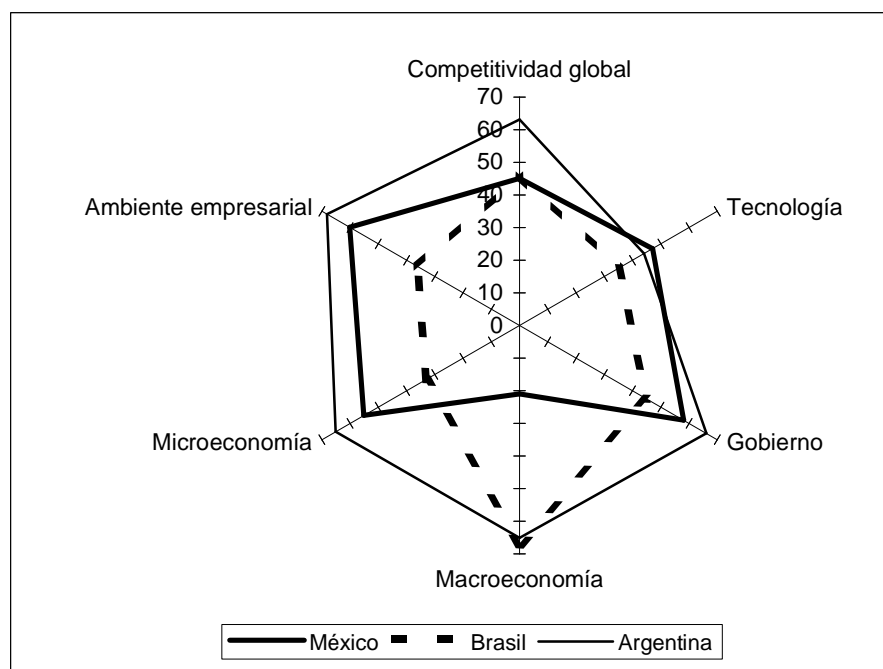
**Gráfica 10: Ciclos económicos**



*Promedio móvil de la variación anual de observaciones trimestrales del producto manufacturero.  
Fuente: INEGI, US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.*

No obstante lo anterior, las ventajas derivadas de la estabilidad macroeconómica y de la convergencia e integración de la economía mexicana a la de América del Norte, se han ido erosionando dada la falta de competitividad de la economía en general y de las empresas en particular. De hecho, la situación de la industria del capital privado en México hace evidente la falta de competitividad del país, de acuerdo al Instituto Mexicano para la Competitividad (IMCO), la competitividad se define como «la habilidad de un país para atraer y retener inversiones».<sup>9</sup> La Gráfica 11 muestra el ranking de México, Argentina y Brasil en función de su competitividad global y en cuanto a cinco factores específicos, de acuerdo al *Global Competitiveness Report* del *World Economic Forum*.

**Gráfica 11: La competitividad de México frente a sus competidores regionales**



*Global Competitiveness Report. La escala vertical indica la posición de cada país respecto a una muestra de 80 países. Mientras más cercano al origen más competitivo. Fuente: World Economic Forum.*

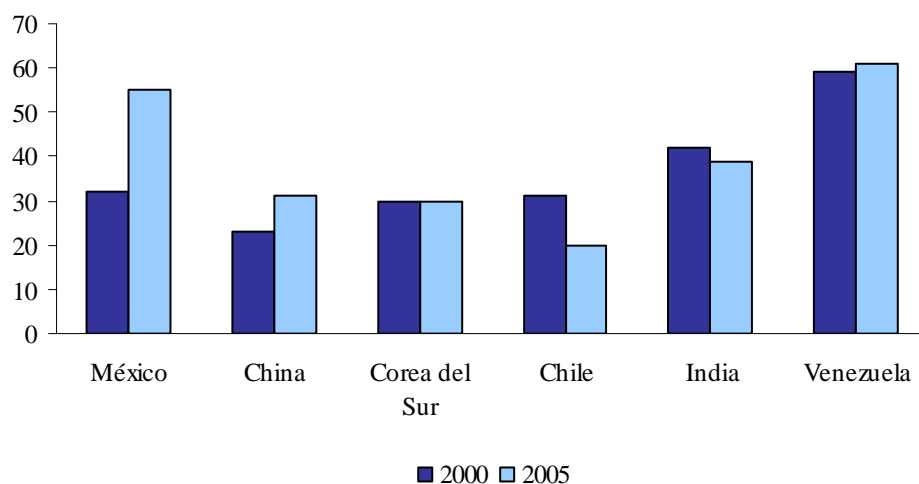
Como lo hemos comentado a lo largo de esta sección, México tiene una mejor posición macroeconómica que Argentina y Brasil y ocupa el lugar número 21 de la muestra, sin embargo, en los otros factores de competitividad considerados, México califica peor que Brasil, aunque mejor que Argentina. En el rubro de tecnología, incluso Argentina ocupa

<sup>9</sup> Hacia un pacto de competitividad, Situación de la Competitividad de México 2004, IMCO, p. 19.

una mejor posición. Vale la pena resaltar que en el rubro de ambiente empresarial México ocupa el lugar 60 de los 80 países considerados, esto puede explicar, en parte, los reducidos flujos de inversión de capital privado. Salvo por el factor de competitividad macroeconómica donde México se ubica en el primer cuartil de la muestra, en todos los demás aparece en el tercer cuartil.

De acuerdo al IMCO, el deterioro en la competitividad de México ha sido relativamente reciente,<sup>10</sup> esto lo podemos constatar en la Gráfica 12, donde observamos la evolución del ranking de competitividad de México entre el año 2000 y el 2005 en comparación con otras economías en la muestra de 60 países del IMD<sup>11</sup>.

**Gráfica 12: Evolución de la competitividad de México respecto otros países**



*Ranking de competitividad mundial del IMD.  
Fuente: Credit Suisse First Boston.*

Además de la falta de competitividad, otros obstáculos que han impedido mayores flujos de recursos para el desarrollo de la industria del capital privado en nuestro país son los siguientes: i) en México no existe un vehículo legal apropiado para establecer fondos locales; ii) existen desincentivos fiscales importantes que generan doble tribulación y otras desventajas fiscales; iii) la gran mayoría de los recursos de inversión institucional tiene

<sup>10</sup> Ídem, p. 334.

<sup>11</sup> Institute for Management Development, Lausana, Suiza.

prohibida o muy limitada la posibilidad de participar en este tipo de inversiones;<sup>12</sup> iv) no existe una adecuada protección a los inversionistas minoritarios que invierten en empresas privadas; v) hay una ausencia de recursos para resolver controversias expeditamente; vi) la falta de un estado de derecho promueve la ilegalidad y las prácticas corporativas irregulares; finalmente, vii) la cultura empresarial y el limitado desarrollo de los mercados de valores han sido poco conducentes para que inversionistas profesionales canalicen recursos a empresas privadas. Más adelante se hace un análisis detallado de estos obstáculos y se proponen recomendaciones para incrementar significativamente la inversión en capital de riesgo.

Antes, la siguiente sección analizará el impacto que el capital privado ha tenido en economías desarrolladas, en particular el caso de los Estados Unidos.

---

<sup>12</sup> Las Afores no pueden invertir. Las compañías de seguros sólo lo pueden hacer de manera muy limitada y con muchas restricciones. Los fondos corporativos de pensiones, que manejan recursos muy inferiores a las Afores y aseguradoras, sí pueden participar previa autorización individual de la CNBV.



## II. Impacto del capital privado en economías desarrolladas

### A. Empresas

La industria de capital privado de los Estados Unidos es la mayor, la más antigua y la que cuenta con mejores estadísticas. Por ello nos concentramos en analizar el impacto en este país para después tratar de extrapolar conclusiones para el caso de México.

En Estados Unidos, la industria de capital privado ha tenido un impacto muy significativo en diversas áreas de la economía y el sector productivo. No sólo ha beneficiado a las empresas que han sido receptoras de inversiones sino que ha generado rendimientos superiores para los inversionistas que han aportado sus recursos a través de los fondos. Esto ha tenido un impacto sumamente relevante en la economía en general, a través de creación de empleos, aumento en la inversión productiva, lanzamiento de nuevas empresas y colocaciones públicas, incremento en productividad, desarrollo tecnológico y de investigación, etc. El capital privado ha sido en gran parte responsable de que la economía estadounidense, no obstante su tamaño y grado de madurez, siga reflejando avances importantes en productividad y sea de las economías más competitivas del mundo.

Las empresas que reciben capital privado crecen más, emplean más trabajadores, pagan mejores sueldos y son más innovadoras que sus contrapartes que recibieron fuentes alternativas de financiamiento. Las empresas fondeadas con capital privado son directamente responsables de más de 10 millones de empleos (el 9.4% del total de la fuerza de trabajo en el 2003)<sup>13</sup> y de cerca de 2 billones<sup>14</sup> de dólares en ventas (el 9.6% de las ventas generadas por el total de las empresas).<sup>15</sup> Esto resulta todavía más impresionante si consideramos que durante los últimos 34 años, la inversión en el sector de capital privado no llegó a representar ni el 2% del total de la inversión en capital en la economía estadounidense.<sup>16</sup> Adicionalmente, el capital privado fomenta los mercados de capitales, impulsando el mercado de fusiones y adquisiciones, y siendo uno de los principales originadores de colocaciones primarias en los mercados de valores listados. El capital

---

<sup>13</sup> *Venture Impact 2004*, Global Insight, p. 3.

<sup>14</sup> Dos millones de millones de dólares, es decir, dos trillones de Estados Unidos.

<sup>15</sup> *Venture Impact 2004*, Global Insight, p.3.

<sup>16</sup> AltAssets, con datos de la National Venture Capital Association y DRI WEFA.

privado en los Estados Unidos influye sobre todos los sectores de la economía, no solamente en el sector tecnológico ni exclusivamente en empresas de reciente creación, como se puede apreciar en las tablas siguientes.

### *Ventas*

Las ventas de las empresas en Estados Unidos que reciben financiamiento de fondos de capital de riesgo crecen al doble de lo que crecen las ventas del resto de las empresas<sup>17</sup> (ver Tabla 5). En el periodo 2000-2003 las empresas fondeadas con recursos de capital privado vendieron más de 200 mil millones de dólares.

**Tabla 5: Comparativo de crecimiento en ventas**

<b>Industria</b>	<b>Empresas Fondeadas con Capital de Riesgo</b>	<b>Promedio del sector industrial (Todas las empresas)</b>	<b>Diferencia</b>
Biotecnología	28%	22%	6%
Financiero	11%	11%	0%
Comunicaciones	2%	-7%	9%
Hardware	12%	-2%	14%
Software	31%	5%	26%
Productos médicos	9%	6%	3%
Servicios médicos	26%	25%	1%
Energía	6%	0%	6%
Autoservicios	20%	9%	11%
Semiconductores	-16%	-21%	5%
Total:	12%	6%	6%

*Fuente: Global Insight, Venture Impact 2004.*

### *Generación de empleos*

Como lo muestra la Tabla 6, las empresas financiadas con capital de riesgo generan más empleos. En el periodo 2000-2003, el empleo en Estados Unidos decreció en 2.3%, mientras que la tasa de crecimiento del empleo en las empresas que recibieron inversiones de fondos de capital privado fue de 6.5%,<sup>18</sup> traduciéndose en más de 600 mil empleos creados.

<sup>17</sup> *Venture Impact 2004*, Global Insight, p. 5.

<sup>18</sup> *Idem*, p. 4.

**Tabla 6: Comparativo de crecimiento en el empleo**

<b>Industria</b>	<b>Empresas Fondeadas con Capital de Riesgo</b>	<b>Promedio del sector industrial (Todas las empresas)</b>	<b>Diferencia</b>
Biotecnología	23%	5%	18%
Financiero	4%	-1%	5%
Comunicaciones	5%	-18%	23%
Hardware	-1%	-14%	13%
Software	17%	-8%	25%
Productos médicos	16%	-2%	18%
Servicios médicos	10%	9%	1%
Energía	1%	-9%	10%
Autoservicios	12%	-1%	13%
Semiconductores	-10%	-26%	16%
Total:	7%	-2%	9%

*Fuente: Global Insight, Venture Impact 2004.*

### *Salarios*

Las empresas que reciben financiamiento de fondos de capital de riesgo pagan mejores sueldos. La tasa de crecimiento en los salarios de las empresas apoyadas fue del 12% contra el 11% del resto de las empresas. A pesar de que esta diferencia no parece significativa, una mayor tasa de crecimiento (9% en este caso), acumulada en el mediano plazo, llega a generar una diferencia importante en el salario nominal.

### *Innovación*

Sin capital de riesgo, Microsoft, Intel, Amgen, Federal Express, Home Depot, eBay, JetBlue y muchas otras empresas que han transformado sus industrias no existirían. El capital privado tiene una mayor tolerancia al riesgo, ya que le produce mejores rendimientos en el largo plazo, por eso puede financiar proyectos de desarrollo e innovación en todos los sectores de la economía. El capital de riesgo ha tenido el efecto adicional de democratizar y descentralizar la investigación y el desarrollo, cada vez una proporción mayor de esta actividad es desarrollada por empresas con menos de 500 empleados que han sido financiadas por capital de riesgo, y menos por las grandes empresas farmacéuticas e industriales.

### *Mercados de valores*

La industria de capital privado es en gran parte responsable del dinamismo de los mercados públicos y privados de capital en los Estados Unidos. Más del 45% de las nuevas empresas que ingresan a las bolsas de valores a través de una colocación primaria, son fondeadas con capital de riesgo, como lo muestra la Tabla 7.<sup>19</sup>

**Tabla 7: Número de colocaciones primarias de empresas fondeadas con capital privado**

Año	Colocaciones Primarias		Porcentaje
	Totales	Empresas con Capital Privado	
1998	301	73	24%
1999	461	241	52%
2000	340	199	59%
2001	81	37	46%
2002	71	22	31%
2003	63	27	43%

*Fuente: NVCA Yearbook 2004.*

Asimismo, la industria de fusiones y adquisiciones está respaldada en buena medida por las transacciones con fondos de capital privado. Entre 1998 y 2003 en los Estados Unidos se hicieron casi 4 mil transacciones de empresas fondeadas con capital de riesgo o *buy-out*, de las que reportaron información, el monto total agregado excedió los 650 mil millones de dólares. (Ver Tabla 8)

**Tabla 8: Número de fusiones y adquisiciones de empresas fondeadas con capital privado**

Tipo de Capital Privado	1998-2003		Monto (millones USD)
	Total	Número Con información	
Capital de Riesgo	1,714	931	147,949
<i>Buy-Outs</i>	2,110	1,250	504,878
Total	3,824	2,181	652,827

*Fuente: NVCA Yearbook 2004.*

<sup>19</sup> Venture Impact 2004, Global Insight, p. 12.

### *El capital privado en Europa*

Además de los Estados Unidos, vale la pena comentar la creciente influencia del capital privado en la economía europea. Entre 2000 y 2004, fondos de capital de riesgo y de *buy-outs* invirtieron más de 140 mil millones de euros en financiar a más de 40 mil compañías en toda Europa.<sup>20</sup> Estas inversiones han representado más de 6.5 millones de empleos, muchos de los cuales son altamente calificados.<sup>21</sup> Incluso durante la recesión de principios del 2000, las empresas financiadas con capital de riesgo tuvieron un mejor desempeño que otras empresas del sector privado.<sup>22</sup> Una tendencia que amerita ser remarcada, es el crecimiento de la participación de Europa Continental en el pastel del capital privado europeo, ya que tradicionalmente había sido el Reino Unido el país con más actividad en esta industria. El capital privado ha tenido un impacto muy importante en las economías europeas y ha jugado un papel relevante en el proceso de integración de Europa.

#### **B. Inversionistas**

La Gráfica 13 muestra los rendimientos para un inversionista si hubiera invertido en capital privado \$1.00 en 1986, y lo hubiera retirado en 2003. Claramente se observa que invertir el dinero en fondos de capital privado es más atractivo que invertirlo en el mercado de valores listados siguiendo al índice S&P500. En promedio, los fondos de capital privado (combinando capital de riesgo y capital de expansión, desde 1986 hasta el 2003) producen rendimientos del 19% anual, comparado con un rendimiento promedio anual del 10.5% para el índice S&P500 en el mismo periodo.<sup>23</sup> En la Sección III.C.1, "Fuentes de financiamiento para empresas, Economías desarrolladas" comentaremos los beneficios adicionales de diversificación y disminución de riesgo en los portafolios de inversión que incluyen al capital de riesgo como parte de sus activos.

---

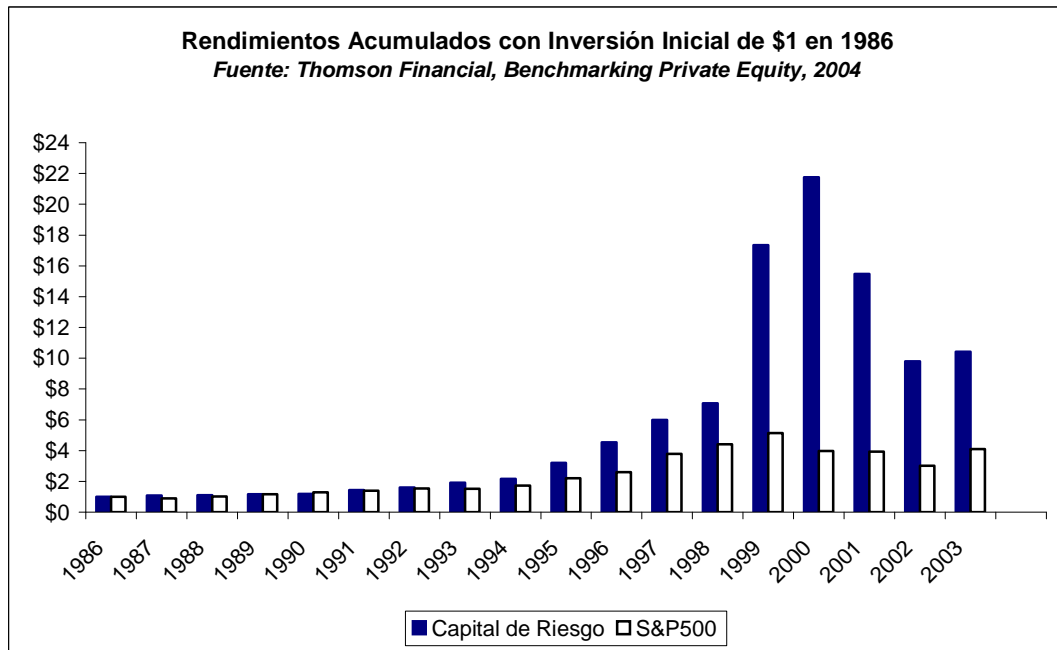
<sup>20</sup> EVCA Public Policy Priorities, European Venture Capital Association. Es importante recalcar que estas cifras representan inversiones tanto de capital privado como de *buy-outs*.

<sup>21</sup> *Ídem*.

<sup>22</sup> *Ídem*.

<sup>23</sup> Fuente: Thomson Finacial.

**Gráfica 13: Rendimientos netos para los inversionistas**



Fuente: Elaborada con datos de Thomson Economics.

### C. Evolución de la industria en Estados Unidos

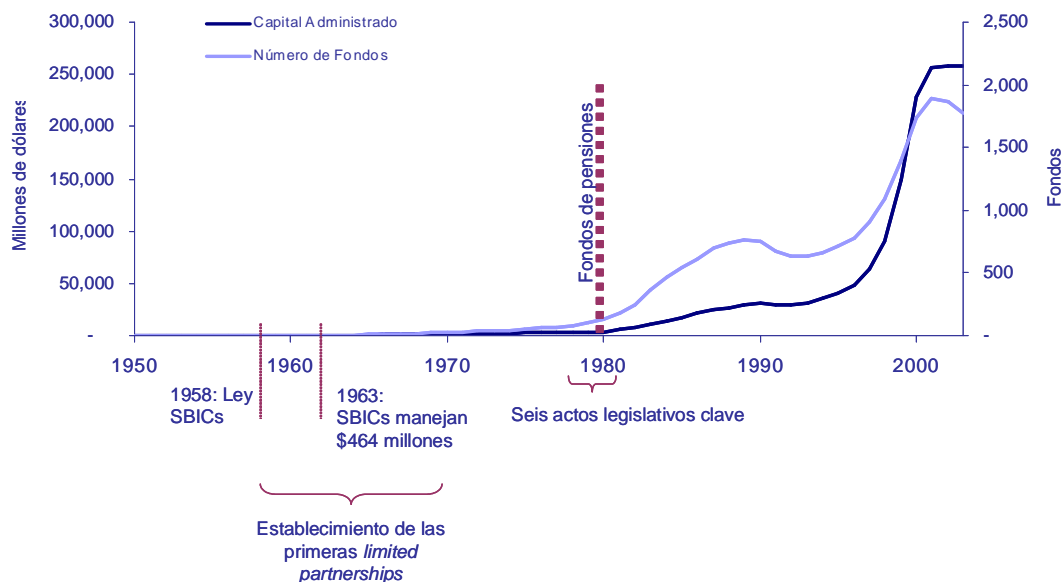
La Gráfica 14 muestra cómo ha ido evolucionando el número de fondos y capital bajo administración en los Estados Unidos, en función medidas que se han tomado para apoyar e impulsar el desarrollo de la industria de capital de riesgo. En 1958, en respuesta a un estudio del Banco Central que reveló una falta de recursos de capital para empresas nuevas, el Congreso promulgó el *Small Business Investment Company (SBIC) Act* con el objetivo de canalizar recursos gubernamentales a fondos de capital privado profesionalmente administrados a través del *Small Business Administration (SBA)*, una agencia del gobierno estadounidense para atender a la pequeña y mediana empresa.<sup>24</sup> Para 1963 los SBICs manejaban un total de 464 millones de dólares y en las décadas de los 60 y 70 llegaron a representar un tercio de los recursos de capital privado.<sup>25</sup> Es en este periodo cuando se empiezan a formar las primeras *limited partnerships* como vehículo para

<sup>24</sup> Nuechterlein, Jeffrey D., "The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia", *white paper* del Global Venture Investors Association, p. 5, publicado en *Economic Strategy and National Security*, editado por Patrick DeSouza, Westview Press (2000). El SBA aporta entre 2 y 3 dólares de fondeo por cada dólar de inversión privada que consigue un SBIC.

<sup>25</sup> Para 1990 ya representaban menos del 5%. Fuente: Nuechterlein, p.5.

incorporar fondos de capital de riesgo. Hoy en día, más del 80% de los recursos de capital de riesgo en los Estados Unidos están administrados bajo la figura del *limited partnership*.<sup>26</sup>

**Gráfica 14: El capital privado en Estados Unidos: Línea de tiempo<sup>27</sup>**



Fuente: Elaborada con datos de NVCA Yearbook 2004, y Jeffrey D. Nuechterlein.

En la década de los 80 se inició un crecimiento explosivo en la industria del capital de riesgo, en gran parte atribuible a seis actos legislativos clave que se dieron entre 1978 y 1981<sup>28</sup> y que tuvieron que ver con la reducción en la tasa de impuestos sobre ganancias de capital,<sup>29</sup> la interpretación de las normas prudenciales de inversión para fondos de pensiones en favor de la diversificación, la reducción en la carga regulatoria para inversionistas en capital de riesgo y el diferimiento de impuestos para planes de compensación vía opciones.<sup>30</sup> Sin lugar a dudas, la medida que mayor impacto tuvo fue la decisión del Departamento del Trabajo de considerar prudente la diversificación de las inversiones y la posterior reglamentación para permitir a los administradores de planes de pensiones invertir en fondos

<sup>26</sup> Nuechterlein, Jeffrey D., "The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia", p.5.

<sup>27</sup> Esta gráfica se refiere exclusivamente a fondos y recursos de *venture capital*, no incluye *buy-outs*.

<sup>28</sup> Nuechterlein, Jeffrey D., "The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia", p.6.

<sup>29</sup> En 1978 la tasa bajó del 49.5% al 28% y en 1981 bajó al 20%.

<sup>30</sup> Nuechterlein, Jeffrey D., "The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia", p. 7.

de capital de riesgo y en otros valores de empresas pequeñas.<sup>31</sup> Este tema se discute con mayor detalle en la Sección III.D.1 de este estudio.

---

<sup>31</sup> Fenn, George W., Liang, Nellie y Prowse, Stephen, "The Economics of the Private Equity Market", Staff Study, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, 1995, p. 10.



### **III. Capital privado en Mexico**

#### **A. Oportunidades de inversión**

Esta sección analiza con mayor detalle la oportunidad que existe en el sector de la mediana empresa en México y el impacto que podría tener el capital privado en el desarrollo de la economía, ya que estas empresas son las grandes empleadoras del país y las que mayor potencial de crecimiento pueden tener si son financiadas con recursos de capital.

A continuación se listan algunas de las diversas oportunidades de inversión que podrían ser aprovechadas por fondos de capital privado invirtiendo en empresas medianas:

- La estabilidad macroeconómica que disfruta el país, aunada a las presiones competitivas derivadas de la globalización, ha hecho que los accionistas de empresas familiares, sean cada vez más receptivos a aceptar socios institucionales y a acomodar sus requerimientos de rendimiento y control corporativo. Esto ha sido reforzado por cambios generacionales en los equipos de dirección y administración que, habiendo sido educados en Estados Unidos, Europa y universidades privadas en México, han ayudado a incorporar una nueva visión empresarial a sus compañías y accionistas.
- El cambio demográfico que está experimentando el país, al pasar de una pirámide ancha en la base a una más ancha en el centro (en el segmento de los 18 a los 45 años), aunado a la creciente disponibilidad de crédito hipotecario y crédito al consumo, ha creado incrementos importantes en la demanda de vivienda, servicios financieros y bienes de consumo.
- La cercanía con el mercado de consumo más grande del mundo, en combinación con los beneficios de convergencia e integración derivados de la maduración del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, han incrementado las oportunidades de negocio transfronterizo. A esto podemos añadir la oportunidad de explotar las ligas comerciales y posibilidades de mercadeo cruzado con la comunidad hispana de los

Estados Unidos, que con alrededor de 40 millones de habitantes<sup>32</sup> se ha convertido en la primera minoría en ese país y la de mayor crecimiento. El poder de compra de la población hispana en los Estados Unidos llegó a 700 mil millones de dólares en el 2004 óequivalente al PIB de Méxicoó y está creciendo al doble del promedio del resto del país.<sup>33</sup> Esta comunidad mantiene ligas familiares y culturales muy fuertes con México, por lo que las ventajas de aprovechar esta coyuntura pueden ser realmente extraordinarias. En los Estados Unidos se han levantado fondos de capital privado por más de \$2 mil millones de dólares para invertir en oportunidades ligadas al mercado hispano.<sup>34</sup>

- La ausencia de financiamiento empresarial que afecta sobre todo al sector de la mediana empresa mexicana que se describe más adelante en la Sección III.C.2, õFuentes de financiamiento para empresas, El caso de Méxicoö, puede ser aprovechada como una oportunidad adicional, en la medida que el capital de riesgo pueda entrar a llenar este vacío. Es previsible que en la medida que administradores profesionales de fondos se asocien con las empresas en las que inviertan, mejorará su acceso al crédito bancario. Lo anterior dado que contarían con mejores niveles de capitalización, una estructura institucional, mejores prácticas de gobierno corporativo y acceso a las relaciones bancarias, financieras y comerciales de los fondos inversionistas.
  
- El sector de la mediana empresa no ha sido arbitrado. Como se señala en la Sección I.C, õFlujo de recursosö, la convergencia de los principales indicadores macroeconómicos mexicanos hacia los de nuestros socios comerciales del norte, ha generado flujos de inversión de portafolio a los mercados públicos de deuda y capital y ha permitido el acceso de las grandes empresas mexicanas a colocar deuda y, en menor medida, capital

---

<sup>32</sup> El 64% son de origen mexicano. Fuente: Bureau of the Census, EEUU.

<sup>33</sup> Fuente: HispanTelligence.

<sup>34</sup> õPrivate Equity Heats Upö, en Poder Magazine, Junio 2005, Zoom Media Group.

en los mercados locales y extranjeros. Lo anterior, sin embargo, prácticamente no se ha materializado en flujos de inversión hacia la mediana empresa. Esta posibilidad de arbitraje puede generar grandes beneficios para los inversionistas que estén en condiciones de aprovecharla.

¿Realmente existen empresas que, con financiamiento adecuado, puedan capitalizar estas grandes oportunidades? Los siguientes cuadros analizan el número de empresas medianas que existen en el país, su contribución económica al producto y las exportaciones y su potencial de crecimiento.

**Tabla 9: Radiografía de las empresas en México: PIB por empresa**  
(Cifras en dólares)

<b>Composición del sector empresarial en México</b>					
<b>Empresas</b>		<b>PIB</b>		<b>Empleo</b>	
<b>Tamaño de empresa</b>	<b>Número de empresas (3)</b>	<b>Porcentaje del PIB (4)</b>	<b>PIB promedio por empresa (US\$) (5)</b>	<b>Porcentaje del empleo (6)</b>	<b>Empleos promedio por empresa (Personas)</b>
Empresas rurales (1)	794,495	3.5%	\$31,663	15%	8
Empresas urbanas	3,495,613	96.5%	\$198,416	85%	10
Micro	3,176,821	16.9%	\$38,235	41%	5
Pequeña	104,315	18.6%	\$1,280,863	15%	59
Mediana	24,837	17.7%	\$5,133,650	10%	165
Grande	5,630	31.3%	\$39,909,283	9%	656
Gobierno y Otros	184,010	12.0%	469,109	10%	22
Total	4,290,108	100.0%	\$167,534	100%	10
<b>Productividad por empleado</b>					
	<b>Promedio</b>	<b>Micro</b>	<b>Pequeña</b>	<b>Mediana</b>	<b>Grande</b>
<b>Productividad por empleado</b>	\$17,503	\$7,215	\$24,692	\$31,050	\$60,793

(1) Empresas rurales incluye a empresas agrícolas.

(2) Otros se refiere a organizaciones religiosas y no lucrativas.

(3) Fuente: INEGI, Censos Económicos 2004.

(4) Estimado con datos de Contacto Pyme, Estadísticas de Biblioteca 2005 (para empresas) y datos INEGI, Banco de Información Económica 2004 (para Gobierno, Otros y Empleo rural).

(5) Considera un tipo de cambio de \$11 pesos por dólar.

(6) Fuente: INEGI, Banco de Información Económica, Encuestas sobre Empleo, enero 2005.

La Tabla 9 agrupa a todas las empresas<sup>35</sup> que existen en el país y las divide de acuerdo a su tamaño. Existen alrededor de 3.7 millones de micro empresas en México (changarros), que si bien representan el 17% del PIB, repercuten muy poco en el desarrollo económico del país. Este sector refleja actividades de autoempleo que, no obstante representar trabajo para el 41% de la población, apenas genera el 17% del producto. Un paso más arriba están las 104 mil empresas pequeñas, típicamente de un solo dueño, generando el 19% del PIB y contribuyendo con el 15% del empleo. Estas compañías generan un producto anual de 1.5 millones de dólares en promedio, lo cual representa una masa crítica por empresa relativamente pequeña. Por otro lado, existen en México cerca de 5,630 empresas grandes que generan el 31% del PIB y el 9% del empleo. Estas empresas tienen acceso a los bancos, a los mercados financieros internacionales, y a los mercados públicos de capital, además de que pueden financiar su crecimiento con sus propios flujos de efectivo.

Lo que debe resaltarse es que en México existen cerca de 25 mil empresas medianas que con el 10% del empleo, generan el 18% del PIB. Estas compañías tienen un acceso muy restringido a programas de financiamiento de inversión productiva, no obstante, cada una genera un producto anual promedio de alrededor de 5 millones de dólares y emplea a 165 personas en promedio. Estas compañías cuentan con una masa crítica adecuada para poder ser financiadas por fondos pequeños de capital privado. Con acceso a capital para financiar proyectos productivos, podrían crecer de manera muy importante y tener un impacto significativo en el empleo y el producto del país.

El subsector de empresas exportadoras representa un panorama similar, lo cual se puede apreciar en la pirámide de exportaciones de la Gráfica 15. Existen 65 compañías que exportan más de 100 millones de dólares cada una y que representan el 58% de las exportaciones totales. Estas forman parte de las empresas grandes de la Tabla 9 anterior.

---

<sup>35</sup> En esta tabla *empresas* equivale a unidades económicas según la definición de INEGI.

**Gráfica 15: Pirámide de exportaciones**



*Fuente: Bancomext.*

En un segundo nivel, están aproximadamente 1,000 empresas que exportan entre 5 y 100 millones de dólares cada una y que representan el 30% de las exportaciones totales. En un tercer nivel, existen aproximadamente 21,000 empresas que exportan menos de 5 millones de dólares cada una y que representan el 12% de las exportaciones totales.

Este análisis es consistente con el que se hace anteriormente. Existe un universo de entre 10,000 y 15,000 empresas (las grandes del tercer nivel y las chicas del segundo) que están exportando montos significativos y que seguramente tienen acceso a proyectos atractivos de crecimiento que no pueden emprender por falta de acceso a recursos financieros.

Son justamente estas empresas medianas las que más pueden crecer y hacer crecer al país si contaran con fuentes de recursos para financiar proyectos productivos que aprovechen las oportunidades que se mencionan al inicio de esta sección. Desafortunadamente, este sector es atendido muy marginalmente por el sistema bancario, carece de apoyos gubernamentales, y los pocos fondos de capital privado que existen se enfocan a empresas más grandes dados los altos gastos de incorporación y transacción que enfrentan. Empresas medianas que sí han logrado conseguir recursos de fondos de capital privado, han tenido un desempeño realmente espectacular, como se describe en la siguiente sección.

## **B. Evidencia selectiva de empresas fondeadas con capital privado**

### **Cinemex**

Cinemex es una empresa dedicada al desarrollo y operación de complejos múltiples de exhibición cinematográfica que surgió en 1993, como resultado de un proyecto de dos estudiantes mexicanos y uno estadounidense, que buscaban reinventar el concepto de proyección de películas en México. Se buscaba corregir las deficiencias de las salas de cine que existían entonces, para ofrecer un servicio de excelencia a los asistentes, quienes tendrían una experiencia totalmente nueva al acudir a ver una película. En agosto de 1995 Cinemex inició sus operaciones con la apertura de su primer complejo ubicado en Pabellón Altavista. Esto lo hizo gracias al apoyo de un JP Morgan Capital Partners, un fondo de capital de riesgo que estuvo dispuesto a invertir fuertes sumas de capital para el desarrollo e implementación del proyecto.

En junio de 2002, el conglomerado canadiense ONEX Corp. y Oaktree Capital Management (fondo de capital de expansión) adquirieron Cinemex para seguir financiando el plan de crecimiento de la empresa, y la visión del equipo de administración que ha sido la base de su éxito. Cinemex, más allá de ser una empresa con un crecimiento notable en los últimos años, era una de las compañías más rentables de su tipo en el mundo. Dos años más tarde, en 2004, ONEX y Oaktree vendieron su participación en Cinemex a The Carlyle Group, Bain Capital y Spectrum, tres fondos de capital privado globales, que continuarán financiando el desarrollo de la compañía.

Cinemex cuenta hoy con 37 complejos de exhibición, más de 360 pantallas, controla 50% de la asistencia de la Ciudad de México y emplea a más de 2,000 personas. Adicionalmente, Cinemex introdujo una dinámica competitiva en el mercado del cine en México, que forzó a otras empresas como Cinemark y Cinépolis a realizar grandes inversiones para no quedarse atrás.

### **Homex**

Fundada en 1989, Homex inició operaciones desarrollando bienes raíces comerciales y gradualmente enfocándose en diseño, construcción y comercialización de hogares. En 1996, Homex tenía operaciones en 4 ciudades del noroeste de México, para finales de 1997, se había

expandido a 10 ciudades, fortaleciendo su presencia en la región. Al 31 de diciembre de 2004, Homex contaba con 30 desarrollos en 19 ciudades de 11 estados de la república.

En 1999, ZN Mexico Trust, un fondo de capital privado especializado en invertir en México, realizó una serie de inversiones en el capital de Homex con el fin de posicionar mejor a la compañía para capitalizar sus oportunidades de crecimiento. En 2002, Equity International Properties Ltd (EIP), una compañía privada especializada en inversiones de bienes raíces fuera de los Estados Unidos y particularmente en México, también invirtió en el capital de Homex. EIP es una filial de Equity Group Investments, LLC, una compañía de capital privado fundada por Samuel Zell, un prominente inversionista en bienes raíces en EUA. Equity Group Investments, LLC, y sus afiliadas es una de las más grandes compañías de bienes raíces en Estados Unidos.

Hoy, gracias a la visión de los empresarios y al capital de los fondos que los respaldaron, más de 32,000 familias viven en un hogar construido por Homex, uno de los más grandes desarrolladores de vivienda en México. Al igual que en el caso de Cinemex, la competencia en sector de la vivienda, ha generado grandes inversiones y mejores condiciones para los consumidores. Vale la pena notar que además de Homex, otras empresas del sector como Geo, Ara y Hogar, han sido financiadas con recursos de capital privado.

En el 2005, Homex realizó una oferta primaria de capital en la Bolsa Mexicana de Valores,<sup>36</sup> otorgándole liquidez a la inversión de los fondos que generaron rendimientos realmente espectaculares para sus inversionistas.

## **Duty Free**

Duty Free inició sus operaciones como Compañía Aeroboutiques de México, S.A. de C.V. en 1977, inaugurando la primera tienda Duty Free en el aeropuerto de la Ciudad de México. Las tiendas operan bajo un régimen fiscal que permite vender mercancía al consumidor final siempre y cuando muestre su pasaporte y pase de abordar y lleve consigo la mercancía al

---

<sup>36</sup> De acuerdo con el *Corporate Government Assesment* del Banco Mundial, de 1990 a 1999, el promedio anual de ofertas públicas de acciones domésticas en la BMV fue de 13.2, mientras que del 2000 al 2004 fue de 1.4.

extranjero. Los precios de mercancía son más atractivos en comparación con el mercado local porque brindan a sus clientes el ahorro en el pago de los impuestos de importación, gastos de intermediación e impuesto al valor agregado entre otros. Entre 1980 y 1996, Aeroboutiques de México abrió 11 tiendas más en aeropuertos, como Cancún, Mazatlán y Los Cabos.

En la segunda mitad de 1996, Advent International Corporation, un fondo internacional de capital privado con 21 años en la industria, y Procorp, S.A. de C.V., una Sinca, realizaron inversiones importantes de capital en la compañía. En Diciembre de 1997 se hizo una colocación pública acciones en la Bolsa Mexicana de Valores, convirtiéndose en la primera colocación primaria realizada por un fondo de capital privado en México.

En 1998 la compañía adquirió la mayoría accionaria de Deor, S.A. de C.V., empresa líder de tiendas en hoteles y dueña de la marca de ropa casual y de playa *Poco Loco*. En 2001, Advent y Procorp salieron de su inversión a través de la venta a Geres México, S.A. de C.V., a un precio aproximado de \$70 millones de dólares.<sup>37</sup> La compañía cuenta hoy con 46 puntos de venta en México bajo el nombre de Duty Free y con más de 130 tiendas *Poco Loco*.

En los 19 años entre 1977 y 1996 se abrieron únicamente 11 tiendas Duty Free en todo el país. En los 9 años siguientes, de 1996 al 2005, con el apoyo de los fondos del capital privado, se abrieron más de 165 tiendas adicionales, 35 Duty Free en aeropuertos y más de 130 en otras localidades.

Las oportunidades de inversión disponibles en México están siendo aprovechadas solamente por una minoría de empresas que han logrado tener acceso a financiamiento de fondos de capital privado, y que generalmente se han enfocado a realizar inversiones grandes. Si no se promueve el desarrollo de más fondos de inversión, la mediana empresa seguirá teniendo oportunidades muy limitadas de crecimiento, como se describe en la siguiente sección.

---

<sup>37</sup> Fuente: [www.finanzas.com](http://www.finanzas.com), [www.oanda.com](http://www.oanda.com).



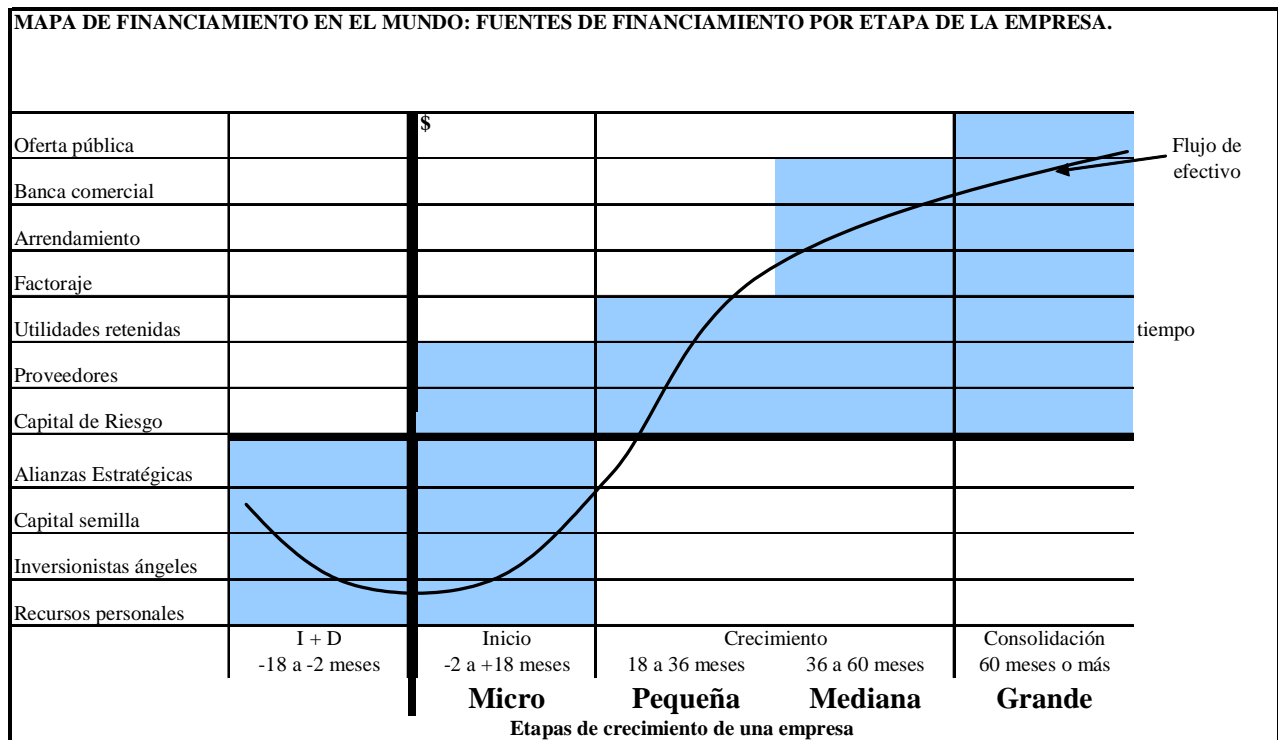
### C. Fuentes de financiamiento para empresas

Esta sección detalla las fuentes de financiamiento con las que cuentan las empresas en economías desarrolladas de acuerdo a cada etapa de su crecimiento, y contrasta el panorama que enfrentan las empresas en México.

#### 1. Economías desarrolladas

La siguiente gráfica ilustra el patrón de crecimiento de una empresa y sus alternativas de financiamiento.

**Gráfica 16: Secuencia de financiamiento para empresas en economías desarrolladas**



La Gráfica 16 tiene dos ejes: el eje horizontal refleja el paso de una empresa por diversas etapas de crecimiento y está medido en términos de tiempo; el eje vertical está medido en dinero y refleja los flujos de efectivo generados por la empresa. Una compañía típica avanza a lo largo de la curva en forma de S representada por la línea sólida de la gráfica. Empieza generando flujos negativos (requiere mayor financiamiento que los ingresos que genera) desde la etapa de investigación y desarrollo de producto, hasta que alcanza su punto de equilibrio en la etapa de crecimiento. A partir de este punto, continúa generando flujos

positivos y crecientes hasta llegar a su madurez. Las diversas fuentes de financiamiento a las que tienen acceso las empresas, están listadas a lo largo del eje vertical y están sombreadas las que típicamente participan en cada etapa de su desarrollo.

Como se puede observar en la Gráfica 16, en una economía avanzada, las fuentes de financiamiento son variadas para cada etapa de la vida de una empresa. Por ejemplo, para la etapa de investigación y desarrollo, las fuentes de financiamiento las constituyen: i) recursos personales del emprendedor y de sus amigos y familiares; ii) alianzas estratégicas con empresas en industrias complementarias, con proveedores de materia prima o bienes de capital y con clientes entre otras; y iii) fondos de capital semilla (*seed capital*) y ángeles inversionistas. Para la etapa de inicio, las fuentes de financiamiento disponibles son: i) las mencionadas anteriormente; ii) proveedores que venden a crédito; y iii) fondos de capital de desarrollo (*early stage*).

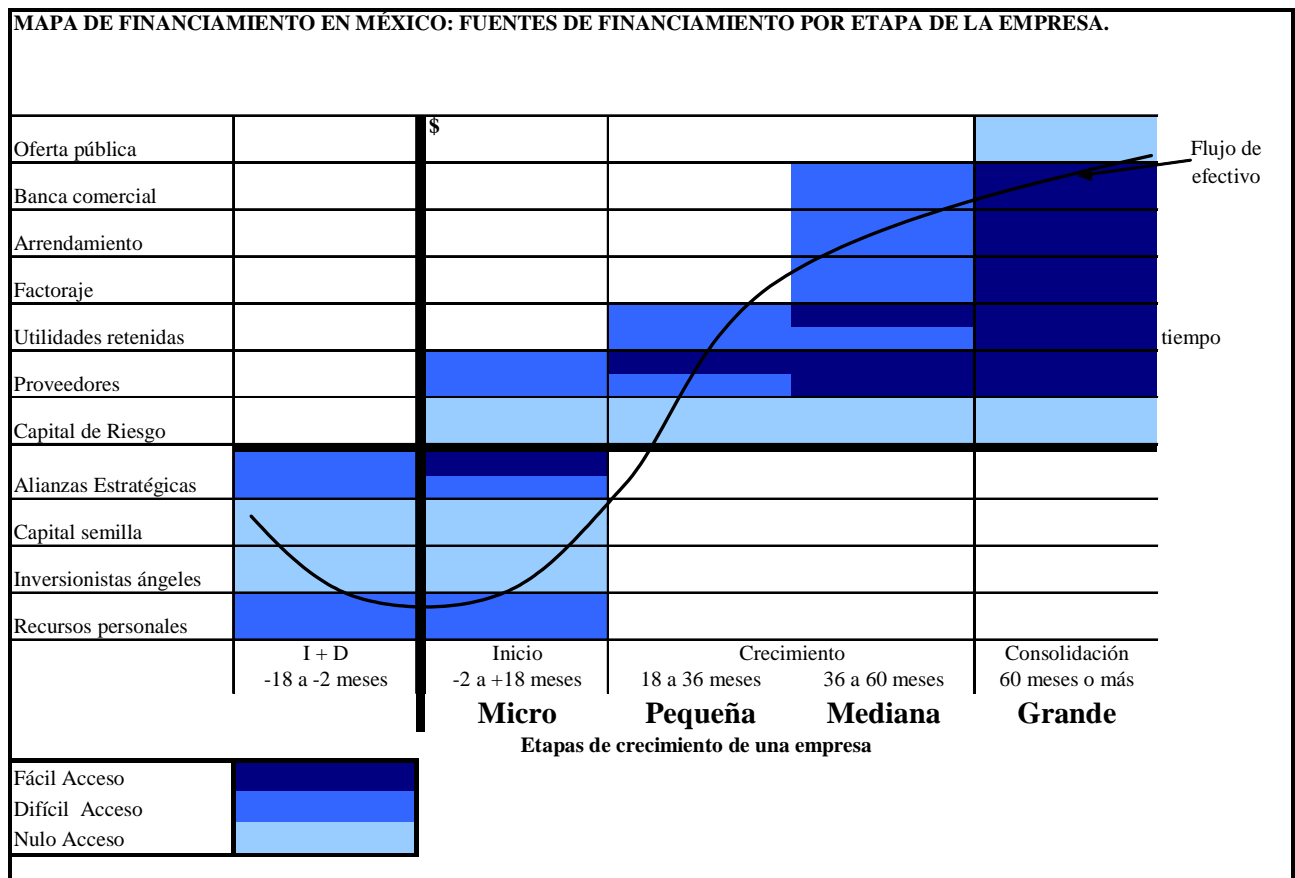
Para las etapas de crecimiento de una empresa, las fuentes disponibles de financiamiento son: i) proveedores; ii) utilidades retenidas; iii) bancos e instituciones financieras de factoraje y arrendamiento; y iv) fondos de capital de expansión (*expansion capital*). Para empresas consolidadas las fuentes son principalmente: i) bancos; ii) utilidades retenidas; iii) fondos de capital de consolidación (*later stage*); y iv) la oferta pública de acciones y bonos en los mercados de valores.

Podemos añadir una segunda escala a lo largo del eje horizontal para ilustrar cómo va creciendo una compañía. Empieza como microempresa, y se convierte progresivamente en pequeña, mediana y grande en la medida que crecen sus flujos de efectivo gracias al financiamiento obtenido y a la generación de utilidades.

## 2. El caso de México

Para el caso de México, las fuentes de financiamiento disponibles en cada etapa de desarrollo del negocio son muy escasas. Lo anterior puede explicar por qué hay tantas micro y pequeñas empresas y tan pocas que hayan podido convertirse en medianas y de ahí en grandes.

**Gráfica 17: Secuencia de financiamiento para empresas en México**



El mismo esquema, en la Gráfica 17, ilustra las fuentes de financiamiento que tienen disponibles las empresas mexicanas. Distinguimos con diferentes sombreados las fuentes que son de fácil acceso, las de difícil acceso y las que son prácticamente inexistentes. En la etapa de investigación y desarrollo están los recursos personales del emprendedor y quizá de amigos y familiares. En esta etapa es difícil conseguir alianzas estratégicas que confíen en el éxito del producto. Realmente en México no existen fondos de capital semilla ni grupos

establecidos de ángeles inversionistas.<sup>38</sup> Las empresas en su etapa de inicio enfrentan una situación muy similar, ya que tampoco existen fondos con capital de desarrollo.

Para la etapa de crecimiento, realmente la única fuente de financiamiento son los proveedores y quizá alianzas estratégicas informales, especialmente si la empresa es pequeña. Los fondos de capital de riesgo que existen, generalmente están enfocados más a capital de consolidación o a capital de expansión para empresas más grandes. Dados los altos costos de incorporación de un fondo en México, los fondos que se logran formar son relativamente grandes y buscan hacer inversiones por arriba de los 5 millones de dólares. De hecho, los grandes fondos operando en México buscan invertir como mínimo 15 millones y prefieren hacer inversiones mayores a los 25 millones de dólares.

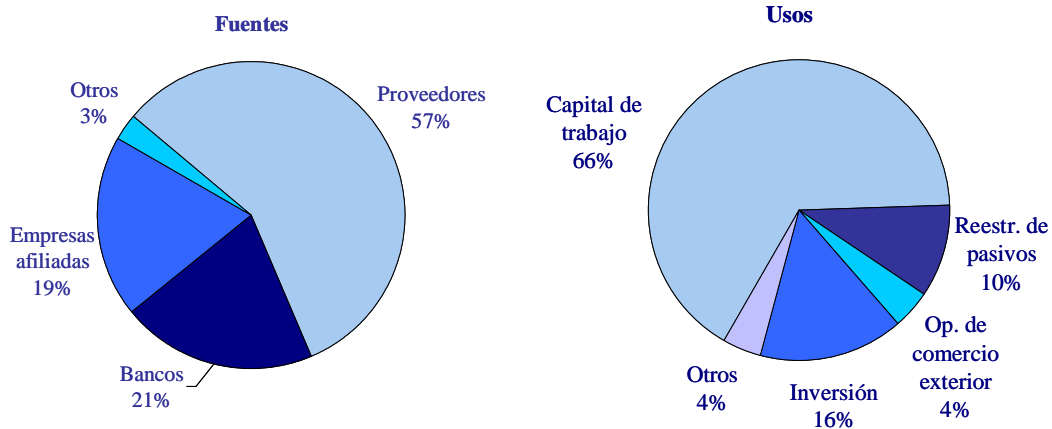
Para las empresas medianas y pequeñas, la banca comercial ofrece recursos financieros, pero principalmente para financiar requerimientos de capital de trabajo de corto plazo y no para financiar proyectos productivos y de crecimiento. Lo anterior se puede observar en la Gráfica 18 que muestra que los proveedores son la principal fuente de financiamiento formal para la mediana empresa mexicana. Datos de la encuesta sobre la coyuntura del mercado crediticio del Banco de México, señalan que en promedio más del 76% de las empresas en México se financian casi exclusivamente a través de sus proveedores o compañías afiliadas, y apenas un 21% se financian con bancos. La mayoría de las empresas (66%) aplican estos recursos a financiar su capital de trabajo y sólo una minoría (16%) tiene acceso a financiamiento de inversión productiva.

Las empresas grandes, por su parte, sí tienen acceso a mejores condiciones de financiamiento por parte de la banca y los mercados públicos de deuda, pero el acceso a colocaciones de capital, sin embargo, sigue siendo sumamente limitado.

---

<sup>38</sup> Nacional Financiera y la Secretaría de Economía están empezando a desarrollar grupos formales de ángeles inversionistas. Nafin incluso aporta capital de coinversión para algunos proyectos.

**Gráfica 18: Financiamiento de la mediana empresa en México**



*Fuente: Banco de México, 1º trimestre 2005.*

El vacío del financiamiento tradicional es justamente el que llenan los fondos de capital privado en el mundo, y que tanta falta hace que entren a llenar en México. Estos fondos financian proyectos, que por su grado de complejidad no son bancables en los mercados tradicionales de crédito. Además de financiar empresas medianas en etapa de crecimiento, los fondos de capital privado en otras partes del mundo, entran a financiar otras oportunidades atractivas de inversión cuyo financiamiento conlleva también un alto impacto económico. Por ejemplo, proyectos de corte tecnológico y con alto contenido de investigación y desarrollo; lanzamiento de nuevas empresas; reestructuras financieras y operativas; quiebras y reorganizaciones, etc.

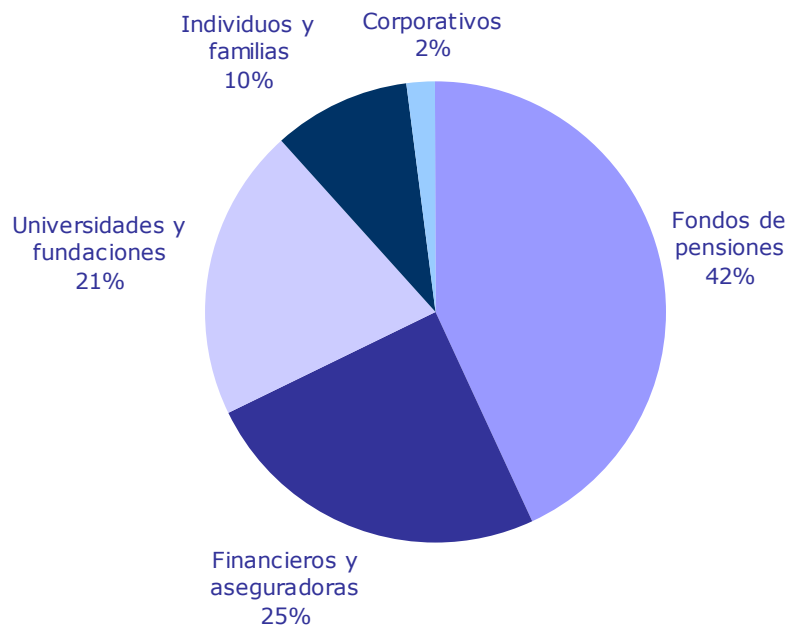
Dado que estos proyectos son por naturaleza riesgosos y dado que los fondos son fiduciarios del dinero de sus inversionistas, los administradores de fondos mitigan estos riesgos al máximo, dedicando equipos profesionales y altamente capacitados a analizar y negociar proyectos de inversión; hacen investigaciones exhaustivas de las empresas que financian, así como de su industria y mercado; dan un seguimiento muy cercano a las empresas en las que invierten, asegurándose de que se van cumpliendo metas y proyecciones; motivan a los empleados otorgándoles una participación en la empresa; y aportan su experiencia, conocimiento y red de contactos para asegurar el éxito del mayor número de las inversiones que realizan.

## D. Fuentes de inversión para la industria del capital privado

### 1. Economías desarrolladas

Para que existan fondos de capital privado es indispensable que existan los inversionistas que aporten recursos a los fondos. La siguiente gráfica muestra los tipos de inversionistas que invierten en fondos de capital privado en los Estados Unidos. Como se puede apreciar, más del 80% de los recursos los aportan inversionistas institucionales, y entre ellos la mayor parte la representan los fondos de pensiones públicos y privados.

**Gráfica 19: Fuentes de financiamiento para fondos de capital privado en Estados Unidos  
Año 2003**



*Fuente: NVCA Yearbook 2004.*

Esta composición de la inversión es relativamente reciente. Hasta antes de la década de los 80, los fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales en los Estados Unidos, tenían prohibido invertir en fondos de capital privado, por considerarlos instrumentos inherentemente riesgosos. Los fondos de pensiones en los Estados Unidos, así como otras instituciones que administran recursos de terceros, deben regirse por la Regla del Hombre Prudente o *Prudent Man Rule*. Esta regla establece que los administradores de recursos de

terceros tienen una responsabilidad fiduciaria y deben actuar con prudencia, discreción, inteligencia y tomando en consideración la seguridad tanto del capital invertido como de sus rendimientos. Una interpretación estricta de esta regla les impedía invertir en instrumentos considerados riesgosos como los fondos de capital privado.

Sin embargo las investigaciones realizadas por Harry Markowitz en torno a la administración de portafolios y publicadas en el *Journal of Finance* en 1952, sentaron las bases que más tarde le abrirían las puertas de la inversión institucional al capital de riesgo. Antes de que la teoría de Markowitz se volviera práctica común, los portafolios de inversión se construían considerando las características de riesgo y rendimiento de instrumentos individuales. Se trataban de identificar inversiones que ofrecieran el mejor potencial de rendimiento con el menor riesgo posible y se construía un portafolio con el conjunto de los instrumentos seleccionados.

Usando esta metodología, un fondo de pensiones americano podría concluir que los bonos del gobierno mexicano ofrecen características adecuadas de riesgo-rendimiento y construir un portafolio compuesto exclusiva o mayoritariamente por estos instrumentos. Intuitivamente, esta estrategia no suena en lo absoluto prudente: si el gobierno mexicano entrara en insolvencia, los recursos de los trabajadores invertidos en este fondo de pensiones se perderían irremisiblemente. Markowitz formalizó esta intuición en su ensayo de 1952, donde demostraba matemáticamente que los inversionistas deben concentrarse en optimizar las características de riesgo-rendimiento del portafolio global y no de sus componentes individuales. Siguiendo su razonamiento, incluir instrumentos con mayor riesgo y mayor rendimiento ó siempre que no estén perfectamente correlacionados con el portafolio existente ó aumenta el rendimiento esperado al tiempo que disminuye el riesgo del portafolio global. Markowitz encontró la forma de aumentar el rendimiento disminuyendo el riesgo, lo cual le valió el premio Nóbel de economía 38 años después.

Mucho antes de que Markowitz recibiera el premio Nobel, el Departamento del Trabajo de los Estados Unidos comprendió que la falta de diversificación implicaba un mayor riesgo que el de invertir parte de los recursos bajo administración en instrumentos considerados

riesgosos. En 1978, basado en este criterio de diversificación, el Departamento del Trabajo emitió una recomendación en la que consideraba prudente la inclusión de fondos de capital privado como objeto de inversión de los fondos de pensiones, siempre y cuando no se pusiera en riesgo la integridad del portafolio total.<sup>39</sup>

La lógica de Markowitz, que entendió y adoptó el Departamento del Trabajo, se esquematiza en la Gráfica 20. La línea sólida muestra la frontera eficiente de riesgo rendimiento. Esta se construye con dos activos en cada uno de sus extremos. En el extremo inferior se ubica el activo que ofrece el menor riesgo (medido por su desviación estándar) con el mayor rendimiento posible; este será típicamente un instrumento gubernamental de corto plazo. Para el caso de la Gráfica 20 este activo está representado por el índice de títulos gubernamentales de Lehman Brothers, que tiene un rendimiento de 7.0% y un riesgo de 4.7%. En el extremo superior, se encuentra el activo que ofrece el mayor rendimiento con el menor riesgo posible en el mercado. En el caso de la Gráfica 20 este activo es precisamente el capital privado, representado por el promedio de todos los fondos de este tipo, que tienen un rendimiento de 17.3% y un riesgo de 24.0%. Es importante resaltar que el capital privado ofrece un rendimiento 2.5 veces superior al del índice de títulos gubernamentales, y que conlleva un riesgo 5.1 veces mayor.<sup>40</sup>

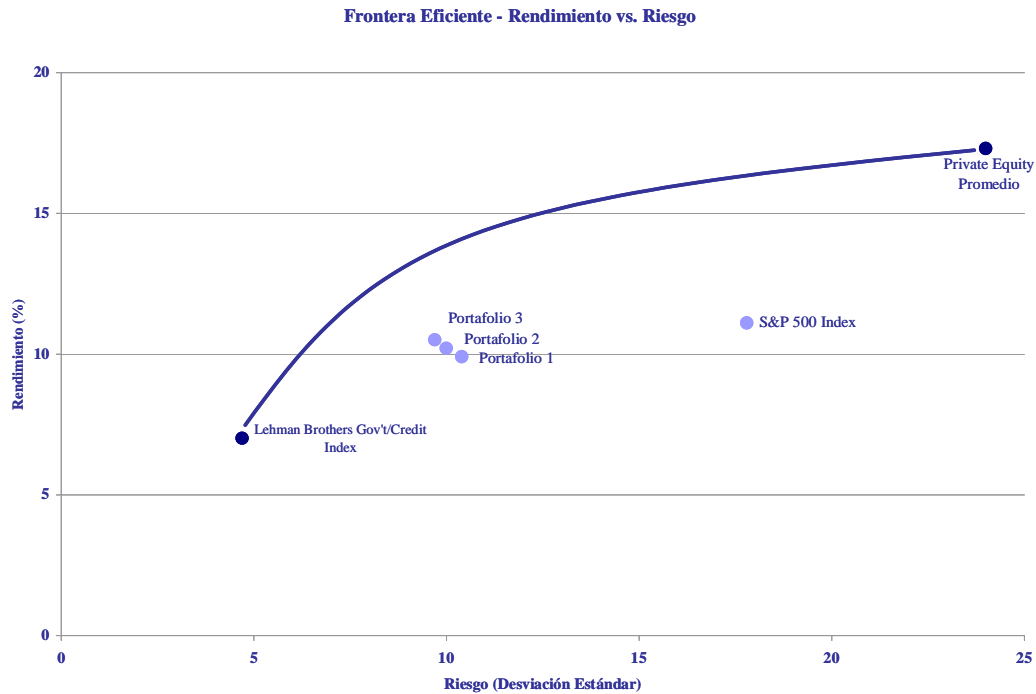
---

<sup>39</sup> Fenn, George W., Liang, Nellie y Prowse, Stephen, "The Economics of the Private Equity Market", p.10.

<sup>40</sup> Los datos son para el periodo de 1994 a 2003 según un estudio realizado por Fort Washington Capital Partners Group.



## Gráfica 20: Frontera eficiente de inversiones



	Retorno Anualizado	Des. Est. Anualizada	Correlación	Coefficiente de Sharpe*
S&P 500 Index	11.1%	17.8%	1.00	0.62
Lehman Brothers Gov't/Credit Index	7.0%	4.7%	-0.24	1.49
Private Equity Promedio	17.3%	24.0%	0.67	0.72
Portafolio 1 (60% S&P 500 Index + 40% LB G/C)	9.9%	10.4%	0.98	0.95
Portafolio 2 (55% S&P 500 Index + 40% LB G/C + 5% PE)	10.2%	10.0%	0.98	1.02
Portafolio 3 (50% S&P 500 Index + 40% LB G/C + 10% PE)	10.5%	9.7%	0.98	1.08

*Fuente: Fort Washington Capital Partners Group.*

Dadas las características de los dos instrumentos mencionados en el párrafo anterior, estos dos puntos se ubican en la frontera eficiente de riesgo-rendimiento representada por la línea sólida en la gráfica. El resto de los instrumentos del mercado y todos los portafolios de inversión que se pueden construir, deben encontrarse en, o por debajo de, la línea sólida. El índice de acciones S&P500, por ejemplo, se encuentra ubicado debajo de la frontera eficiente, con un rendimiento de 11.1% y un riesgo de 17.8%. El S&P500 ofrece un rendimiento 1.6 veces mayor que el índice de títulos gubernamentales con un riesgo 3.8 veces mayor.

Con esta selección de tres instrumentos, no podemos decidir inequívocamente en cual de ellos invertir, ni cómo combinarlos dentro de un portafolio de inversión. Lo que sí podemos hacer, utilizando la herramienta que desarrolló Markowitz, es comparar distintos portafolios de inversión que combinan estos instrumentos individuales. Eso nos lleva a los otros tres puntos de la Gráfica 20. El Portafolio 1, que está invertido 60% en el índice S&P500 y 40% en el índice de títulos gubernamentales, tiene un rendimiento de 9.9% con un riesgo de 10.4%. Nuevamente, no podemos definir si este portafolio es mejor que cualquiera de los instrumentos individuales en este universo. Sin embargo, sí podemos analizar qué sucede si incorporamos a este portafolio un activo más riesgoso. El Portafolio 2 incluye el mismo 40% de títulos gubernamentales, pero incluye un 5% de capital privado, disminuyendo la participación del S&P500 al 55%. Como claramente podemos observar, con un rendimiento de 10.2% y un riesgo de 10.0%, el Portafolio 2 es demostrablemente superior al Portafolio 1, ya que tiene mejor rendimiento y menor nivel de riesgo. Al incrementar la participación del capital privado al 10%, obtenemos una combinación que es todavía superior a las dos anteriores. El Portafolio 3 tiene un rendimiento del 10.5% y un riesgo de 9.7%.

De esta forma, se pueden construir portafolios de inversión que se vayan acercando a la frontera eficiente, incorporando activos con distintas combinaciones de riesgo y rendimiento.<sup>41</sup> La liberalización del régimen de inversión de los fondos de pensiones en Estados Unidos permitió que estos y otros inversionistas institucionales pudieran dedicar parte de sus cuantiosos recursos a financiar proyectos de capital privado a través de administradores profesionales de fondos.

Obviamente, los administradores de planes de pensiones empezaron invirtiendo porcentajes muy pequeños de sus recursos en fondos de capital privado. Sin embargo, éstos han ido creciendo a lo largo del tiempo producto de una experiencia muy exitosa en cuanto a rendimiento y diversificación. En la Tabla 10 se aprecia el impacto de la reforma al régimen de inversión de los fondos de pensiones en los Estados Unidos en la industria de capital privado de ese país.

---

<sup>41</sup> Para obtener un portafolio superior a otro se deben incorporar activos que tengan una correlación menor a 1 con el portafolio original.

**Tabla 10: Impacto de la inversión de fondos de pensiones en el capital privado<sup>42</sup>**

(Cifras en millones de dólares)

Año	Número de Fondos	Capital Total bajo Administración	Tamaño Promedio por Fondo
1970	28	\$1,000	\$36
1980	126	\$3,700	\$30
1990	753	\$30,500	\$40
2003	1,774	\$257,500	\$145

Fuente: NVCA Yearbook 2004/Venture Economics.

En 1970, antes de que los planes de pensiones pudieran invertir en capital de riesgo existían 28 fondos administrando un capital de mil millones de dólares. Esta situación no es muy distinta de la que vivimos actualmente en México, con alrededor de 30 fondos con compromisos entre los mil y dos mil millones de dólares. En 1979 se liberó la restricción en los Estados Unidos, y para finales de 1980 ya existían 126 fondos administrando casi 4 mil millones de dólares. El crecimiento a partir de entonces ha sido exponencial, para finales del 2003 el número de fondos se había multiplicado por 14 para llegar a 753 fondos, y el capital administrado se había multiplicado por 70 llegando a más de 250 mil millones de dólares.<sup>43</sup>

La Tabla 11 muestra, de acuerdo a una encuesta de Callan Associates, que el 30% de los planes de pensiones en Estados Unidos cuentan con inversiones en capital privado. Es importante notar que este porcentaje más que se duplica al considerar sólo los fondos más grandes. No obstante, los fondos con menos de mil millones de dólares bajo administración están participando en capital privado en proporciones cada vez mayores.

<sup>42</sup> La tabla considera fondos de capital de riesgo (*venture capital*) y de *buy-outs*.

<sup>43</sup> Estos 250 mil millones de dólares son adicionales a los 340 mil millones de dólares que se han invertido desde 1970. En esta cifra se consideran fondos de capital de riesgo y de *buy-outs*.

**Tabla 11: Fondos de pensiones con inversiones en capital privado**

Activos en administración	Numero de inversionistas en la muestra	Con inversiones en capital privado	Porcentaje
\$1,000 millones de dólares o más	76	49	65%
\$500 - \$999 millones de dólares	36	12	33%
\$250 - \$499 millones de dólares	38	8	21%
\$110 millones de dólares o menos	53	7	13%
Todos los planes	274	83	30%

*Fuente: Directory of Alternative Investment Programs con datos de Callan Associates.*

Lejos de desacelerarse, la tendencia de crecimiento de recursos disponibles para inversión en capital privado sigue creciendo. En los últimos 5 años, inversionistas institucionales han duplicado la participación del capital privado en su portafolio de inversiones del 5% al 10%, en promedio, de sus activos totales.<sup>44</sup> Lo anterior es parte de la razón de que administradores exitosos estén levantando fondos cada vez más grandes. Después de cerrar un fondo de 6.5 mil millones de dólares en el 2002, Blackstone empezó este año a levantar un fondo de 11 mil millones de dólares. Otros administradores que han levantado mega fondos son, en los Estados Unidos, Carlyle con \$7.9, Goldman Sachs con \$8.5, TH Lee con \$7.5, Warburg Pincus con \$8.0 y Apollo con \$6.0 mil millones de dólares; y en Europa, Apax con €4.5, BC Partners con €5.5 y CVC con €6.5 mil millones de euros.<sup>45</sup>

Vale la pena resaltar que en Europa el crecimiento del capital privado también ha sido explosivo. Tan sólo este año se espera que se levanten €46 mil millones de euros para fondos europeos, en comparación con los €25 mil millones que se levantaron durante el 2003.<sup>46</sup> Al igual que en los Estados Unidos, los fondos de pensiones europeos son participantes cada vez más activos en esta industria.<sup>47</sup>

<sup>44</sup> *Directory of Alternative Investment Programs*, Alternative Investor, Wellesly, MA.

<sup>45</sup> Fuente: AltAssets, mayo 2005, "Blackstone launches record \$11bn fund, adding to series of mega funds".

<sup>46</sup> Fuente: AltAssets, con pronósticos de Almeida Capital.

<sup>47</sup> *Global Investor Magazine, GI/Watson Wyatt Survey*. De acuerdo a este estudio, los fondos de pensiones continúan reduciendo su dependencia en acciones de empresas listadas como alternativa de rendimiento y diversificación y cada vez dedican una mayor proporción de sus inversiones a activos alternativos como el capital de riesgo.

Otros países en donde los fondos de pensiones son participantes importantes en la industria del capital privado son Canadá, España y Brasil. En Brasil, aunque los fondos de pensiones nunca han tenido prohibido invertir en capital privado, desde el 2002 la regulación se ha vuelto más clara en torno a la inclusión específica de activos de capital privado y capital de riesgo en las carteras de estos inversionistas institucionales. Los fondos de pensiones brasileños tienen cerca de \$120 mil millones de dólares bajo administración y están creciendo a una tasa de 15% anual. A la fecha, han dedicado alrededor del 0.5% de sus activos a inversiones directas en capital privado. Recientemente, los tres principales fondos de pensiones brasileños han lanzado sus primeros programas específicos para la inversión en fondos de capital de riesgo, con un monto inicial de alrededor de \$400 millones de dólares. Se espera que esta iniciativa sea adoptada por el resto de la industria.<sup>48</sup>

## 2. *El caso de México*

Las Afores<sup>49</sup> en México han acumulado una gran cantidad de recursos bajo administración, que además están creciendo a tasas muy altas, y deberían ser el inversionista institucional más importante en el desarrollo económico del país. Sin embargo, tienen un régimen de inversión que solamente les permite financiar al gobierno y marginalmente a las grandes empresas del país. La Tabla 12 lista las principales Afores y los recursos bajo administración acumulados a abril de 2005. Como se puede observar, los fondos de los trabajadores ascienden a cerca de 500 mil millones de pesos en la cuenta de retiro, cesantía y vejez (õRCVõ), que equivalen aproximadamente al 6.2% del PIB.<sup>50</sup> Si tomamos en consideración las cuentas de vivienda y ahorro voluntario, estos recursos exceden los \$750 mil millones de pesos y equivalen al 9.7% del PIB. El ahorro de los trabajadores está creciendo a tasas superiores al 15% anual y lo seguirá haciendo a tasas altas, aunque decrecientes, durante los siguientes 30 años. En 40 años, el ahorro de pensiones podría llegar a representar alrededor del 36% del PIB si las Siefores obtienen rendimientos reales

---

<sup>48</sup> Asociación Brasileña de Capital de Riesgo (ABVCAP).

<sup>49</sup> Las Afores son las compañías que administran los recursos de los trabajadores. Las Sociedades de Inversión Especializadas de Fondos para el Retiro (õSieforesõ) son las sociedades de inversión que colocan el dinero en distintos instrumentos financieros, armando portafolios de inversión.

<sup>50</sup> Considerando que el PIB en el 2004 fue de \$7.9 mil millones de pesos.

del 2.5%. Si logran rendimientos reales de 3.5%, el ahorro podría llegar a representar el 45% del PIB, si sólo obtienen 1.0%, esta proporción no llegaría al 30%.<sup>51</sup>

**Tabla 12: Recursos acumulados de las Afores**

(Cifras en millones de pesos)

Afore	RCV	Aportaciones Voluntarias	Vivienda	Total
Banamex	104,227	471	57,610	162,308
Bancomer	99,745	488	54,046	154,279
Profuturo GNP	50,397	164	28,670	79,230
ING	46,042	86	25,294	71,422
Inbursa	42,355	166	21,763	64,285
Santander Mexicano	40,331	78	22,525	62,933
Banorte Generali	32,240	115	17,308	49,662
XXI	29,533	305	15,885	45,723
Resto	47,981	49	25,685	73,714
<b>Total</b>	<b>492,850</b>	<b>1,920</b>	<b>268,787</b>	<b>763,557</b>

*Fuente: Consar.*

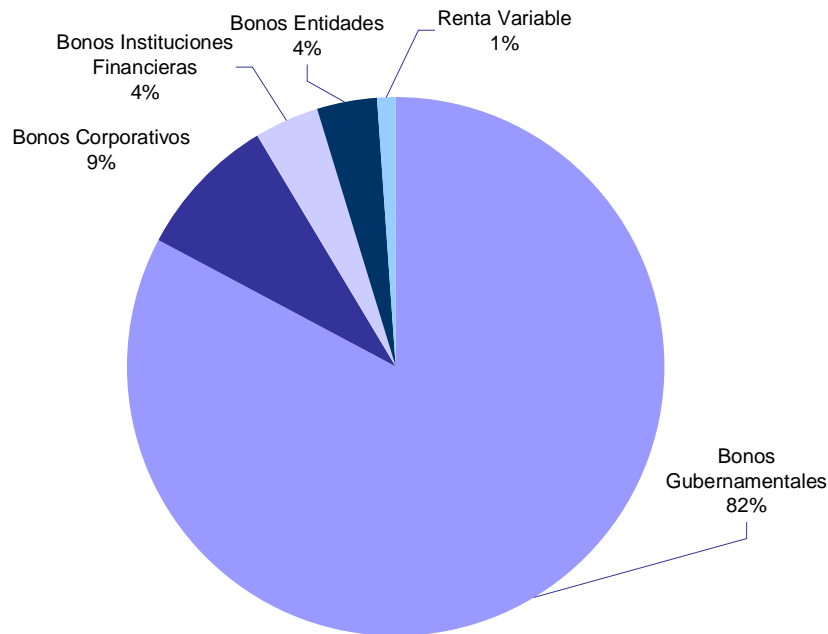
La Gráfica 21 muestra la composición de las inversiones de las Afores. El 99% de los recursos está invertido en instrumentos de deuda y sólo el 1% en renta variable.<sup>52</sup> Del total de recursos, el 86% está financiando la deuda del gobierno<sup>53</sup> y el 13% la de las grandes empresas y grupos financieros del país. Los recursos de las Afores no están financiando directamente inversión productiva.

<sup>51</sup> El rendimiento sobre las inversiones es un generador incuestionable de riqueza.

<sup>52</sup> Es importante aclarar que apenas a principios de 2005 se modificó el régimen de inversión para permitirle a las Afores participar en instrumentos de renta variable a través de estructuras de principal garantizado que tengan como subyacente índices bursátiles. Es previsible que este porcentaje aumente con el tiempo.

<sup>53</sup> El renglón de "Bonos Entidades" se refiere a deuda de entidades paraestatales.

**Gráfica 21: Distribución de las inversiones del total de las Afores en México**



*Fuente: Consar, abril 2005.*

Como el fondo de pensiones americano que poníamos como ejemplo en la sección anterior, las Afores en México están invirtiendo la gran mayoría de sus recursos en bonos del gobierno Mexicano. Con el argumento de que los recursos de los trabajadores no deben ser invertidos en instrumentos riesgosos, las Afores no están aportando capital para financiar inversión productiva en el país, solamente están financiando el gasto del gobierno y la deuda de las grandes empresas.

El mismo principio de diversificación de portafolios que introdujo Markowitz en 1952, se puede aplicar en México para el caso de las Afores. Aunque no es fácil construir una frontera eficiente de riesgo rendimiento que incorpore inversiones de capital privado dada la poca historia que existe de este tipo de fondos en México, sí podemos hacer las siguientes afirmaciones:

- Los portafolios de las Afores, compuestos casi exclusivamente por instrumentos de deuda y mayoritariamente por deuda gubernamental, se

ubican muy cerca del punto inferior de la curva de riesgo rendimiento. Es decir, tienen bajo riesgo y bajo rendimiento.

- Este bajo nivel de riesgo, sin embargo, puede ser engañoso. La concentración en deuda del gobierno, expone a las carteras de las Afores y al sistema de pensiones en general, a un nivel de riesgo sistémico importante bajo un escenario de crisis económica. Aún cuando no se dé una crisis aguda, la combinación de la concentración de inversiones con el crecimiento acelerado del ahorro, haría que eventualmente, toda la deuda del gobierno estuviera concentrada en las Siefores, y que los trabajadores mexicanos fueran el único acreedor. Si las Siefores tienen que seguir colocando recursos en deuda gubernamental por encima de las necesidades reales del gobierno, no sólo se presionarían los rendimientos a la baja, sino que además se daría un efecto de *crowding-out* de la inversión privada y el financiamiento empezaría a ser inflacionario.
- Los rendimientos de los instrumentos en los que pueden invertir las Siefores han bajado dramáticamente en los últimos años (ver Gráfica 22). La tasa de rendimiento real que han obtenido las Siefores desde que se crearon hasta finales de abril de 2005 ha sido de 6.8% de acuerdo a datos de la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar). Si consideramos este mismo indicador para los últimos 36 meses, el rendimiento se reduce a 3.3%, menos de la mitad que si consideramos todo el periodo. Si sólo tomamos en cuenta los últimos 12 meses, el rendimiento cae otro 18% y se ubica en 2.7% real.<sup>54</sup> Esto tiene dos consecuencias muy negativas, la primera es que las comisiones que pagan los trabajadores a los administradores de sus inversiones son una proporción cada vez mayor de los rendimientos. La segunda es que la pensión con la que se podrán retirar no será suficiente para mantener un

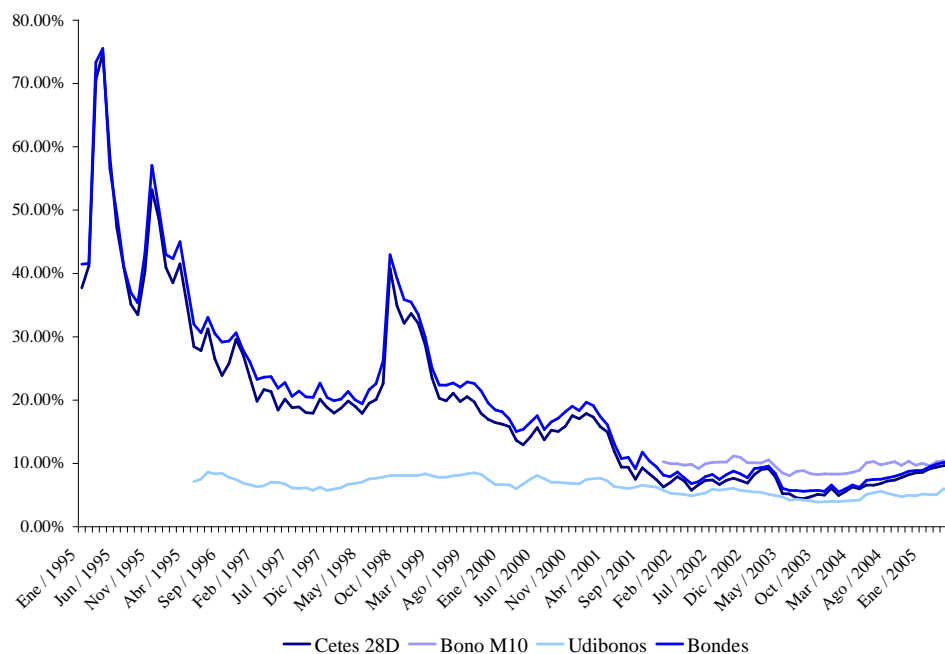
---

<sup>54</sup> Rendimientos históricos de la Siefore Básica 1 a abril de 2005 de acuerdo a datos de la Consar.



nivel de vida adecuado, lo cual incidirá en el consumo y en el crecimiento futuro de la economía.

**Gráfica 22: Rendimiento de instrumentos de renta fija en México**



Fuente: Banco de México.

- Por otro lado, las alternativas de inversión que sí se han abierto, resuelven sólo parcialmente el problema de la falta de diversificación. Si bien se abrió la posibilidad de invertir en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV o Bolsa) a través de estructuras de principal garantizado que tengan como subyacente al Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), la Bolsa es un mercado poco profundo, poco representativo de la economía en general y sumamente concentrado. La BMV es un mercado poco profundo ya que el valor total de capitalización de las empresas listadas no alcanza el 20% del PIB mientras que en los Estados Unidos y Canadá este indicador representa el 130% y el 104% del producto, respectivamente.<sup>55</sup> La Bolsa es poco representativa de la economía, ya que sólo cuenta con 153 emisoras

<sup>55</sup> Fuente: Banco Mundial.

listadas, en comparación con más de 5,000 en los Estados Unidos y más de 3,500 en Canadá.<sup>56</sup> La Bolsa es un mercado sumamente concentrado, ya que un puñado de grupos empresariales representan más de dos terceras partes del valor total de capitalización. Más del 40% está representado por empresas asociadas al Grupo Carso. Si añadimos Walmex, Grupo Modelo, Cemex y Televisa, llegamos a alrededor del 66% del valor total de capitalización.

- Siguiendo la argumentación del punto anterior, es previsible que los recursos autorizados para invertir en índices bursátiles se canalicen más que proporcionalmente a índices extranjeros, que ofrecen mayor bursatilidad y liquidez y menor correlación con la deuda del gobierno, especialmente en etapas de crisis.<sup>57</sup> Lo anterior, aunado a que otros valores de deuda de empresas y gobiernos extranjeros, sí están autorizados bajo el régimen de inversión de las Afores hasta por un 20% del total de los recursos bajo administración, haría que México se convirtiera en un exportador de capital, en lugar de dedicar parte de estos recursos a financiar la inversión productiva en el país. Esto tendría la ventaja de que se reduciría el nivel de riesgo sistémico en la economía, pero tendríamos la ridícula situación de un país pobre exportando capital a economías desarrolladas.
  
- Es argumentable que el poder de diversificación de fondos de capital privado invirtiendo en México, sea mayor que el del capital privado en economías desarrolladas. Por las razones expuestas anteriormente, el capital privado en México debería tener un nivel de correlación menor con el IPC que el que tiene esta clase de activos con los respectivos índices bursátiles de economías desarrolladas. Incluir el mismo porcentaje de

---

<sup>56</sup> Ídem.

<sup>57</sup> En condiciones normales, el IPC tiene una baja correlación con instrumentos de deuda gubernamental, y en esa medida, ofrece una buena alternativa de diversificación. En épocas de crisis, sin embargo, la correlación entre la Bolsa y los instrumentos de deuda mexicana se incrementa sustancialmente, aumentando el peligro de riesgo sistémico.

participación en fondos de capital de riesgo en el portafolio de inversionistas institucionales mexicanos, haría que su desplazamiento hacia la frontera eficiente fuera mayor que el caso de sus contrapartes en economías desarrolladas.

Estas razones, sumadas al impacto que la inversión institucional ha tenido en el desarrollo de la industria del capital privado en otros países, hace indispensable que se liberalice el régimen de inversión de los fondos de pensiones mexicanos para que puedan empezar a participar en fondos de capital privado profesionalmente administrados. Las Afores, al igual que sus contrapartes estadounidenses y europeas, son administradas por instituciones profesionales con equipos competentes, preparados y altamente capacitados, y son perfectamente capaces de evaluar y administrar los riesgos inherentes al manejo de inversiones en capital privado y para estructurar sus inversiones de manera paulatina y prudente.

La Tabla 13 muestra los recursos administrados por todas las Afores operando en México. Como se puede observar, las 10 instituciones más grandes administran recursos muy por arriba de los mil millones de dólares cada una (casi 7,000 millones de dólares en promedio). Si recordamos de la Tabla 11 de la sección anterior, el 65% de los fondos de pensiones americanos y europeos con activos superiores a los mil millones de dólares, manejan inversiones en fondos de capital privado. Adicionalmente, 7 de estas 10 instituciones tienen afiliadas internacionales con amplia experiencia en inversiones de capital de riesgo. La Tabla 13 muestra los recursos que estas afiliadas internacionales de las Afores mexicanas tienen invertidos o comprometidos en inversiones de capital de riesgo.

**Tabla 13: Afiliadas extranjeras de Afores con experiencia en capital privado****(cifras en millones de dólares)**

<b>Afore</b>	<b>Recursos bajo Administración Totales</b>	<b>Entidad Afiliada</b>	<b>Recursos Administrados en Capital Privado</b>
Banamex	14,755	Salomon Smith Barney PE Group (f)	950
Bancomer	14,025	Grupo BBVA (d)	1,375
Profuturo GNP	7,203	ND	ND
ING	6,493	Pomona Capital (f)	2,400
Inbursa	5,844	Sinca Inbursa (fd)	160
Santander Mexicano	5,721	ND	ND
Banorte Generali	4,515	AMB Generali (f)	2,500
XXI	4,157	ND	ND
Principal	3,147	Principal Global Investors (re)	29,000
HSBC	2,686	HSBC Group (fd)	2,600
Azteca	450	ND	ND
Actinver	312	ND	ND
IXE	76	ND	ND
Metlife <sup>1</sup>	22	Metropolitan Life Insurance Co. (f)	5,200
Invercap <sup>2</sup>	8	ND	ND
<b>Total</b>	<b>69,414</b>		

*1 Metlife inició operaciones el 1-feb- 2005 (f) Inversión en fondos**2 Invercap inició operaciones 24-feb- 2005 (d) Inversión directa del grupo**(fd) Inversión directa de fondos afiliados**(re) Inversiones de capital privado en bienes raíces**ND No disponible.**Fuente: Consar, CNBV, Directory of Alternative Investment Programs, Sitios Web.*

La siguiente sección analiza el impacto que podría tener una liberalización del régimen de inversión de Afores que les permita participar, de manera gradual y con pequeños porcentajes de sus activos bajo administración, en inversiones de capital privado.

### **E. Impacto potencial de liberalizar el régimen de inversión de Afores**

En esta sección hacemos un ejercicio de lo que significaría para la industria del capital privado en México que las Afores pudieran dedicar un porcentaje mínimo de sus carteras de RCV a la inversión en fondos de capital privado profesionalmente administrados.

Al cierre de abril, el total de la subcuenta de RCV del total de las Afores ascendía a 44,804 millones de dólares, es decir el 6.2% del PIB. Las aportaciones de los últimos 12 meses fueron de 5,857 millones de dólares, equivalente a una tasa de crecimiento de 15% anual. Si

proyectamos un crecimiento similar para los próximos 12 meses, compuesto por una tasa de crecimiento del PIB de 3%, asumimos un rendimiento real sobre las inversiones de 2.5% anual y un tipo de cambio constante, el saldo en la subcuenta de RCV en abril de 2006 aumentaría en 6,990 millones de dólares. El crecimiento sería de otro 16% anual y el saldo llegaría a 51,794 millones de dólares. Con estos mismos supuestos, el saldo en 5 años aumentaría a 83,100 millones de dólares, y en 10 años a 130,738 millones de dólares, y representaría el 14% del PIB.

**Tabla 14: Saldo acumulado en la subcuenta de RCV del total de las Afores**  
(millones de dólares)

Año	Saldo
Abril 2006	\$6,990
Abril 2010	\$83,100
Abril 2015	\$130,738

*Fuente: Proyecciones con datos de la Consar.*

Con estos números, construimos las siguientes tablas que asumen una inversión entre el 1% y el 5% de la cartera total de las Afores<sup>58</sup> al final de cada uno de estos tres periodos. Suponemos además, que la inversión se va haciendo de manera paulatina a lo largo de los 10 años, hasta llegar al total de dichos porcentajes al final del periodo.<sup>59</sup>

En la Tabla 14 se muestra el total de la inversión de las Afores en fondos de capital privado al cierre de abril del 2006, 2010 y 2015, asumiendo que pudieran invertir entre el 1% y el 5% de sus activos totales en capital de riesgo. Por ejemplo, si pudieran invertir el 1% y usaran el 10% de ese tope durante los siguientes 12 meses, al cierre de abril de 2006, habría 52 millones de dólares invertidos en capital privado por parte de las Afores<sup>60</sup>. Si el porcentaje máximo fuera de 5% y estuviera totalmente utilizado para abril de 2015, habría 6,537 millones de dólares de Afores invertidos en capital de riesgo.

<sup>58</sup> Sólo consideramos para este análisis la subcuenta de RCV.

<sup>59</sup> Se asume que empiezan invirtiendo sólo el 10% del total en el primer año y que cada año subsiguiente incrementan un 10% adicional hasta llegar al 100% en el año 10.

<sup>60</sup> El 1% de 51,794 millones de dólares son 518. Si se usa el 10% del tope en el primer año, el total sería de 52 millones de dólares. Este supuesto lo usamos para reflejar una estrategia prudente y paulatina por parte de las Afores para invertir en esta nueva clase de activo.

**Tabla 15: Inversión total de Afores en fondos de capital privado**  
(millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>
2006	\$52	\$104	\$155	\$207	\$259
2010	\$416	\$831	\$1,247	\$1,662	\$2,078
2015	\$1,307	\$2,615	\$3,922	\$5,230	\$6,537

No es previsible, ni deseable, que las Afores sean los únicos inversionistas en la industria del capital privado en México. La participación de Afores tendría un efecto multiplicador similar al que tiene la participación de Nafin, Bancomext y otros organismos gubernamentales hoy en día, al atraer recursos de inversionistas institucionales e individuales tanto nacionales como extranjeros. De hecho, en una reciente encuesta sobre tendencias globales en el capital de riesgo llevada a cabo por Deloitte y la National Venture Capital Association, la segunda razón por la que fondos internacionales no invierten en México es por la falta de inversionistas locales con experiencia en capital privado.<sup>61</sup>

Si suponemos que se da una estructura de participación de inversionistas similar a la de los Estados Unidos, las Afores participarían con el 40% de la inversión total de los fondos invirtiendo en México. De acuerdo a la Tabla 16, la inversión de 52 millones de dólares por parte de Afores, atraería otros 78 millones de otros inversionistas en el 2006 si el tope fuera de 1%. Si las Afores invirtieran el 5% de sus recursos, el monto total de inversiones en empresas privadas en México llegaría a 16,342 millones de dólares en el 2015 y equivaldría a alrededor del 2% del PIB.

**Tabla 16: Inversión total en fondos de capital privado**  
(millones de dólares)

<i>Año</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>
2006	\$129	\$259	\$388	\$518	\$647
2010	\$1,039	\$2,078	\$3,116	\$4,155	\$5,194
2015	\$3,268	\$6,537	\$9,805	\$13,074	\$16,342

<sup>61</sup> Global Trends in Venture Capital: A Close-Up View, Deloitte, NVCA. Según esta encuesta, la región de México y Sudamérica es la que cuenta con mayores impedimentos para atraer inversión.

Con este monto de recursos, se podrían financiar casi 3 fondos de 50 millones de dólares cada uno en el 2006 si se invirtiera el 1% y 327 fondos en el 2015 si se invirtiera el 5% de los recursos de las Afores (ver Tabla 17).

**Tabla 17: Número de fondos de 50 millones de dólares cada uno**

<i>Año</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>
2006	3	5	8	10	13
2010	21	42	62	83	104
2015	65	131	196	261	327

Estos fondos podrían hacer 10 inversiones de 5 millones de dólares cada una para financiar a 26 empresas en el 2006 si las Afores destinaran el 1% de sus recursos, y a 3,268 empresas para el 2015, si destinaran el 5%. Esta última cifra sería equivalente al 13% del total de empresas medianas existentes hoy en día de acuerdo a la Tabla 9 de la Sección III.A anterior.

**Tabla 18: Número de empresas financiadas con 5 millones de dólares cada una**

<i>Año</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>
2006	26	52	78	104	129
2010	208	416	623	831	1,039
2015	654	1,307	1,961	2,615	3,268

En la misma Tabla 9 observamos que el PIB promedio de las empresas medianas en México es de aproximadamente 5 millones de dólares. Una inversión de 5 millones de dólares en su capital sería muy significativa y tendría un impacto muy importante en el desarrollo de la misma. Para efectos de este ejercicio suponemos que una empresa mediana, promovida con capital privado, podría crecer sus ventas a tasas del 25% durante los primeros 4 años después de la inversión, al 15% los siguientes 4 y estabilizarse en 5% a partir de entonces. Este ritmo de crecimiento le permitiría duplicar sus ventas en poco más de 3 años, casi volverlas a duplicar en otros 4, y equivaldría a una tasa de crecimiento anual compuesto durante los 10 años de 17%. El incremento en el PIB que la inversión institucional de las Afores en la industria del capital privado podría llegar a tener, sería muy significativo, como lo indica la Tabla 19. Si las Afores invirtieran el 1% de sus recursos en capital privado, podrían tener un impacto en el crecimiento del PIB de 0.6% para el año 2015. Si invirtieran

el 5%, este impacto se podría lograr en el 2010, y para el 2015 el PIB podría estar creciendo 3 puntos porcentuales al año, sólo por el impacto del capital privado.<sup>62</sup>

**Tabla 19: Incremento acumulado en el PIB**

<i>Año</i>	<i>1%</i>	<i>2%</i>	<i>3%</i>	<i>4%</i>	<i>5%</i>
2006	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2010	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
2015	0.6%	1.2%	1.8%	2.4%	3.0%

Si suponemos que el 10% de estas empresas promovidas se listaran en la Bolsa Mexicana de Valores, para el año 2015, podríamos esperar la entrada de 65 nuevas empresas a la Bolsa si las Afores invirtieran el 1% de sus recursos y 326 si invirtieran el 5%. Esta última cifra representaría un incremento aproximado del 200% respecto del número de empresas listadas con las que la Bolsa cuenta hoy en día y se podría empezar a desarrollar un mercado más profundo, más líquido y más representativo del total de la economía. Además, este mercado sería una mejor alternativa de diversificación para la proporción de recursos que las propias Afores pueden invertir en renta variable de lo que representa hoy en día.<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> De acuerdo a datos del INEGI, el valor de la producción intermedia es de alrededor del 35% de las ventas totales de las empresas en los últimos 10 años, por lo que existe una relación lineal entre crecimiento en ventas y crecimiento en PIB.

<sup>63</sup> Los datos utilizados para estos ejercicios están disponibles para quien lo solicite. Contactar a los autores.



## IV. Conclusiones

La industria de capital privado en México se encuentra en una situación de oportunidad excepcional. Por un lado México cuenta con estabilidad macroeconómica, que es un ingrediente fundamental para el desarrollo de una industria pujante de capital de riesgo. Por otro lado, han habido avances enfocados a resolver algunos de los problemas que han obstaculizado el desarrollo del capital privado en nuestro país y se han tomado otras medidas enfocadas a fomentar el sector.

Por ejemplo, un elemento que es muy importante sobre todo en economías emergentes que no cuentan con una industria desarrollada de capital de riesgo, es la participación de recursos gubernamentales en fondos profesionalmente administrados. En este sentido, Nafin, Bancomext y algunas otras instituciones gubernamentales participan como inversionistas en diversos fondos. Actualmente, la Secretaría de Hacienda, en un proyecto liderado por Nafin, está trabajando en la constitución de un fondo de fondos que concentraría los recursos de capital privado de estas instituciones y aportaría recursos frescos para continuar participando con inversión en fondos. Incluso, se prevé que el porcentaje máximo de participación aumente de entre el 10% y el 20% actual, hasta el 35% de participación en el capital de cada fondo. Si bien este porcentaje es inferior al que aportan agencias gubernamentales en otros países,<sup>64</sup> la participación de la banca de desarrollo es una gran ayuda para un administrador que se encuentra en etapa de procuración de recursos. En este sentido, la participación de dinero gubernamental tiene un efecto multiplicador, ya que se complementa con recursos privados de inversionistas nacionales y extranjeros.

En cuanto al marco legal y regulatorio, la nueva Ley del Mercado de Valores promovida por la Secretaría de Hacienda y aprobada por el Senado recientemente,<sup>65</sup> introduce la figura de la Sociedad Anónima Promotora de Inversiones (SAPI), que facilita la estructuración de

---

<sup>64</sup> El Small Business Administration (SBA) de los EU, aporta hasta dos dólares por cada dólar recaudado de inversión privada en el caso de fondos de capital y hasta tres veces en fondos de deuda subordinada.

<sup>65</sup> Está pendiente la ratificación de la Cámara de Diputados.

operaciones de capital privado al nivel de la empresa receptora, otorga mejores protecciones de minoría y facilita la salida a través de una eventual colocación primaria.

En la Sección III.A describimos las oportunidades de inversión disponibles en México, y que están ligadas a un creciente mercado interno; a posibilidades de integración con la economía estadounidense, en particular con el pujante sector de la comunidad hispana; a la reciente disponibilidad del sector empresarial a abrirle las puertas a la inversión institucional; y en general a la oportunidad de arbitraje que representa el sector de la mediana empresa.

No obstante los obstáculos que hemos descrito a lo largo de este reporte, han habido jugadores que han estado dispuestos a abrir brecha y explotar las ventajas de ser los primeros participantes en aprovechar las oportunidades de inversión que hemos descrito. Algunos de estos esfuerzos los listamos a continuación:

- Un puñado de fondos extranjeros llevan tiempo haciendo inversiones en nuestro país. Tal es el caso de Advent International, JP Morgan Partners y Barings Private Equity.<sup>66</sup> Recientemente, Carlyle, la firma de capital privado más grande del mundo, ha decidido incursionar en el Mercado mexicano abriendo una oficina local. BBVA también ha etiquetado recursos propios para hacer inversiones de capital privado en México.
  
- Grupos nacionales se han asociado con administradores extranjeros para formar fondos en México. Tal es el caso de Nexxus Capital y Zephyr Management que se asociaron para formar los fondos ZN México Trust, de Discovery y Protego que se asociaron para lanzar Discovery Americas y de Darby y BBVA que se asociaron para formar Darby BBVA Latin America Private Equity Fund. Estos fondos han logrado atraer dinero de algunos

---

<sup>66</sup> Este último consiguió recursos muy significativos de OPIC, una agencia del gobierno de los Estados Unidos, para un nuevo fondo que está actualmente levantando.

inversionistas institucionales extranjeros, complementado con inversión local.

- Algunos administradores locales han decidido lanzar fondos independientes, con los que han logrado convencer a inversionistas nacionales de empezar a participar en esta nueva clase de activo. Este es el caso de Nafta Fund, Industrial Global Solutions, Monterrey Capital Partners y el Fondo MIF entre otros.

Estos esfuerzos se pueden apreciar en el cambio de tendencia que muestra la Gráfica 3 de la Sección I.C de este reporte. De continuar las cosas como están, la industria de capital privado en México podría seguir creciendo de manera limitada y quizá podría aspirar a atraer una proporción mayor de los recursos que capta Latinoamérica y que sea más proporcional al tamaño de nuestra economía y a las condiciones de estabilidad económica.

Sin embargo, hay dos medidas adicionales que contribuirían a realmente detonar la industria del capital de riesgo en una forma similar a la que se dio en los Estados Unidos a partir de la década de los 80 y a la que se ha dado más recientemente en Europa y en algunas economías emergentes.

La primera es la creación o habilitación de un vehículo local que sirva para captar recursos de distintos tipos de inversionistas y canalizarlos a empresas con atractivos proyectos de inversión. Este vehículo debería contar con transparencia fiscal para permitir la participación de cualquier tipo de inversionista calificado y evitar el problema de la doble tributación. Adicionalmente, los inversionistas en este vehículo deben poder considerar como base de su inversión, el total del capital invertido. Un vehículo local que pueda ser incorporado con costos sustancialmente menores a las alternativas disponibles hoy en día, y que a su vez enfrente menores costos de transacción, permitiría la creación de fondos más pequeños que realmente dediquen sus recursos a la inversión en el sector de la mediana empresa.

Todavía más importante que el contar con un vehículo local, es la modificación del régimen de inversión de las Afores para que puedan participar en fondos de capital privado. Como ya lo analizamos en la Sección III.D.2 anterior, la posibilidad de que las Afores destinen porcentajes muy menores de sus activos totales a financiar proyectos de capital privado a través de administradores profesionales de fondos, realmente detonaría el crecimiento de la industria de capital de riesgo en México, convirtiéndola en un vibrante motor del desarrollo económico.

Con esta medida, se podrían canalizar más de 16 mil millones de dólares en los siguientes 10 años, aportando recursos a más de 300 fondos que podrían capitalizar un porcentaje importante de las empresas medianas del país. Con estas inversiones, las empresas promovidas se volverían mucho más competitivas y contribuirían a revertir la tendencia negativa en los niveles de competitividad del país que se evidencian en la Gráfica 11 y la Gráfica 12 de la Sección I.C de este reporte.

La entrada de las Afores al capital privado tendría el beneficio adicional de incrementar los rendimientos de las inversiones de los trabajadores, lo cual se traduciría en mejores pensiones para los jubilados y menores costos para el gobierno. Adicionalmente, se reduciría la concentración de inversiones, disminuiría el riesgo agregado de los portafolios y se reduciría el peligro de riesgo sistémico.

Con esta medida se podría realmente entrar al círculo virtuoso que puede generar la industria de capital privado para la economía nacional. Mayor disponibilidad de recursos generaría un mayor número de fondos con mayores compromisos de capital para invertir. Mayor inversión en empresas promovidas crearía un incremento importante en las ventas y el empleo, que a su vez generaría mayor recaudación, mayor riqueza y mayor consumo. Lo anterior fomentaría el crecimiento de más pequeñas y medianas empresas y generaría un mayor número de compañías ingresando a los mercados de valores. Esto generaría mayor competencia y mayor crecimiento económico, al tiempo que crecerían los montos disponibles de inversión institucional.

El capital privado a nivel mundial cada vez ve con más interés las oportunidades de diversificación global. De acuerdo a una reciente encuesta elaborada por Deloitte y la National Venture Capital Association de los EEUU, las firmas de capital privado en el mundo siguen buscando globalizar sus inversiones buscando una mayor diversificación de sus portafolios. El 20% de los fondos encuestados planea incrementar su actividad de inversión global en los siguientes 5 años.<sup>67</sup> El 15% de los estos fondos tienen interés de invertir en México y Canadá, el primer lugar se lo lleva China con el 20% y el segundo India con el 18%. México y Canadá comparten el tercer lugar con Europa Continental. Nuestro país estará compitiendo con otras economías por estas inversiones, la oportunidad que existe de movilizar recursos locales y atraer recursos externos a través de las medidas que proponemos es realmente excepcional, los autores esperamos sinceramente que se pueda materializar.

---

<sup>67</sup> Global Trends in Venture Capital: A Close-Up View, Deloitte, NVCA.

## Índice de Tablas

Tabla 1: Financiamiento de empresas por etapa de desarrollo .....	6
Tabla 2: El ciclo de vida de un fondo de capital privado .....	7
Tabla 3: Estructura general de un fondo de capital privado .....	8
Tabla 4: Algunos fondos de capital privado invirtiendo en México.....	12
Tabla 5: Comparativo de crecimiento en ventas .....	26
Tabla 6: Comparativo de crecimiento en el empleo .....	27
Tabla 7: Número de colocaciones primarias de empresas fondeadas con capital privado ....	28
Tabla 8: Número de fusiones y adquisiciones de empresas fondeadas con capital privado ..	28
Tabla 9: Radiografía de las empresas en México: PIB por empresa .....	35
Tabla 10: Impacto de la inversión de fondos de pensiones en el capital privado.....	51
Tabla 11: Fondos de pensiones con inversiones en capital privado .....	52
Tabla 12: Recursos acumulados de las Afores .....	54
Tabla 13: Afiliadas extranjeras de Afores con experiencia en capital privado .....	60
Tabla 14: Saldo acumulado en la subcuenta de RCV del total de las Afores .....	61
Tabla 15: Inversión total de Afores en fondos de capital privado .....	62
Tabla 16: Inversión total en fondos de capital privado .....	62
Tabla 17: Número de fondos de 50 millones de dólares cada uno .....	63
Tabla 18: Número de empresas financiadas con 5 millones de dólares cada una .....	63
Tabla 19: Incremento acumulado en el PIB .....	64

## Índice de Gráficas

Gráfica 1: Recursos comprometidos de capital privado en el mundo .....	13
Gráfica 2: Recursos comprometidos de capital privado en América Latina en 2003.....	14
Gráfica 3: Compromisos colocados de capital privado por país .....	15
Gráfica 4: Inversión extranjera directa.....	17
Gráfica 5: Crecimiento anual del PIB per cápita en dólares corrientes. ....	17
Gráfica 6: Riesgo país .....	18
Gráfica 7: Comercio con Estados Unidos .....	19
Gráfica 8: Inflación .....	20
Gráfica 9: Volatilidad del tipo de cambio .....	20
Gráfica 10: Ciclos económicos.....	21
Gráfica 11: La competitividad de México frente a sus competidores regionales.....	22
Gráfica 12: Evolución de la competitividad de México respecto otros países.....	23
Gráfica 13: Rendimientos netos para los inversionistas .....	30
Gráfica 14: El capital privado en Estados Unidos: Línea de tiempo .....	31
Gráfica 15: Pirámide de exportaciones .....	37
Gráfica 16: Secuencia de financiamiento para empresas en economías desarrolladas.....	41
Gráfica 17: Secuencia de financiamiento para empresas en México.....	43
Gráfica 18: Financiamiento de la mediana empresa en México.....	45
Gráfica 19: Fuentes de financiamiento para fondos de capital privado en Estados Unidos ..	46
Gráfica 20: Frontera eficiente de inversiones.....	49
Gráfica 21: Distribución de las inversiones del total de las Afores en México .....	55
Gráfica 22: Rendimiento de instrumentos de renta fija en México .....	57

## Referencias

Bernard, David (2004), "Benchmarking Private Equity", *Thomson Financial, EVCA Institute*.

EVCA (2005), "Public Policy Priorities", *European Venture Capital Association working papers*.

Fabre, Fernando y Smith, Richard (2002), "Building an Entrepreneurial Culture in México", *no publicado*.

Fenn, George W., Liang, Nellie y Prowse, Stephen, "The Economics of the Private Equity Market", Staff Study, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, 1995.

Franzke, Stefanie; Grohs, Stefanie y Laux, Christian (2003), "Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany", *Center for Financial Studies No. 2003/26*.

Global Insight (2004), "Venture Impact 2004, Venture Capital Benefits to the US Economy", *prepared for the National Venture Capital Association*.

Grady, E Robert (2005), "President's Advisory panel on Tax Reform", *presentación por The Carlyle Group*.

Instituto Mexicano de la Competitividad A.C. (IMCO), "Hacia un Pacto de Competitividad, Situación de la Competitividad de México 2004".

Kern, Tony; Jensen, Mark y Heesen, Mark, (2005), "Global Trends in Venture Capital: A Close-Up View". *Findings from the Deloitte and National Venture Capital Association (NVCA) 2005 Global Venture Capital Survey*

Kuan, Judy (2004), "Venture Equity Latin America 2004 Year End Report", *Venture Equity Latin America, World Trade Executive Inc.*

Leeds, Roger & Sunderland, Julie, "Private Equity in Emerging Markets: Rethinking the Approach", *Journal of Applied Corporate Finance, Volume 15, Number 4, 2003*.

Martinez, Lorenza y Werner, Alejandro (2002), "Capital Markets in Mexico: Recent Developments and Future Challenges", *documentos del Banco de México*.

National Venture Capital Association Yearbook 2004, Thomson Venture Economics.

Nuechterlein, Jeffrey D., "The Role of Start-Up Financing in the United States, Europe, and Asia", *white paper* del Global Venture Investors Association, en *Economic Strategy and National Security*, editado por Patrick DeSouza, Westview Press (2000).

Piper Jaffray Private Capital Special Report (2003), "Alternative Assets, Private Equity Fund of Funds", *no publicado*.

PriceWaterhouseCoopers, (2004), "Global Private Equity 2004 Final Presentation".

PricewaterhouseCoopers / Thomson Venture Economics / National Venture Capital Association MoneyTree Survey, (2005), PricewaterhouseCoopers LLP.

Robles Peiro, Rocío (2005), "Fondos de Capital Privado: Una Alternativa para el Financiamiento a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas Mexicanas", Tesis Profesional, Instituto Tecnológico Autónomo de México.

Schneider, Frank y Videgaray, Luis (2001), "Private Equity in México", *no publicado*.

Smith, Janet y Smith, Richard (2004), "Entrepreneurial Finance", *Ed. Wiley & Sons*.

Wenrich, Thomas (2005), "Private Equity Heats Up", *Poder Magazine, Issue 06/01/05*.