



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas

Factores determinantes en la inversión de Private Equity en
Latinoamérica

Autor: Federico Nicolas Maiani

Legajo: 31204

Mentor: Diego Fernández Molero

Buenos Aires, Argentina

Septiembre de 2023

Agradecimientos

A mi mamá, por formarme como la persona que soy.

A mi padre, por el apoyo económico durante estos años para mi desarrollo.

A mi mentor Diego Fernández Molero, por hacer posible la realización de este trabajo.

A mis amigos, por hacerme pasar buenos momentos y estar siempre presentes.

A mi familia y vecinos, por su acompañamiento desde mi infancia.

A Maria Filip y Juan Cruz Andrada, por ser buenos amigos y abrirme las puertas de un nuevo mundo.

A Alejandro Sorgentini, Mariano de los Heros y Francisco Alvarez-Demalde, por darme parte de su tiempo para la realización de este trabajo y por ayudarme a conocer mejor la industria del *Private Equity*.



Resumen

El presente trabajo analiza los factores que determinan la inversión de *Private Equity* en Latinoamérica a partir del testimonio de tres de profesionales que poseen experiencia en la industria. A su vez, sirve como complemento cualitativo a los trabajos realizados por Greco (2012) y Elizalde (2017). Con el uso de entrevistas, se busca una aproximación directa hacia el sector con el fin de determinar y rankear cuales de las variables tienen mayor incidencia en las inversiones y administración de las compañías pertenecientes al *portfolio* de los fondos. Además, se analiza la coyuntura durante y pos la aparición del COVID-19 en relación a las inversiones de *Private Equity*.

Los factores iniciales son tomados de los trabajos mencionados anteriormente, y que además, son utilizados en un reporte de *Private Equity* de 2021 por parte de la escuela de negocios de la Universidad de Navarra. Estos son: actividad económica, tamaño del mercado de capitales, nivel de carga impositiva, nivel de protección al inversor, seguridad jurídica y sistema legal, y finalmente, la rigidez del mercado laboral. Adicionalmente, se le solicitaron a los entrevistados la proposición de nuevas variables que no hayan sido contempladas, y que a opinión de ellos deberían ser tomadas en cuenta.

A partir de las entrevistas realizadas, y la comparación con los resultados de los trabajos mencionados, se encontró que los dos aspectos que son de mayor relevancia para los gestores, y en donde la región presenta un desarrollo menor, es en la actividad económica y el nivel de seguridad jurídica. Seguidas a ellas podemos encontrar la rigidez laboral, el nivel impositivo y el desarrollo de los mercados de capitales.

Entre las variables adicionales propuestas por los profesionales podemos encontrar el tipo de cambio, la adopción de la tecnología y la importancia del equipo de manejo y el tipo de negocio donde se desempeñe la empresa.

Palabras clave: *Private Equity*, Latinoamérica, Inversores, COVID-19, Fondos, Inversiones.

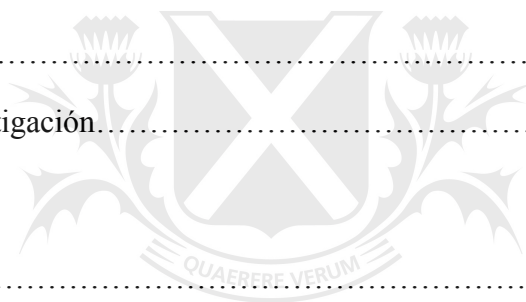
Indice tentativo

Resumen Ejecutivo

PRIMERA PARTE: Introducción.....	6
1. Introducción.....	7
1.1 Problemática.....	7
1.2 Preguntas de investigación.....	9
1.3 Objetivos.....	9
1.3.1 Objetivo general.....	9
1.3.1 Objetivos específicos.....	10
1.4 Justificación de las razones del estudio.....	10
2. Marco teórico.....	10
2.1 Definición de Private Equity, y el uso de la palabra en este trabajo.....	10
2.2 Factores determinantes en la actividad de los Private Equity: Estudio de Greco, Elizalde y Reporte IESE.....	11
2.2.1 Actividad económica.....	12
2.2.2. Tamaño del mercado de capitales.....	12
2.2.3. Nivel impositivo.....	13
2.2.4. Nivel de protección al inversor, seguridad jurídica y sistema legal.....	13
2.2.5. Rigidez del mercado laboral.....	14
3. Estrategia metodológica.....	15
3.1. Tipo de estudio.....	15
3.2. Recolección de datos.....	16
3.2.1. Cuestionario tentativo.....	17
SEGUNDA PARTE: Análisis.....	19
1. Perfil de lo profesionales entrevistados.....	20
2. Análisis.....	20
2.1 Análisis: Actividad Económica.....	21

2.1.1 Victoria Capital Partners.....	21
2.1.1.1 Impacto del COVID sobre la actividad económica.....	22
2.1.1.2 Actividad Económica Post-COVID 2021.....	23
2.1.2 Linzor Capital.....	23
2.1.3 Riverwood Capital.....	24
2.1.3.1 Impacto del COVID sobre la actividad económica.....	25
2.1.3.2 Actividad Económica Post-COVID 2021.....	25
2.1.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE.....	26
2.2 Análisis: Tamaño del mercado de capitales.....	27
2.2.1 Victoria Capital Partners.....	27
2.2.2 Linzor Capital.....	28
2.2.3 Riverwood Capital.....	28
2.2.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE.....	29
2.3 Análisis: Nivel impositivo.....	30
2.3.1 Victoria Capital Partners.....	31
2.3.2 Linzor Capital.....	31
2.3.3 Riverwood Capital.....	32
2.3.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE.....	33
2.4 Análisis: Nivel de protección al inversor, seguridad jurídica y sistema legal.....	34
2.4.1 Victoria Capital Partners.....	34
2.4.2 Linzor Capital.....	34
2.4.3 Riverwood Capital.....	35
2.4.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE.....	36
2.5 Análisis: Rigidez del mercado laboral.....	37
2.5.1 Victoria Capital Partners.....	37

2.5.2 Linzor Capital.....	38
2.5.3 Riverwood Capital.....	38
2.5.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE.....	39
2.6 Análisis: Variables adicionales.....	40
2.6.1 Variables adicionales: Victoria Capital Partners.....	40
2.6.2 Variables adicionales: Linzor Capital.....	40
2.6.3 Variables adicionales: Riverwood Capital.....	41
TERCERA PARTE: Conclusiones.....	42
1. Respuestas a las preguntas.....	43
1.1 Subpreguntas.....	43
1.2 Pregunta Central.....	43
2. Futuras líneas de investigación.....	44
Bibliografía.....	46
Anexos.....	47



Universidad de
San Andrés



PRIMERA PARTE

-INTRODUCCIÓN-

Universidad de
San Andrés

1.Introducción

1.1 Problemática

A comparación de otras regiones como Norteamérica o Europa, la industria del *Private Equity* en Latinoamérica todavía se encuentra en desarrollo, y lidiando con los desafíos que plantean los países que la conforman. En términos de tamaño, si queremos hacer un análisis comparativo con EEUU, por ejemplo, lo correcto sería tomar a todos los países del continente sudamericano, no sólo por la cantidad de *deals-flows* y sus montos de desembolso, sino también porque los fondos latinoamericanos suelen tener presencia en varios de los países de la zona, así como en Estados Unidos, los fondos de *Private Equity* actúan a lo largo de todo el país.

A partir de la comparación hipotetizada anteriormente, podemos notar que los fondos sudamericanos deben tener en cuenta el hecho de lidiar con diferentes factores que son relativos a cada país, como lo son las culturas de trabajo e inversión, las distintas legislaciones y sistemas tributarios, el tamaño de los mercados de capitales, la infraestructura y otros aspectos que tienen incidencia en el desembolso, administración y salida de cada inversión que realizan.

Además, la aparición del COVID-19 durante el 2020 supuso un cambio de planes en la administración de las empresas poseídas, debido a que los gobiernos latinoamericanos desplegaron paquetes de ayuda, así como también, una serie de limitaciones aplicadas a las empresas para lograr frenar la recesión económica producida por la pandemia. Esto tiene una repercusión directa en la frontera de 5-10 años establecida para cada inversión, ya que los *Private Equity*, antes de realizar los desembolsos, planean cómo serán las estrategias de administración y salida, esperando que la mayoría de sus inversiones sean rentables, a diferencia de los *Venture Capital*, donde se espera que gran parte de su cartera sea cubierta por unas pocas *start-ups* que generen grande rendimientos y logren cubrir las pérdidas de las otras.

En lo que se refiere a la administración y salidas de las inversiones, debemos recalcar que el desprendimiento de los activos y el agregado de valor a las firmas adquiridas juegan un papel fundamental en las actividades de los fondos ya que es lo que le permite materializar sus ganancias, siendo que su estructura de ingresos se encuentra formada por las *fees* de

administración que cobran anualmente y por el cobro de un porcentaje de las ganancias obtenidas a partir de la venta de las empresas.

En lo que respecta a la administración de las operaciones de las empresas, a pesar de que hay disciplinas, como el *management*, o actividades, como la consultoría estratégica, que pueden ser aplicadas de manera universal y que son independientes a cada país. Habrá elementos propios de cada nación y sus poblaciones que pueden facilitar o limitar las acciones que apliquen los fondos para alinear sus objetivos con la dirección de la firma adquirida. Un ejemplo de ello sería la existencia de un mercado laboral rígido, condicionado por las leyes de trabajo y la presencia de fuertes sindicatos que podrían impedir una reestructuración en el corto plazo con el fin de darle otro rumbo a la compañía administrada. Incluso, nuevas medidas fueron agregadas durante el 2020 con el fin de no agravar la situación económica de la población, como pueden ser el caso de las dobles indemnizaciones en Argentina, por lo que implicó un cambio de planes en los itinerarios de los fondos.

En lo que se refiere a las salidas. Según el trabajo de Gomez-Acebo Lopez (2015), las que tienen a disposición los gestores son principalmente la salida a bolsa de la empresa administradas mediante IPOs, la venta a otro *Private Equity* o la venta a una empresa especializada del sector donde se desarrolle la firma.

Cumming et al. (2006) haciendo un ranking de los métodos más eficientes de salida, coloca a los IPOs en primera posición sobre las demás opciones. Siguiendo su razonamiento, nos encontraríamos con el inconveniente de que en Latinoamérica los mercados de capitales presentan un menor desarrollo y volumen de transacciones que su contraparte estadounidense, por lo que los fondos latinos verían su abanico de posibilidades reducido y con una posible falta de liquidez al momento de desprenderse de la inversión.

Para el manejo de estas situaciones, los fondos de *Private Equity* se abastecen de dos tipos de talentos con *skills* diferenciadas que les permiten acotar los inconvenientes que podrían aparecer y que les permiten desarrollar estrategias en el contexto Latinoamericano. Por un lado, en relación a la administración de las operaciones de las empresas, podemos encontrar profesionales con experiencia en consultoría estratégica destinados a alinear el rumbo de la firma con los objetivos de los fondos. Por el otro, y con relación a las valuaciones en el momento de entrar o salir de una operación, podemos encontrar personas con experiencia en M&A, y que provienen de industrias como la banca de inversión.

Continuando con la relevancia de ciertos factores sobre la actividad de los fondos, Greco (2012) y Elizalde (2017) mediante el uso de regresiones lineales intentan establecer numéricamente la incidencia de diferentes variables macroeconómicas e idiosincráticas de cada país en los fondos invertidos por los *Private Equity*, en ellos las variables son definidas y descriptas, y se logra obtener resultados que pueden ser generalizados para la industria en algunos países de latinoamérica sin entrar en detalle en la operación de algún fondo en particular.

Este trabajo se propone continuar con los análisis realizados por Greco (2012), Elizalde (2017) y Alvarez-Demalde (2005) apoyándose en dos aristas. La primera, introduciendo los testimonios de personas que sean parte de la industria y que nos permitan conocer en mayor profundidad las variables que tienen mayor incidencia en el proceso de inversión del *Private Equity*, y la segunda, agregando un análisis del nivel de impacto que tuvo la pandemia sobre la actividad de los fondos en lo que se refiere a la entrada, administración y salida de las inversiones.

1.2. Preguntas de investigación

A partir de la problemática descrita anteriormente, surge la pregunta:

¿Qué factores tienen mayor incidencia en la selección y administración de inversiones?

De la pregunta central, podemos desarrollar las siguiente subpreguntas:

¿Qué incidencia tuvieron los efectos traídos por la pandemia en la actividad y los planes de inversión establecidos por los PE durante el 2020?

¿Qué incidencia tuvieron los recortes de ayuda, previamente establecidos por los gobiernos, durante los años 2021 y 2022?

Y en relación a los factores relacionados al manejo de las empresas del portafolio:

¿Las salidas propuestas por Cumming como eficientes en EEUU y Europa, aplican de igual manera para latinoamérica?

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo general:

Determinar el efecto que tienen las variables macroeconómicas e idiosincráticas en los procesos de inversión de los PE en Argentina, Chile, Perú y Colombia.

1.3.2. Objetivo específicos:

-Determinar de qué manera o en qué estadios del proceso de inversión se pueden ver reflejados los resultados cuantitativos obtenidos por Greco.

-Determinar el impacto del COVID-19 en las variables analizadas, y por consiguiente, en las actividades de los fondos.

1.4. Justificación de las razones del estudio

La razón que justifica el desarrollo de este escrito es contribuir a la bibliografía existente sobre el *Private Equity* en Latinoamérica, que no es abundante pero que a medida que pasan los años va creciendo y que sirve para conocer de mejor manera el rol que juegan las inversiones de capital privado en la región y su comportamiento.

Dado a la reciente ocurrencia y recuperación de los efectos provocados por el COVID-19 a nivel económico, este estudio busca contribuir analizando las respuestas de los fondos al momento de hacer la selección de sus inversiones y la mantención de las mismas en un contexto de incertidumbre y crisis durante el 2020, y posteriormente, al encarecimiento de las formas de financiamientos a raíz de las respuestas de los bancos centrales contra la inflación en los años 2021 y 2022.

Este trabajo, además de analizar los efectos sobre la industria de los eventos mencionados en el párrafo anterior, se centrará en revisar cómo ciertos factores como la cultura de trabajo de cada país, la seguridad jurídica y otras cuestiones relativas a cada país de la región afectan a la selección, administración y salida de las operaciones de la empresa.

2. Marco teórico

2.1. Definición de Private Equity, y el uso de la palabra en este trabajo.

El *Private Equity*, también conocido como capital privado o de inversión en español, es la actividad de financiación, donde un grupo de inversionistas, conocidos como *Limited Partners* (LP), ponen a disposición dinero para ser invertido en compañías privadas. Este es

administrado activamente por un grupo de gestores, denominados *general partners* (GP) que se encargan de destinar esos fondos a la adquisición de participaciones accionarias en empresas.

Con respecto a los LPs podemos mencionar que son inversores institucionales o individuos de alto poder adquisitivo que esperan obtener un rendimiento por los valores otorgados. Por otro lado, los equipos de gestores se encuentran conformados por profesionales que poseen experiencia en la industria de M&A, y consultoría. Esto les permite a los administradores abarcar los procesos de valuación y gerenciamientos de las compañías que sean parte del portfolio. A partir de esto, los GPs suelen percibir ingresos de dos maneras, la primera, a partir de cobrar un *fee* anual en conceptos de gasto administrativos. Y la segunda, a partir de cobrar un porcentaje de la rentabilidad obtenida de la inversión, denominada *carried interest*.

Se debe destacar que la naturaleza de este tipo de inversiones es poco líquida, y los LPs suelen tener periodos determinados para poder vender su participación en el fondo. Esta característica tiene incidencia sobre alguno de los factores que se explicarán en los próximos párrafos.

Finalmente, debemos establecer a que nos referiremos cuando se hable de *Private Equity* en este trabajo, ya que dependiendo el país o región geográfica el término puede referirse a diferentes actividades.

En nuestro caso, cada vez que hablemos de capital privado, nos estaremos refiriendo a la actividad de adquirir la participación mayoritaria y el control en empresas maduras, donde los gestores implementando una serie de cambios pueden aportar un aumento en el valor total de la empresa. Por lo tanto dejaremos de lado a las operaciones que son llevadas a cabo por los denominados *Venture Capitals* (VCs), que suelen ser utilizados como sinónimos de *Private Equity* en lugares como Europa. Estos últimos, a diferencia de la primera descripción que guiará a este trabajo, adquieren participaciones minoritarias en las etapas tempranas de las *start-ups* con base tecnológica.

2.2. Factores determinantes en la actividad de los PE: Estudio de Greco, Elizalde y Reporte IESE

Dado que este trabajo es una continuación de escritos previos que analizan la incidencia de ciertos factores en la industria de *Private Equity* de manera cuantitativa. Definiremos las

mismas variables que establecen Greco (2012), Elizalde (2017) y un reporte de 2021 sobre la industria realizado por la Universidad de Navarra, para poder realizar el acoplamiento de un análisis cualitativa, agregando además, la incidencia del COVID-19. Entre los factores que se describirán podemos mencionar el nivel de actividad económica, el grado de desarrollo de los mercados de capitales, el nivel impositivo de los países, la protección al inversor y la seguridad jurídica, la rigidez del mercado laboral y la cantidad de tratos por país.

2.2.1. Actividad económica

En lo que se refiere a la actividad económica, como establecen Groh, Liechtenstein, Lieser y Biesinger (2021), Greco (2012) y Elizalde(2017), es una de la variables que tienen efecto sobre la cantidad de dinero invertida por un fondo de *Private Equity*. Esto es, ya que dependiendo del estado económico de un país, los gestores tendrán más o menos incentivos para invertir en un país u otro. Es de esperarse que países que posean mayores niveles de actividad económica sean los que capturen la mayor cantidad de fondos, ya que como establecen Gompers and Lerner (1998), ese dinero será el que acompañe el crecimiento y el que permita que ese proceso continúe.

Además, debemos destacar que un alto nivel de actividad económica implica la existencia de un mayor número de empresas en la economía. Por lo que los fondos, dependiendo de la industria, tendrán mayores opciones si quieren vender su empresa a otra de un sector particular. Como menciona Gomez-Acebo López (2015), la salida mediante la venta a empresas especializadas de una actividad particular, es una de las principales que los PE disponen para efectivizar la rentabilidad de sus inversiones.

2.2.2. Tamaño del mercado de capitales

El tamaño que poseen los mercados de capitales de un país guardan relación con las opciones que tienen los fondos para realizar la salida de una inversión. Gomez-Acebo López (2015) destaca que junto a la venta a otro *Private Equity* y la venta a una empresa especializada del sector, la salida a bolsa representa la tercera opción a considerar por los fondos. Además, entre las ventajas que poseen optar por este tipo de salida, se encuentra la posibilidad de obtener ingresos a partir de la venta parcial de acciones, manteniendo aún el control sobre la compañía, como señala Gomez-Acebo López (2015) esto solo podría realizarse mediante este método de salida. Por esta última razón, la existencia de un mercado de capitales desarrollado y de un tamaño considerable podría ser de interés para los gestores del fondo.

Entre otros autores que destacan la importancia de un mercado de capitales amplios y líquidos, podemos encontrar a Gompers y Lerner (2000), Black y Gilson (1998), Michelacci y Suarez (2004). También Jeng y Wells (2000) determinan que la actividad en los mercados accionarios es la principal fuerza que conduce la inversión de los *Private equity*, a su vez que también lo hace Kaplan y Schoar (2005).

Finalmente Greco (2012) indica que varios de los autores que analizan este aspecto, encuentran que hay una relación positiva entre los fondos de capitales privados y el volumen de actividad de los mercados accionarios.

2.2.3. Nivel impositivo

El nivel impositivo será un elemento a tener en cuenta por los gestores de los fondos, ya que una mayor alícuota de impuesto a la ganancia implica una mayor planificación fiscal para que esto no afecte de manera negativa la rentabilidad de la empresa en la que se encuentra invertida. Por esa razón, sería de esperarse que los países con menor carga impositiva posean una ventaja con respecto a los que tengan una mayor. Entre los autores que abordan el tema podemos encontrar a Gompers y Lerner (1998), que concluyen en la idea que los impuestos afectan a la actividad, mientras que autores como Bruce (2000 y 2002), y Cullen y Gordon (2002) señalan que lo que puede verse afectado por el nivel de impuesto es la entrada y la salida de las inversiones.

Algo que destacan Groh, Liechtenstein, Lieser y Biesinger (2021) es la dificultad para poder relacionar cómo afecta el nivel de impuestos al nivel de actividad de los fondos. Ya que señalan, que ciertos países, a pesar de tener una carga impositiva alta, no ven afectados sus niveles de inversión. Mientras que otros que poseen menor presión tributaria, no perciben tantos fondos por parte de los *Private Equity*. Una posible explicación de este fenómeno sería que hay países que tienen un sistema donde no hay un planeamiento tributario con el fin de estimular la inversión, sino que omitiendo esto último, el ente estatal tiene un objetivo meramente recaudatorio.

2.2.4. Nivel de protección al inversor, seguridad jurídica y sistema legal

Como señalan Greco (2012) y Groh, Liechtenstein, Lieser y Biesinger (2021), la existencia de un sistema legal sólido, que asegure la protección del inversor, es una fuente de atracción para los fondos de *Private Equity*. Podemos entender a esta protección como las reglas o

instrumentos que protegen las inversiones de una persona o institución en un determinado país.

Como indica La Porta et al. (1997 y 1998) esto guarda mayor relación con la existencia de un mercado de capitales de gran tamaño y con la capacidad de las firmas de percibir financiación extranjera. Como hemos analizado anteriormente, la salida mediante IPOs es una de las posibles opciones a considerar por este tipo de fondos, y mientras más chicos sean los mercados públicos, la posibilidad de optar por este método se reduce, por lo que sería negativo para la operatoria del grupo gestor. Además, La Porta et al (2002) indica que las empresas ubicadas en países con mayor protección jurídica hay un menor coste del capital.

Otro de los autores que resalta la incidencia de las leyes sobre los mercados accionarios es Cumming et al. (2006), el indica que el nivel de calidad que posean el sistema de leyes guarda mayor relación con la facilidad que tendrá el fondo de realizar un IPO. Además, Cumming et al. (2008), agrega que la transparencia en los estándares contables y las diferencias legales entre países tienen un impacto en los fondos invertidos por los capitales privados.

En cuanto a los instrumentos de financiación que son seleccionados por los *Private Equity*, Lerner y Schoar (2004) indican que esta selección se ve influenciada por las circunstancias económica y legales de un país.

2.2.5. Rigidez del mercado laboral

En lo que respecta al entorno sociocultural de un país, podemos destacar el nivel de rigidez del mercado laboral como un factor a tener en cuenta por los fondos. La importancia de esto radica en que los *Private Equity*, en busca de oportunidades de inversión, suelen considerar a empresas que necesiten reestructuración de personal. Por lo que un mercado laboral caracterizado por la presencia de fuertes sindicatos o leyes laborales rígidas, pueden ser una cuestión que aleje al grupo gestor de realizar una inversión en una determinada empresa o determinado sector.

Black y Gilson (1998) señalan que a pesar de que la rigidez del mercado laboral tiene una influencia negativa sobre las inversiones de los fondos de capital privado, es menos influyente que el efecto que tiene la presencia de mercado de capitales pocos desarrollados.

Otra de las cuestiones que podría acarrear la presencia de un mercado laboral con poca movilidad es una reducción en el crecimiento de las empresas, entre los autores que señalan esta problemática podemos encontrar a Lazear (1990) y Blanchard (1997). Si los fondos detectan que no pueden aplicar mecanismos que cambien la estructura de las empresas para aumentar su valor futuro, entonces no se verán incentivados a invertir en ella.

3. Estrategia metodológica

Para determinar cuáles son los factores que le determinan la selección de inversiones y su administración a los fondos de *Private Equity*, lo que haremos será tomar como base los resultados obtenidos por Greco (2012), Elizalde (2017), y los que forman parte del reporte de 2021 desarrollado por la Universidad de Navarra, para poder complementarlos con la opinión de profesionales que tengan experiencia en la industria. De esta manera podremos ver en detalle cómo estos datos se ven reflejados en las decisiones de los fondos.

3.1. Tipo de estudio

Este trabajo es de índole explicativo con características que podrían atribuirse a un escrito descriptivo.

Es explicativo ya que a partir de los estudios que realizan Greco (2012), Elizalde (2017) y el reporte que se encuentra elaborado por la Universidad de Navarra en 2021, que explica el nivel de atractivo que poseen los países para los capitales privados, se intenta comprender cómo los resultados numéricos obtenidos por ellos, mediante regresiones sobre bases de datos, se ven reflejadas sobre la actividad de fondos entrevistados. De esta manera, se podrá observar cuál es la incidencia real de los factores analizados por los trabajos en el caso de algunos fondos latinoamericanos, con la posibilidad de que los profesionales que sean participes de las entrevistas resalten, desestimen o agreguen variables según su experiencia en el industria.

El hecho de que podamos describir nuevas posibles variables, o relacionar las que ya se encuentran planteadas con el proceso de inversión y administración de fondos de *Private Equity* hace que este trabajo tenga aspectos que podrían remitirse a un estudio descriptivo. Además, teniendo información tanto cualitativa como cuantitativa nos daría la capacidad de describir con certeza los aspectos que son tomados en cuentas para desarrollar las operaciones de los fondos de capital privado.

3.2. Recolección de datos

La recolección de datos va a estar basada en entrevistas que se le van a hacer a personas que hayan o se encuentren trabajando en la industria. Entre ellos podemos encontrar a un socio del fondo *Victoria Capital Partners*, un ex analista del fondo *Linzor Capital*, y un socio del fondo *Riverwood Capital*. Es último siendo uno de los autores que inspiraron este trabajo, el de Greco y Elizalde, escrito por Francisco Alvarez-Demalde.

Victoria capital Partners es una firma constituida en el año 2007, que a la actualidad ha conseguido captar capitales por US\$ 1,7 mil millones por parte de inversores norteamericanos, europeos y asiáticos. Sus inversiones se canalizan en la Argentina, Colombia, Chile y Perú de forma directa, y tienen presencia en Brasil mediante una administradora llamada São Pedro Capital. Además, sus operaciones abarcan industrias como la agrícola, la de salud, alimenticia, educación, entre otros.

Linzor Capital es un fondo creado en 2006, que mediante 25 *deals* lograron realizar inversiones por US\$ 1,2 mil millones en Latinoamérica. El fondo tiene principalmente presencia en México, Chile, Colombia y Perú. Teniendo como mercados secundarios Argentina, Uruguay y Ecuador. Aproximadamente el 70% de sus LPs son de origen europeo y estadounidense. El foco de sus inversiones se encuentra en compañías valuadas entre 75 y 400 millones de dólares, las mismas pertenecen a sectores de salud, educación, servicios financieros, retail, entre otros.

Riverwood Capital es un fondo norteamericano creado en 2008, que actualmente administra activos por 5,6 mil millones de dólares. Es un fondo que se dedica a la inversión en compañías tecnológicas de alto crecimiento. Entre sus inversiones podemos encontrar Globant, Digital House, GoPro, etc. A pesar de que posee una considerable presencia en Latinoamérica, sus operaciones son globales.

Para poder lograr el cometido de analizar las variables planteadas en el marco teórico, se procedió al armado de una encuesta que se le realizara a los profesionales con el fin de entender y verificar dichos factores llevados a la realidad, o en caso contrario desestimarse, y dar lugar a nuevas variables o realizando un ajuste de las ya existentes.

3.2.1. Cuestionario tentativo

A continuación se presentan las preguntas utilizadas.

Al momento de considerar una inversión:

- ¿Qué tanto influye el nivel de actividad económica del país, es decir su tamaño y la situación que atraviesa en un momento determinado?

A partir de la pregunta anterior, con respecto a la actividad económica en 2020:

- ¿Qué efecto tuvo la aparición de la pandemia con respecto a las decisiones del fondo a la hora de hacer nuevas inversiones? ¿Cómo afectó el portfolio ya existente?
- ¿Cuáles fueron las medidas implementadas por los Estados que contribuyeron al resguardo de las inversiones? ¿Cuáles no?

Continuando el análisis de la actividad económica, durante el año 2021:

- ¿Fue el progresivo levantamiento de restricciones una mejora en la actividad del fondo y sus inversiones? ¿Qué implicó el cese de ayudas gubernamentales?

Con respecto al tamaño de Mercado de Capitales:

- En la planificación del proceso de inversión. ¿Cuál es el nivel de consideración que tiene la salida mediante IPO? Entre el IPO, la venta a una empresa especializada y la venta a otro fondo, ¿Cuál es la opción más común?
- ¿Cuáles son algunas de las limitantes que podrían tener los Mercados de Capitales Latinoamericanos? ¿Cuáles serían algunos de los beneficios?

En cuanto al nivel impositivo:

- ¿Cuánto influye la carga fiscal en la selección y administración de las inversiones del fondo? ¿Qué importancia se le da a la planificación fiscal en la administración de las empresas del portfolio?
- Podrían países con mayor carga tributaria ser más atractivos para la inversión que otros, si es que esos tributos son utilizados para la mejora de infraestructuras o servicios?

En lo que se refiere a la seguridad jurídica del país:

- ¿Qué importancia tiene que un país tenga leyes que respalden al inversor y que las mismas sean firmes y consistentes con el paso del tiempo?

Con respecto a la rigidez del mercado laboral:

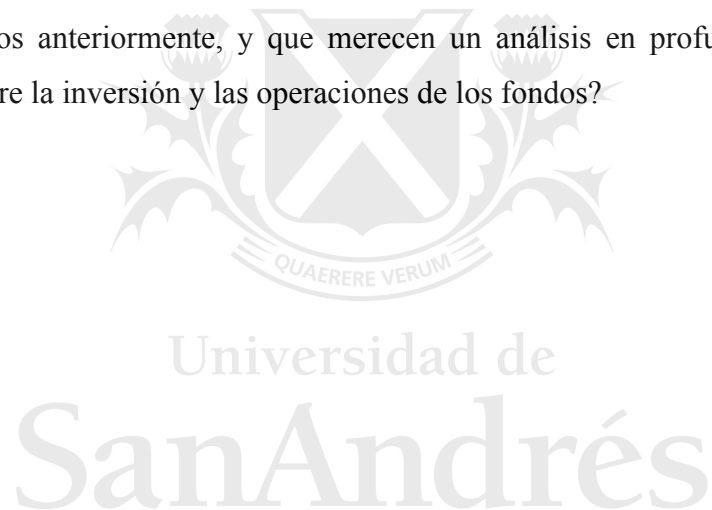
- ¿De qué manera influye sobre la inversión y administración de las empresas, la presencia de leyes laborales rígidas? ¿Y la presencia de sindicatos fuertes?

Durante el año 2020, los gobiernos desplegaron medidas con el fin de parar la recesión económica y resguardar los empleos.

- Las medidas adoptadas contribuyeron a un aumento en la rigidez del mercado laboral? ¿Cómo afectó esto a la administración de las empresas pertenecientes al portfolio? ¿Hubo una medida en particular que fuera más significativa?

Habiendo conversado acerca de distintas variables:

- ¿Crees que hay factores más relevantes o que no logran ser capturados por los mencionados anteriormente, y que merecen un análisis en profundidad al tener un efectos sobre la inversión y las operaciones de los fondos?





Universidad de
San Andrés

1. Perfil de lo profesionales entrevistados

Alejandro Sorgentini: Socio fundador de *Victoria Capital*, es Ingeniero Industrial de la Universidad Católica de Argentina, y posee un M.B.A de la escuela de negocios de Harvard. Sorgentini se unió a DLJMB en el año 2000 como Asociado en Buenos Aires, Argentina, donde se dedicó a las actividades de capital privado de la compañía en América del Sur. Antes de unirse a DLJMB, ocupó varias posiciones en Motorola Inc. en Argentina, donde se enfocó en el manejo de operaciones de celulares de la empresa en Argentina, Chile, Paraguay, Uruguay y Bolivia. Es parte del directorio de Satus Ager S.A., Energy Fitness S.P.A. y la Asociación Argentina de Private Equity y Venture Capital. Anteriormente fue director de Grupo Santillana Educación Global S.L, Peñaflores S.A., Trapiche S.A., Vitopel S.A., International Health Services Argentina S.A., Prensoplast S.A., PAB S.A. y PABSA S.A. y Cameo Chile S.A.

Mariano de los Heros: Analista en *Linzor Capital* en el periodo 2016-2019, es Licenciado en Economía por la Universidad de San Andrés, y posee un M.B.A en la escuela de negocios de Londres. Mariano ha trabajado en AR Partners S.A, KBR Group, LOQBOX, AB-InBev, Wonder Brands, Tymit y actualmente se desempeña como *Head* de finanzas estratégicas en Stuart. Durante su trayectoria en *Linzor*, Mariano estuvo enfocado en realizar análisis en los países que conforman el Cono Sur.

Francisco Alvarez-Demalde: Socio fundador de *Riverwood Capital*, es Licenciado en Economía por la Universidad de San Andrés. Previamente a fundar su actual fondo, Francisco tuvo su paso por Goldman Sachs y KKR. Francisco es Director de Globant (NYSE: GLOB), Greenhouse, Shiphero y VTEX (NYSE: VTEX), y ha liderado inversiones en, o ha sido Asesor de la Junta y/o Director anterior de varias otras empresas, incluyendo 99, Alog Data Centers do Brasil, Billtrust (Nasdaq: BTRS), CloudBlue, Dock, GoIntegro, Industrious, Insider, LAVCA, Mandic, MotionPoint, Navent, Nium, Pideon, RD Station, Sensedia, SecurityScorecard, Suma, Technisys, entre otras. Su trabajo de graduación "*Private equity en Latinoamérica: análisis, comparación regional y propuesta de desarrollo a partir de los fondos de pensión*" ha servido como inspiración para los escritos de Greco, Elizalde y la presente Tesis.

2. Análisis

En los siguientes apartados se realizará la exposición y análisis de la Entrevista 1 (Ver Anexo) a Alejandro Sorgentini, la Entrevista 2 (Ver Anexo) realizada a Mariano de los Heros

y Entrevista 3 (Ver Anexo) hecha a Francisco Alvarez-Demalde. Además, se observará si las opiniones de los profesionales del sector coinciden con los resultados obtenidos por Greco (2012), Elizalde (2017) y el reporte de 2021 realizado por IESE de la Universidad de Navarra en sus respectivos estudios.

Debemos considerar que los tres últimos trabajos mencionados, al ser realizados con métodos econométricos, se tuvieron que usar diferentes bases de datos que representen de manera aproximada los factores que analizaremos. En cuanto a las entrevistas se pudo trabajar de manera directa con los factores, ya que no se necesitaba ninguna variable *proxy*.

También, se debe mencionar que los trabajos citados en los párrafos anteriores poseen resultados, a partir de las regresiones, para cada país de la región. En cuanto a las entrevistas, a pesar de que los fondos entrevistados son multi países, estas fueron hechas con una visión de Latinoamérica a nivel general. Por lo que para hacer un correcto análisis, se prestará atención al signo de las regresiones, y eso será usado como pivote para lograr la conexión con el testimonio de los entrevistados.

2.1 Análisis: Actividad Económica

En lo que se refiere al apartado de Actividad Económica, se debe recordar que es la variable que fue definida como el tamaño que posee la economía, siendo el principal indicador el Producto Bruto Interno (PBI), y como la misma responde ante los ciclos económicos.

En cuanto a los análisis relacionados al impacto del COVID-19, estos estarán en la sección de los fondos Victoria Capital Partners y Riverwood Capital. La razón por la que no aparece en el de Linzor, es que la persona entrevistada dejó la firma antes del año 2020.

2.1.1 Victoria Capital Partners

Alejandro Sorgentini, socio de Victoria, calificó durante la entrevista que este factor es uno de los que mayor influencia tiene en las decisiones de inversión del fondo. Al ser un fondo regional con expertise en Latinoamérica, se focalizan en Colombia, Perú, Chile, Argentina y Brasil por ser los que presentan economías de mayor tamaño, en la Tabla 1 (Ver Anexo) podemos ver como estos países poseen los PBIs de mayor número.

El afirma que si el país es pequeño, la poca cantidad de *deals* que habría en él, no justificaría la presencia del fondo en términos de dinero y tiempo. De hecho, esto afectaría de manera negativa a lo que sería la salida de la inversión, ya que sería difícil encontrar un comprador que esté interesado en adquirir la compañía negociada. Esta razón hace que no tengan en

cuenta países como Uruguay, Bolivia, Ecuador y Paraguay. También, dejan de lado México, que aunque tiene un tamaño comparable a los mencionados en el primer párrafo, es un país que se encuentra muy acoplado a la dinámica de Estados Unidos, y por ende, los LPs ,que buscan realizar inversiones en Latinoamérica, buscan tomar distancia de las operatorias que tienen los fondos de *Private Equity* en Norteamérica.

Con respecto a la Argentina se hace una aclaración, ya que a pesar de ser una de las economías de mayor tamaño, ha ido perdiendo la relevancia frente a sus vecinos debido al deterioro de diferentes indicadores como pueden ser el tipo de cambio, el nivel inflacionario, y una pérdida en el nivel de seguridad jurídica a comparación de los países no elegidos para invertir. Aun así, al ser un fondo de origen argentino deciden mantener presencia en el mismo.

En lo que se refiere a los ciclos económicos, Sorgentini afirma que primero se elige el país por su tamaño, ya que no es un factor que tenga cambios abruptos en el periodo de inversión de un *Private Equity*. Y en segundo lugar, se decide a cual se le asignará una mayor atención dependiendo la volatilidad de cada uno. Así se concentraran mayor cantidad de inversiones en los países que sean menos volátiles.

2.1.1.1 Impacto del COVID sobre la actividad económica

En cuanto al impacto del COVID-19 en materia económica. Sorgentini afirma que en un principio, en Latinoamérica y en todo el mundo, los *Private Equities* destinaron el dinero que tenían en disposición, no para invertir, sino para mantener el *portfolio* existente, debido al contexto de incertidumbre que se había generado, y al hecho de no poder determinar cuánto duraría la situación. Además, hace la distinción entre las diferentes restricciones aplicadas por los países, y por el tipo de negocio.

El, como ejemplo, pone una cadena de gimnasios que tienen en Chile, y una empresa dedicada al agro en la Argentina. En el primer caso, al ser un negocio de cara al consumidor, debieron cerrar por un periodo de dieciséis meses, y toda las acciones estuvieron destinadas a proteger la caja, se pagaron las obligaciones que representaban una erogación de efectivo y se paralizaron todas las inversiones en activos fijos, osea el Capex. En este punto podemos observar un paralelismo con los *Venture Capital* que invierten en *start-ups*, donde estas últimas no suelen generar ganancias y necesitan de inyecciones constantes de efectivo para subsistir, a cambio de retornos exponenciales en el futuro. Por lo que, sobre este tópico,

Sorgentini afirma que el negocio no entra en bancarrota por no dar ganancias sino porque no puede afrontar sus obligaciones de corto plazo.

En el segundo, la aparición de la pandemia tuvo menor relevancia, ya que el agro, al ser un negocio B2B, no se vio en la necesidad de cesar la actividad.

En cuanto a las medidas tomadas por los Estados latinoamericanos, Sorgentini destacó la forma en la que fueron desplegadas las ayudas por parte del gobierno chileno. Afirmó que mediante compañías de seguros se le pagaba el sueldo mínimo a los trabajadores, y que a través de créditos, garantizados por el estado, los bancos realizaban los préstamos de asistencia.

2.1.1.2 Actividad Económica Post-COVID 2021

Durante el año 2021 con mayor certeza con respecto a los cuidados que se debían tener, y a los testeos de vacunas contra el virus. Los gobiernos comenzaron a levantar las restricciones a la circulación que se habían impuesto, y en materia económica se comenzaban a generar dudas sobre un posible escenario inflacionario, debido a recalentamientos en las economías, esto último a causa de la expansión del crédito y al bajo coste del mismo, siendo cercano a cero.

En ese sentido, el socio de Victoria comentó sobre el levantamiento de fondos para invertir y sobre las valuaciones de las compañías durante ese año. En cuanto a lo primero, señaló que la subida de las tasas de interés afectaría de manera negativa la captación de dinero de los LPs, ya que el capital se volvería más caro.

En el segundo aspecto, comenta que la suba de la tasa de interés afecta negativamente a los fondos que tengan un *portfolio* constituido, ya que las valuaciones caen. Pero para aquellos fondos que tengan dinero sin utilizar, la bajada en el valor de las compañías constituyó una oportunidad de inversión, haciendo que puedan adquirirlas con un descuento en su precio de adquisición.

2.1.2 Linzor Capital

En cuanto a la opinión de Mariano de los Heros, ex analista de Linzor Capital, afirma que hay dos dimensiones en cuanto a la actividad económica.

La primera, y en relación a lo que había sido señalado por Sorgentini, el tamaño del país. De los Heros comenta que si un país tiene un tamaño chico, es poco probable que capte la atención de los gestores del fondo. Como ejemplo pone a la Argentina y Uruguay, el comenta

que la Argentina era la elegida por términos de tamaño, pero al no presentar un contexto económico óptimo, el fondo decidió centrar su atención en el país vecino. Durante el año 2015, con el cambio de gobierno, se optó por volcar todos los recursos hacia la oficina de Argentina, debido al posible cambio de rumbo favorable para los negocios.

Además, agrega que en términos de tamaño la primera elección sería Brasil, seguido por México, y luego por Colombia y Argentina. Y que históricamente, entre los dos últimos mencionados, la ventaja la tenía el segundo, pero el deterioro económico hizo que perdiera su relevancia. Al punto que Linzor, durante 2019, decidió abandonar el país.

En cuanto a los ciclos económicos de cada país, De los Heros hace más énfasis en la industria donde se desempeña la empresa analizada. El afirma que hay sectores donde la volatilidad de cada país afecta en menor medida. Como ejemplo de eso menciona al sector de la salud, y el de agro en la Argentina. Concluye por lo tanto, que el tipo de industria en el que se encuentre la empresa puede determinar si un *deal* se lleva a cabo.

2.1.3 Riverwood Capital

Francisco Álvarez-Demalde, en lo que se refiere a la actividad económica, señala dos aspectos a tomar en cuenta. El primero, que también es mencionado por De Los Heros, es el sector en el que se encuentra la compañía analizada. Y el segundo, es el mercado de la moneda local con respecto al dólar.

En cuanto a lo primero, el socio de Riverwood destaca que hay industrias que son más sensibles a los ciclos económicos que otras. En el caso de ellos, al ser un fondo que invierte en compañías tecnológicas de crecimiento, este no es un factor que les afecte en gran medida, ya que la implementación de nuevas tecnologías presenta un elevado grado de inmunidad ante los vaivenes de la economía. Caso contrario, menciona como ejemplo a las empresas de *retail* que pertenecen al sector consumo, los rendimientos de estas tienen una mayor dependencia a las etapas del ciclo económico. De esta manera, Álvarez-Demalde hace notar que además del tamaño de la compañía y de la penetración que tiene en el mercado, hay que tener en cuenta cuando comprar y vender dependiendo del sector. Por lo que para industrias que posean una alta correlación con el nivel de actividad económica, el escenario ideal sería comprar en tiempos de recesión, ya que las valuaciones serían más bajas, y vender en momentos de auge. Esto sería relevante para Latinoamérica, debido a la sensibilidad que posee ante ciertos eventos, como por ejemplo elecciones presidenciales.

En lo que sí pone un mayor énfasis es en el mercado cambiario, afirma que el sector de *Private Equity* y de inversiones en general toman como moneda de referencia al dólar americano. Y continuando con el ejemplo de las compañías de consumo masivo, menciona que se puede tener un crecimiento debido a la implementación de una nueva tecnología, pero aún así se está expuesto al riesgo cambiario. Finalmente afirma que las mejores inversiones son las que están cubiertas ante estos dos problemas, pero estas son más intensivas en términos de cantidad de capital que requieren.

2.1.3.1 Impacto del COVID sobre la actividad económica

En cuanto al impacto del COVID, Alvarez-Demalde hace una distinción entre cómo afectó al fondo, del cual es socio, y a los demás que se encuentran enfocados en invertir en industrias más tradicionales. Con respecto al primero, al ser un *Private Equity* con foco en el sector tecnológico, las restricciones y la baja en la actividad económica no influyeron en gran medida en sus operaciones. De hecho, se vieron beneficiadas debido a la aceleración en el uso de plataformas que buscaban virtualizar actividades que anteriormente se realizaban de forma presencial, como lo es el *e-commerce*. Además, destaca que debido a las tasas de interés cercanas a cero, se produjo una dinámica donde hubo una fuerte locación de capital en la industria tecnológica. Como consecuencia, hubo un aumento en el valor de las compañías del sector, proceso que se daría hasta el 2021, año en el cual los bancos centrales comenzaron a subir las tasas nuevamente para evitar un recalentamiento en las economías.

Contrariamente, los fondos que poseían empresas de cara al público fueron afectados negativamente por la baja en la actividad económica durante este periodo. Y su resurgimiento comenzó a darse a partir del levantamiento de las restricciones, aparición de vacunas y conocimientos sobre los cuidados que debían tenerse.

2.1.3.2 Actividad Económica Post-COVID 2021

Como hemos mencionado anteriormente, la bajada de tasas durante el 2020 provocó un aluvión de capital en el sector tecnológico. Este proceso comenzó a desvanecerse a partir del año 2021 con la progresiva subida en el costo del dinero.

Francisco menciona que, en el caso de la industria *tech*, esto tuvo un efecto negativo en las valuaciones, y como consecuencia, las empresas tuvieron que comenzar a hacer recortes en sus operaciones y en la planta laboral, ya que el financiamiento se había vuelto más caro, y muchas de ellas, al encontrarse en etapas de crecimiento, no generaban todavía ganancia para

ser reinvertida, por lo tanto dependían de las inyecciones de capitales para mantener sus operaciones.

Por otro lado, en las economías tradicionales no se dio esta dinámica de valuación exuberante debido a las tasas, por lo que los fondos dedicados a la inversión en estos sectores no se vieron envueltos. Aunque sí hubo un baja en la valuaciones, fueron menores que en tecnología, y como mencionó Sorgentini, en apartados anteriores, esto dio paso a que surjan oportunidades para los fondos que disponían liquidez de ronda anteriores a la pandemia con LPs.

Como podemos observar la subida en la tasa de interés tuvo un impacto considerable, siendo que algunos sectores estuvieron más expuestos que otros.

En el caso particular de Riverwood Capital, al ser fondo que invierte en compañías tecnológicas con modelos sustentables, logra reunir la estabilidad de los *Private Equity* que invierten en sectores típicos, y además, logra captar mayores ganancias al tener presencia en sectores con mayores tasas de crecimiento e ideas innovadoras.

2.1.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE

A partir de las observaciones expuestas, podemos determinar que la importancia de actividad económica sobre la inversiones se manifiesta en varios aspectos.

Alejandro Sorgentini señaló la importancia de esta variable, y lo dividió entre el tamaño del país y el ciclo económico. Con respecto al primero en relación al flujo de los *deals*, y sobre el segundo como algo que observan luego de filtrar por el tamaño de la economía.

Por su parte, Mariano de los Heros coincidió con Sorgentini en cuanto a las dimensiones que tiene la economía de una nación. Sobre los ciclos, al igual que Alvarez-Demalde, menciona que depende del sector. Y este último destaca como aspecto importante de la economía el mercado de FX.

En cuanto a los análisis econométricos que realiza Greco (2012) que es medida a partir de la variable crecimiento del PBI. La autora no encuentra ninguna relación significativa con alguno de los países analizados en este trabajo, a excepción de la Argentina, donde esta resulta negativa al nivel de significancia del 1% como muestra la Tabla 2 (Ver Anexo).

Por otra parte, Elizalde (2017) usando como *proxy* la misma variable logra encontrar una relación positiva entre el crecimiento del PBI y la inversión en Colombia como vemos en la Tabla 3 (Ver Anexo).

Tomando otro enfoque, el estudio de la Universidad de Navarra otorga una puntuación en base a cuán atractivo tiene cada factor por región del mundo. Para el caso de Latinoamérica, en relación a la actividad económica, presenta un puntaje de 69.0, número que no es el más bajo, ya que supera a África (62.4) y Europa del Este (68.6), pero que no llega a igualar a las regiones de Norteamérica (95.0), Australasia (83.2), Europa del Oeste (79.3), Asia (81.8) y Medio Oriente (71.9).

A partir de estas postulaciones, podemos observar que Sorgentini y De los Heros coinciden con Gompers and Lerner (1998) en que los países con mayores niveles actividad económica son los que perciben mayor cantidad de fondos provenientes de la inversión, ya que según este último ese dinero tendría como función acompañar el crecimiento. En cuanto a los resultados econométricos, al ser relativamente menos directos que una entrevista, solo logran reflejar este resultado a partir del modelo planteado por Elizalde (2017).

2.2 Analisis: Tamaño del mercado de capitales

En la variable “Tamaño del mercado de capitales” estaremos observando la importancia y el grado de desarrollo que tienen los mercados financieros. Se debe recordar que las salidas a bolsa mediante IPOs son una de las tres formas que tienen los fondos de *Private Equity* para desprenderse de una inversión junto a la venta a otro fondo o a una empresa especializada del sector.

2.2.1 Victoria Capital Partners

Sorgentini afirma que antes de realizar una inversión, se analizan las proyecciones, el posible crecimiento, y como la empresa será vendida, entre ellas se encuentra la opción de salida a bolsa. Menciona que en ocasiones se sabe que no será posible hacerlo, ya que uno de los requerimientos que se debe cumplir es tener un tamaño mínimo, y muchas de las firmas analizadas no lo tienen.

Además, agrega, que se debe analizar el caso país por país ya que los requerimientos para un IPO van variando. Plantea que en el caso de Brasil, Chile y, posiblemente Colombia, sería factible pensar una salida a bolsa. Por el contrario, menciona que en Perú el mercado de capitales es chico, y de manera similar, ocurre con la Argentina, donde afirma que no existe

como herramienta de liquidez, y en caso de que una compañía quiera hacerlo decide optar por E.E.U.U. o por lanzar ADRs en el país.

Otra de las razones por la que esta opción no es comúnmente seleccionada, es que los mercados Latinoamericanos, a comparación de su contraparte americana, son más volátiles. Según describe, tienen momentos en donde su apertura es mayor a recibir IPOs, y otras en las que no suelen ser tan receptivos.

El socio de Victoria también hace observaciones sobre los otros dos métodos de salidas, que son la venta a una compañía especializada y la venta a otro fondo. Con respecto a la primera, menciona que suelen estar dispuestas a pagar un precio mayor, ya que tienen horizontes de inversión más largos, y no suelen medir el desembolso con la tasa de retorno, sino que lo hacen buscando cumplir con decisiones estratégicas para el negocio como la entrada a un nuevo mercado o aumentando su porcentaje de participación. En cambio en la venta a un fondo, al tener dos partes que buscan un rédito financiero, la parte compradora intentará bajar el precio, y la vendedora buscará maximizarlo. Esto último puede ser elegido ante una falta de liquidez o por decisión de abandonar un país.

2.2.2 Linzor Capital

De los Heros, al igual que Sorgentini, recalca que la planificación de la salida es una instancia de gran importancia que se realiza antes de adquirir una compañía. Agrega, que en el caso de Linzor capital, la salida mediante el IPO nunca fue considerada, a excepción de algún caso en México.

Recalca que el método más usual era buscar un comprador especializado, como ejemplo menciona una compañía de anteojos de sol que poseía el fondo, y que el comprador *target* era el conglomerado italiano Luxottica, que posee el mayor *market share* en el sector. También realiza una observación sobre las clínicas hospitalarias, como activos estratégicos, que pueden ser adquiridos por empresas que se encuentren en el área de la salud. Entre otros menciona a Farmashop, que es el equivalente al Farmacity pero uruguayo, y Pagnifique, una panificadora del mismo origen. En cuanto a esta última menciona que el objetivo principal era venderla a Bimbo.

Finalmente comenta que el mercado de capitales al tener poca incidencia sobre la salidas de la inversión, esto afecta de manera negativa a la valuación de la empresas, ya que se poseen menos opciones para deshacerse de ella. Incluso, menciona que puede ser un *deal breaker* a la hora de elegir las empresas.

2.2.3 Riverwood Capital

Francisco Álvarez-Demalde, al igual que Sorgentini y de los Heros, opina que la salida más común en Latinoamérica es la venta estratégica. No por ello deja de recalcar la importancia que tiene el mercado de capitales para la industria del *Private Equity*, él define el concepto “avenidas de capitales” como los circuitos donde uno acude para captar u otorgar capital, uno de ellos es la bolsa de valores.

En lo que se refiere al mercado de capitales opina que mientras más chico sea, menor sería posible considerarlo como una opción. Además, su rendimiento determinará expectativas futuras sobre la inversión. Si existe un mercado desarrollado, y hay una cantidad considerable de inversiones ahora, se puede prever que se mantenga o aumente en el futuro, dándose un proceso de retroalimentación. De igual manera, se podría plantear un escenario contrario, donde la inversión se contraiga, y por lo tanto, lo haga en el futuro.

En cuanto a las bolsas latinoamericanas menciona a la brasileña como la única con el tamaño suficientemente justificable para hacer una IPO, aunque denota falta de liquidez. Agrega sin demasiada expectativa a la mexicana y chilena, y sobre el resto de las bolsas de la región no se realiza mención alguna. Álvarez-Demalde afirma que las limitantes se encuentran en las instituciones, la seguridad jurídica, el cambio de reglas, y la volatilidad que hace que los inversores no puedan realizar una correcta planificación. Entonces como solución a estos problemas propone dos iniciativas que ayudarían en el desarrollo de los mercados de capitales. La primera, sería la mantención de normativas en el tiempo, esto aumentaría la previsibilidad a la hora de invertir. Y la segunda, sería la constitución de vehículos de inversión que incentiven el ahorro por parte de las empresas y personas físicas, de este modo lo que sea guardado podría ser canalizado en inversiones futuras.

En el caso de las operaciones de Riverwood, Francisco afirma que siempre busca que las compañías en las que invierten tengan la mayor visibilidad posible, con eso consigue aumentar la cantidad de avenidas de capital que habíamos mencionado anteriormente.

2.2.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE

A partir de las observaciones expuestas sobre el desarrollo de los mercado de capitales, podemos ver que:

Alejandro Sorgentini indica que, dependiendo del país, es factible pensar en una salida a bolsa. Casos como Chile o Colombia tienen un suficiente desarrollo en este sentido para considerarla. En cambio, sobre Perú y Argentina concluye que no tienen la suficiente liquidez y tamaño para hacer una salida de este tipo, y que sería preferible usar un vehículo de inversión en EE.UU.

Por su parte, Mariano de los Heros no consideró las salidas a bolsas como relevantes para Linzor, señalando que las salidas más importantes eran mediante venta a compañías especializadas.

Y aunque Álvarez-Demalde destaca la importancia que tiene el mercado accionario en EE.UU., este reconoce que en Latinoamérica la salida más común es la venta a otra empresa. Parte de la falta de desarrollo la relaciona con la ausencia de reglas claras e instituciones estables.

En cuanto a los análisis econométricos que realiza Greco (2012), sobre el mercado accionario, y que es medida mediante la variable Capitalización de Mercado. La autora no encuentra ninguna relación significativa con alguno de los países analizados en este trabajo.

Por otra parte, Elizalde (2017) usando como *proxy* el diferencial entre tasas de interés para representar este factor, encuentra una relación negativa para el caso de Argentina como se ve en la Tabla 4 (Ver Anexo).

Finalmente el reporte del IESE de 2021 le da un puntaje considerablemente bajo de 40.2 para la región, ubicándose anteúltimo y solo superando a África (28.5). Mientras tanto es superada por Norteamérica (95.8), Australasia (80.7), Europa del Este (71.1), Asia (66.0), Medio Oriente (54.5) y Europa del Este (45.5).

En este caso podemos observar que los entrevistados, contrario de lo que afirman varios autores, califican a la salida mediante IPO como la menos importante, siendo que las mejores son salida por venta estratégica. Esta falta de desarrollo la podemos ver reflejada en la baja puntuación que le otorga la Universidad de Navarra, además de la relación negativa que encuentra Elizalde (2017) con Argentina. Recordemos que autores como Jeng y Wells (2000) y Kaplan y Scholar (2005) afirman que los mercados de acciones son las principales fuerzas que dirigen la inversión en *Private Equity*. Incluso Cumming et al. (2006) clasifica este tipo de salida como la más eficiente, algo que dado a partir de nuestros resultados no es algo aplicable para la región. Entre otros autores en los que destacaban como importante este

aspecto encontramos a Gompers y Lerner (2000), Black y Gilson (1998), Michelacci y Suarez (2004).

2.3 Análisis: Nivel impositivo

En la variables “Nivel impositivo” se analiza como la carga tributaria de los países tiene efecto sobre el nivel de inversión de los fondos de *Private Equity*. Se esperaría que a un nivel mayor de impuestos, menor sea el nivel de la inversión.

2.3.1 Victoria Capital Partners

Con respecto al nivel impositivo, el socio de Victoria afirma que es un factor de gran importancia, destacando los tributos destinados a gravar las ganancias de capital extranjero sobre los demás, y como los que más perjudican a la inversión por parte de los *Private Equity*. Debemos recordar que esta industria se encuentra dedicada a la locación de capital, y para los fondos que tienen presencia en diferentes países, es de gran importancia que los costos de transacción sean bajos para que puedan otorgar el dinero, en forma de retorno, a sus LPs.

Sorgentini comenta que uno puede tener buenos indicadores en una inversión, como el crecimiento en ventas, participación o EBITDA, pero si al momento de vender la firma, no se pueden movilizar libremente los fondos, eso perjudica el retorno de los inversores.

En cuanto a los países, menciona a la Argentina, y a Perú como los que poseen estructuras que no son óptimas para la inversión. Con respecto al primero comenta que en ciertas ocasiones no es posible sacar el dinero del país, y sobre el segundo destaca la alícuota del treinta y cinco por ciento sobre la ganancia de capital extranjero. Por el contrario, destaca el convenio de tributación que tiene Chile con España, donde el gobierno chileno cobra el dieciséis por ciento a las ganancias de capital.

Finalmente, con respecto a los impuestos internos que pueda a llegar a haber en un país, Sorgentini afirma que es un dato que se ingresa en el análisis de flujo de fondos de la empresa, y que si refleja ganancia significa que logró adecuarse al sistema impositivo específico de ese Estado.

2.3.2 Linzor Capital

En cuanto a la opinión del ex-Linzor Capital sobre el nivel impositivo, afirma que a pesar de que las tasas más bajas de impuestos son más beneficiosas, no son un factor decisivo a la hora de hacer una inversión, lo que él llama un *deal breaker*. La razón de esta respuesta es la

existencia de múltiples convenios entre países para evitar la doble tributación, como ejemplo pone Uruguay y España, que a su vez este último posee tratados con otros países de la comunidad europea. De este modo se puede construir una estructura tributaria que permita minimizar la carga impositiva para los inversores, además, de que hace mención que estos suelen estar asentados en países que poseen beneficios fiscales.

También hace mención de que en los planes de inversión se consideran los beneficios fiscales que se pueden llegar a obtener en los sectores que se analizan. Como ejemplo nombra a la empresa Pagnifique, panificadora de origen uruguayo, que recibía incentivos por parte del gobierno para poder estimular la inversión, y que a cambio se recuperaban parte de los impuestos pagados debido al desembolso que se realizaba en nuevas líneas de producción, además de los gastos deducibles que se podían aplicar.

De los Heros concluye que a pesar de que es algo que se considera en el proceso de inversión, los tópicos impositivos son más importantes para la economía real que para la inversión de los *Private Equity*.

2.3.3 Riverwood Capital

Francisco Alvarez-Demalde considera que el nivel impositivo es de elevada importancia, y realiza una relación con la actitud que toman los gobiernos de los países. Estableciendo que se debe revisar dos planos, el primero es sobre cuantos cambios se realiza y con qué frecuencia, y el segundo, la tasa de impuesto.

Afirma que la existencia de constantes cambios en las reglas genera volatilidad que perjudica a la inversión. En cambio, en escenarios más estables y donde las legislaciones suelen variar con menor frecuencia, gozan de tasas de ajustes más bajas para el capital. En este sentido el historial que tenga un país en cuanto a su variabilidad, influirá en la decisión de los fondos para realizar los desembolsos. Incluso, comenta que los inversores estarían dispuestos a invertir en un país con tasas de impuestos mayores a sus pares, si estos demuestran tener reputación de no realizar cambios a lo largo de los años.

En cuanto al segundo plano, Alvarez-Demalde comenta que el nivel impositivo posee menor relevancia que lo explicado en el párrafo anterior, pero que aun así, una tasa mayor implica una menor inversión, ya que tiene un impacto directo en las ganancias de los fondos. Según él, los más perjudiciales son los que gravan las ventas, como Ingresos brutos, y como mencionó anteriormente Sorgentini, los impuestos que afectan a la transferencia de capitales. El socio de Riverwood señala que las consecuencias que trae la existencia de estos tributos es

una disminución en la innovación y aparición de nuevas empresas, ya que estos, como en el caso de los impuestos que gravan las ventas, son recaudados independientemente de que los negocios generen ganancias o pérdidas. Por lo tanto benefician a las compañías ya establecidas.

Como ejemplo de país que cumple con estos dos apartados, Francisco pone el caso de Irlanda, un país con una economía relativamente pequeña a la de sus vecinos, que supo constituirse como el polo para las empresas tecnológicas en Europa, a partir de mantener bajos sus impuestos en el sector y de construir un marco legislativo consistente. En el caso de Latinoamérica, menciona a Chile como la nación que supo mantener sus reglas, pero que en el último tiempo se ha encontrado en un periodo de mayor incertidumbre. Por otro lado menciona a la Argentina y Brasil como ejemplo de países que tienen la clase de impuestos mencionados en el párrafo anterior y que perjudican a la inversión de los fondos.

2.3.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE

A partir de las observaciones expuestas sobre el nivel impositivo.

Alejandro Sorgentini señaló que este factor tiene una importancia alta, haciendo énfasis en los tributos que gravan la movilidad de capitales. Yendo por la misma corriente, Alvarez-Demalde amplía esta dimensión, agregando a la tasa impositiva, la frecuencia con la cual se hacen cambios en las reglas.

Por otro parte, Mariano de los Heros recalca que este no es un factor que puede impedir la adquisición de una compañía.

En cuanto a los análisis econométricos que realiza Greco (2012), sobre el nivel impositivo, ella utiliza como *proxy* el índice de libertad económica de Heritage Foundation que abarca diez categorías, entre ellas la libertad fiscal. Al ser una *proxy* que comprenda tantas variables no creemos que logre captar de manera correcta el efecto específico del nivel impositivo, por lo que pasaremos a analizar en base a los otros dos trabajos.

Por su parte, Elizalde (2017), al igual que Greco, utilizó como fuente a Heritage Foundation, pero esta vez de manera más específica usando una *proxy* llamada carga fiscal, que a mayor valor implica una mayor libertad económica en ese aspecto. A partir de sus regresiones, obtiene un efecto positivo para el caso de Argentina, Tabla 4 (Ver Anexo), y Colombia, Tabla 3 (Ver Anexo), y un valor negativo para el Perú como se observa en la Tabla 5 (Ver Anexo).

En cuanto al reporte realizado por la escuela de negocios de Navarra en 2021. A pesar de que en este aspecto recibe un puntaje de 85.3, mucho mayor que en las variables de actividad económica y desarrollo del mercado de capitales. Aun así, la región de latinoamérica termina relegada a la anteúltima posición por delante de África (82.2). Por encima se encuentran Europa del Oeste (106.4), Australasia (101.8), Norteamérica (100.2), Europa del Este (95.1), Asia (91.7) y Medio Oriente (88.9).

A excepción de Mariano de los Heros, que afirma que no es un *deal breaker*, Sorgentini y Álvarez-Demalde concuerdan con los autores, como Gompers y Lerner(1998), sobre que el nivel impositivo afecta de manera negativa. De igual manera lo reflejan los resultados de Elizalde (2017) y Greco (2012) para el caso de Argentina y Colombia, y con el resultado de la Universidad de Navarra, nuevamente podemos observar el poco desarrollo de Latinoamérica en este campo a comparación de otras regiones. Podemos notar que las ideas de Bruce (2000 y 2002) y Cullen y Gordon (2002) se alinean con las del socio de Victoria y el de Riverwood, ya que en sus escritos afirman que el nivel impositivo pueden dificultar la entrada y salida de las inversiones, tal como hicieron saber con los impuestos a las transferencias de capital.

2.4 Análisis: Nivel de protección al inversor, seguridad jurídica y sistema legal

En esta variable analiza los tópicos relacionados a la protección jurídica y los marcos legales que tienen efecto sobre la inversión y los fondos de *Private Equity*.

2.4.1 Victoria Capital Partners

En relación a este tema, el socio de Victoria afirma que es posible realizar negocios en un país obteniendo buenos resultados, si se conoce las reglas al cual se está exponiendo, aunque las complicaciones pueden llegar al querer adaptar un modelo de negocios, usado en el extranjero, a un país particular.

De igual manera, junto a esto, da dos razones por las que Victoria no realiza inversiones en empresas que tengan relación directa con el gobierno, como lo pueden ser concesiones y compañías proveedoras del estado. La primera de ellas es evitar situaciones de corrupción, y la segunda es no quedar a la deriva de posibles cambios en las normativas o contratos que se produzcan al realizarse un cambio de gobierno. Como ejemplo a esto último menciona las concesiones o cualquier negocio que tenga tarifas reguladas, como lo pueden ser las

autopistas o distribución de energía, donde el intento de control por parte del estado puede interpretarse como una baja en el nivel de seguridad jurídica y protección a los inversores.

2.4.2 Linzor Capital

A cerca de la opinión de Mariano de los Heros, él señala que la seguridad jurídica posee una consideración importante en los criterios de inversión, y que su impacto puede ser dividido en dos partes. La primera es en la tasa con la que se descontarán los flujos de fondo, ya que en aquellos países con instituciones sólidas y reglas fijas que generen mejores condiciones económicas se les exigirá un menor retorno. En contraste, los países más inestables y con mayores condiciones de volatilidad en cuanto a su reglamentación, se les demandará mejores resultados como contrapartida al riesgo asumido.

En segundo lugar, los LPs, al ser lo que proveen los fondos para ser invertidos, suelen tener poder de veto y mandatos de inversión que limitan el accionar de los *Private Equities*. Por lo que debe haber una justificación suficientemente razonable como para invertir en países que son considerados como poco seguros jurídicamente.

2.4.3 Riverwood Capital

Francisco Alvarez-Demalde en cuanto a la importancia de la seguridad jurídica, desarrolla una idea en la que piensa al capital como dos componentes, la cantidad y el plazo. En este planteamiento menciona a diferentes actores del circuito financiero, y dependiendo del plazo con los que estos actúen, la seguridad tendrá mayor o menor relevancia.

Por una parte, destaca al capital de corto plazo, también conocido como capital golondrina, que generalmente suele alocarse en activos altamente líquidos como las acciones o bonos en breves periodos de tiempo. Usualmente, el capital de esta naturaleza suele ser volátil, ya que aumentan su presencia en tiempo de bonanza económica, pero ante cambio en las tendencias son de los primeros en desvanecerse debido a la rapidez en la cual pueden liquidar sus posiciones. A razón de estas causas, la seguridad jurídica no tiene una importancia considerable en sus decisiones. Ejemplos de agentes con estos comportamientos son los Hedge Funds o Family offices. Se hace mención a la Argentina como receptora de estos capitales durante la presidencia de Mauricio Macri.

En segundo lugar, y englobando a los fondos de Private Equity, menciona a los capitales con un plazo de cinco a quince años, y donde las leyes, seguridad jurídica y protección al inversor toman un mayor protagonismo, ya que a diferencia del capital de corto plazo, son inversiones ilíquidas que suelen demandar mayor presencia de sus inversores o administradores. Este tipo

de capital suele ser el intermedio que da paso al tipo de capital que explicaremos a continuación.

Finalmente, en esta clasificación, nombra lo que él denomina como capital de fondos de pensión o de largo plazo, con tiempos mayores a treinta o cuarenta años. El mismo logra consolidarse luego de que se asienten los tipos de capital que se explicaron anteriormente, y para su desarrollo es necesario una permanencia en las reglas, instituciones, normativas y previsibilidad jurídica a lo largo del tiempo. Según el socio de Riverwood, este es el tipo de inversiones que logra generar valor estructural en el futuro, como lo pueden ser la construcción de carreteras, aeropuertos, fábricas, capital humano y todo tipo de infraestructura que contribuya al desarrollo económico. Como ejemplo de países Latinoamericano que han logrado este estadio menciona a Brasil y a Chile.

2.4.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE

A partir de las observaciones expuestas, podemos sintetizar como resultados sobre el nivel de seguridad jurídica.

De Alejandro Sorgentini podemos determinar que este factor tiene una consideración importante sabiendo que intentan evitar la inversión en negocios que tengan relación directa con el gobierno, debido a las consecuencias que puedan haber por resultado de los cambios de reglas o leyes.

Al igual que Sorgentini, De los Heros menciona como relevante este aspecto, y que se manifiesta en las tasas de descuento, y en la decisión que tengan los LPs sobre la posibilidad de veto de las inversiones.

Finalmente Alvarez-Demalde retrata la importancia de la seguridad jurídica en su idea del desarrollo de capitales a largo plazo, donde la mantención de reglas fijas te permite mantener aumentar las inversiones en infraestructura como país.

En cuanto a los análisis econométricos que realiza Greco (2012), ella utiliza la variable calidad institucional, y a partir de sus regresiones no obtiene ninguna relación significativa, excepto una negativa para un país que no estamos considerando en este trabajo que es Brasil.

De igual manera, Elizalde (2017) obtiene el mismo resultado utilizando la variable *rule of law*. Para medir este aspecto, además, utiliza una variable que representa la protección de

derechos de propiedad, y como resultado de la misma encuentra una relación positiva para el caso del Perú como se ve en Tabla 5 (Ver Anexo).

Por su parte, el estudio de la Universidad de Navarra, en cuanto a la protección al inversor y gobierno corporativo, que es como el escrito llama a la variable, le da a Latinoamérica la más baja puntuación de todas las regiones, siendo de 55.1, por debajo de África (59.0), Medio Oriente (69.3), Europa del Este (71.2), Asia (76.7), Europa del Oeste (89.8) y Norteamérica (101.5). Siendo la mejor en este aspecto Australasia (107,4).

Finalmente en cuanto a los autores que escriben sobre esta variable. Podemos observar que La Porta et al. (1997 y 1998) concuerda con las ideas de Álvarez-Demalde sobre que la seguridad jurídica guarda relación con el desarrollo de los mercados de capitales. Además, La Porta et al. (2002) menciona que aquellos países con reglas más claras hay un menor costo en las exigencias al capital, algo que señala De los Heros. Por su parte Cumming et al. (2006) hace notar que el nivel de calidad de las leyes tiene relación con la capacidad de un fondo de hacer una IPO, algo que se puede ver en las bajas puntuaciones que se le dan a las variables en el estudio del IESE. Finalmente Lerner y Schoar (2004) escriben sobre cómo los instrumentos de financiación elegidos por los *Private Equities* se ven influenciados por las circunstancias económicas y legales, esto se encuentra en concordancia con las ideas de capitales mencionadas por el socio de Riverwood.

2.5 Análisis: Rigidez del mercado laboral

Esta variable busca analizar cómo la rigidez en el mercado laboral y sus leyes, pueden dificultar la inversión por parte de los fondos, al verse obstaculizados en cambiar la estructura de la organización.

2.5.1 Victoria Capital Partners

En relación al nivel de rigidez laboral, Sorgentini afirma que una estructura estática tiene como consecuencia descartar a toda empresa donde el factor humano tenga relevancia en los costos. Menciona que puede ocurrir que en algunas firmas haya un exceso de empleados, o que se quiera implementar nuevas tecnologías o maquinarias, y que por efecto de las leyes se imposibiliten estos cambios en la forma de trabajo de las compañías. La problemática que trae esta situación en un contexto globalizado es la imposibilidad de ser competitivo, o el hecho de tener que plantear estrategias que en otras partes del mundo no serían rentables. Como ejemplo menciona la cadena de gimnasios que Victoria poseía en Chile, que a pesar de ser un tipo de negocio donde el factor humano tenía una considerable incidencia, las

normativas laborales chilenas hacen posible el análisis de escenarios para realizar inversiones en el país.

Por otra parte, Sorgentini hace un análisis sobre las ayudas gubernamentales que se desplegaron durante la pandemia para ayudar a mantener el empleo. Por un lado destaca la actuación del Estado chileno, y como contraparte, y haciendo una equivalencia con EEUU, coloca a la Argentina. En cuanto a Chile señala que el gobierno daba líneas de créditos mediante los bancos, y estos hacían un análisis de ratios, períodos de repago, cantidad y rendición de gastos. A cambio el estado salió como garante para la institución financiera, pero todo siendo administrado como si fuera un crédito privado.

Por otro lado, en el caso argentino recalca el elevado nivel de burocracia y la implicancia del gobierno en el otorgamiento de créditos. Como hemos mencionado en el apartado de seguridad jurídica, la exposición a las decisiones de los estados puede perjudicar el rendimiento de los negocios. Por lo que en el caso de Victoria optaron por tratar de minimizar esta relación. Además, Sorgentini hizo un paralelismo con los *paychecks* otorgados en EEUU, donde los gastos en los que desembocaban las ayudas no tenían control y terminaban sirviendo para otro fin que el dado.

2.5.2 Linzor Capital

En cuanto a la opinión de Mariano de los Heros, él afirma que Linzor, al ser un fondo de origen argentino, contemplaba las implicancias laborales a la hora de decidir en que sector invertir. Ciertamente, filtran compañías por esta razón y suelen evitar las industrias que tengan una presencia de sindicatos fuertes. Agrega que en el proceso de *due dilligence* lo que observan principalmente es el nivel de contingencias, la normalización de los salarios, potenciales denuncias penales y económicas con respecto a los derechos laborales.

2.5.3 Riverwood Capital

Con respecto a la rigidez laboral en Latinoamérica, Alvarez-Demalde afirma que las leyes laborales que rigen sobre los países no son óptimas para las nuevas industrias, y que estas quedaron obsoletas en cuanto a su planteamiento. El cree que hay espacio para cambiar estas reglas sin perjudicar al trabajador, y que por el contrario, podrían dar lugar a un crecimiento en el empleo. Recalca que la existencia de altos costos en la contratación y despidos, generan fricciones que impiden aumentar la contratación, y como consecuencia impacta en el desarrollo económico. Comenta que con la existencia de economías dinámicas, como las de nuestros días, no es posible mantener un sistema de normativas rígidas en cuanto a lo laboral.

Según él, un sistema más flexible y lógico daría paso a un crecimiento económico y laboral, efecto que haría que los fondos de PE invirtieran más.

Como ejemplo de sector que posee esta flexibilidad, coloca a la industria tecnológica, que posee una movilidad elevada debido a su demanda, y a que las personas que se desempeñan en ella tienen un alto grado de *skills*.

2.5.4 Comparación con los resultados obtenidos por Greco, Elizalde y el Estudio del IESE

A partir de las observaciones expuestas, se puede determinar sobre la rigidez del mercado laboral que:

Alejandro Sorgentini afirma que en un mercado atravesado por la rigidez, las empresas que contengan un alto componente de empleados serán descartadas para la inversión.

Por su parte, Mariano de los Heros resalta que su importancia radica en el análisis del *due diligence* para prever las posibles contingencias a afrontar.

Por último, Álvarez-Demalde recalca que la existencia de rigidez en el mercado laboral latinoamericano lleva a escenarios subóptimos donde las empresas no contratan debido a esquemas anticuados de trabajo.

En cuanto a los análisis econométricos que realiza Greco (2012), la autora utiliza como variable *proxy* la tasa de desempleo, como resultado obtiene un resultado positivo significativo para Colombia, como se ve en Tabla 6 (Ver Anexo).

Por otra parte, Elizalde (2017) usando como *proxy* la misma variable logra encontrar una relación negativa para el caso Chileno, como se observa en Tabla 7 (Ver Anexo).

Finalmente en el estudio del IESE de 2021, podemos asociar la rigidez laboral en las variables que nombran como, ambientes social y humano. En esta categoría, al igual que los otros factores, se le otorga un puntaje a la región de Latinoamérica que la deja por debajo de Norteamérica (89.3), Australasia (56.0), Europa del Oeste (57.5), Asia (42.9), Medio Oriente (36.6) y Europa del Este (33.9). Aunque a diferencia de la anterior, esta vez se vuelve a colocar por encima de África con un puntaje de 27.2. Es interesante destacar que en este sentido tienen la peor puntuación entre todas las variables.

Autores como Black y Gilson (1998), en concordancia con los entrevistados, afirman que un mercado laboral poco dinámico tiene una influencia negativa sobre la inversión. En los resultados econométricos de las dos autoras podemos observar que usando la misma variable

obtienen signos opuestos para Chile y Colombia, dando a entender que no se logra captar de manera correcta esta idea en los datos usados. Por último podemos arribar que los entrevistados, implícitamente, acuerdan con la idea que plantean Lazear (1990) y Blanchard (1997) que un mercado laboral de movilidad reducida afecta de manera negativa al crecimiento de las empresa. Sorgentini destaca esto, señalando la imposibilidad de aplicar mejoras tecnológicas en ciertos sectores.

2.6 Análisis: Variables adicionales

Adicionalmente a las variables tomadas a partir de los trabajos anteriores, se les preguntó a los entrevistados que otros factores podrían tener incidencia en la inversión de los fondos de *Private Equity*, y que no fueran contempladas por las ya analizadas. Estas nuevas variables podrían dar paso a investigaciones futuras con mayor profundidad.

2.6.1 Variables adicionales: Victoria Capital Partners

A pesar de ser una variable que podría considerarse parte de la actividad económica, y que fue nombrada por Alvarez-Demalde en dicha sección, Sorgentini recalca la importancia de la tasa de tipo de cambio. Los *Private Equity* latinoamericanos al momento de levantar un fondo, reciben dólares, y por lo tanto deben devolverle a los LPs el retorno en dicha divisa.

El gestor señala que con la existente volatilidad en la región en los últimos años, los llevó a considerar solamente negocios que sus ingresos sean en dólares o que estos estén atados al el. Sorgentini afirma que una compañía puede tener buenas métricas, como crecimiento, aumento de ventas o EBITDA, pero que si sus ingresos son en moneda local y hay una devaluación, todo el retorno generado se desvanece.

La consecuencia de esta problemática es que los fondos dejan de invertir en industrias como las de consumo o de cara al público, por manejar monedas locales, y pasan a poner su foco de atención en sectores como el de commodities.

En cuanto a la Argentina menciona la industria del agro, petróleo y energía.

Con respecto a Chile, menciona que a pesar de la existencia de un fondo anticíclico, también fue susceptible a la devaluación de su moneda, y por lo tanto los sectores más atractivos son los relacionados a la minería y el cobre.

Sobre Perú menciona la fruticultura y pesca.

Finalmente, a pesar del inconveniente relacionado a las monedas nacionales, afirma que los LPs son conscientes de ello.

2.6.2 Variables adicionales: Linzor Capital

Mariano de los Heros como variable adicional mencionó las tendencias de las industrias, el hecho de entender a donde se están dirigiendo los negocios. Para ejemplificar esta idea menciona que uno como fondo no quiere ser propietario de un Blockbuster sino de un Netflix.

Según él, una de las razones por la que los fondos de Private Equity Latinos no invierten en empresas tecnológicas, es que estas hasta no hace mucho tiempo no solían tener el tamaño suficiente para ser adquiridas, por lo que se enfocan en sectores tradicionales. Esto se encuentra relacionado con lo que él denomina *ticket*, que es la totalidad de dinero que dispone el fondo dividido por la cantidad de empresas en las que se invertirán. Al ser un sector que todavía se encuentra en crecimiento, las empresas de tecnología no cumplían con el monto establecido del *ticket*.

Además menciona las tendencias tecnológicas que se dan en los sectores tradicionales, y que permiten desarrollar procesos más eficientes que permiten reducir costos o aumentar las ganancias. Esto es una cuestión que observan por analistas a la hora de establecer un plan de negocios.

2.6.3 Variables adicionales: Riverwood Capital

Francisco Alvarez-Demalde, a partir de una pregunta del entrevistador, dio su opinión sobre que tiene mayor importancia, si el sector en el cual va a invertir o el equipo de *management*. Con respecto a esto, él afirma que las dos cosas tienen importancia por igual a la hora de que el fondo haga una inversión. Es necesario que el negocio tenga la capacidad de ser rentable, y a su vez, debe estar conformado por un *management* que haga su trabajo y tengan una buena actitud de personas de negocios, es decir con esto último, que sean éticos al actuar y se apeguen a las leyes. Esto último relacionado a casos ocurridos en la actualidad como lo fue la caída del *exchange* FTX. De igual manera, en el caso de la industria de *Private Equity*, él comenta que está lo suficientemente profesionalizada para filtrar compañías con estos problemas.



TERCERA PARTE

-CONCLUSIONES-

Universidad de
San Andrés

1. Respuestas a las preguntas

1.1 Subpreguntas

¿Qué incidencia tuvieron los efectos traídos por la pandemia en la actividad y los planes de inversión establecidos por los PE durante el 2020?

De los tres entrevistados, dos de ellos nos pudieron dar su visión sobre este aspecto. Entre los principales efectos que se pueden señalar en los *Private Equity* tradicionales, es la toma de un perfil defensivo por parte de los fondos con respecto a sus *portfolios*, esto fue debido a los escenarios de incertidumbre que se generaron. La prioridad pasó a ser la mantención de activos líquidos para afrontar las obligaciones de los negocios. En cuanto a la industria tecnológica, la misma se vio beneficiada debido a la aceleración en la adopción de nuevas tecnologías.

¿Qué incidencia tuvieron los recortes de ayuda, previamente establecidos por los gobiernos, durante los años 2021 y 2022?

En relación a esta pregunta, lo más recalcado es la suba en las tasas de interés. Este fenómeno provocó una baja en las valuaciones, y de manera más notoria en el sector *tech*, que durante 2020 había sido testigos de exuberantes subas.

Y en relación a los factores relacionados al manejo de las empresas del portafolio:

¿Las salidas propuestas por Cumming como eficientes en EEUU y Europa, aplican de igual manera para latinoamérica?

No, Cumming et al. (2006) afirma que el IPO es la salida más eficiente para las inversiones de los *Private Equity*, pero a partir de las entrevistas se puede determinar que la salida más común es la venta estratégica, seguido por la venta a otros fondos y finalmente los IPOs. La razón de esto, es el escaso desarrollo de los mercados de capitales en la región, parte de esta falta de profundidad se le adjudica al bajo nivel de seguridad jurídica y la existencia de leyes que respalden este vehículo financiero, La Porta et al. (1997 y 1998) reafirma esta última idea expuesta.

1.2 Pregunta Central

¿Qué factores tienen mayor incidencia en la selección y administración de inversiones?

Dado los testimonios de los entrevistados, los principales factores que inciden en la selección y administración de inversiones son, en orden, la actividad económica, la seguridad jurídica, la rigidez del mercado laboral, el nivel impositivo, y finalmente, el tamaño del mercado de capitales.

Los dos primeros fueron mencionados como variables que tienen importancia en todo el proceso de inversión, y que son factores que pueden determinar si se realizan los desembolsos o no. En cuanto a la tercera, se menciona que puede incidir sobre las empresas que tienen un intensivo uso de mano de obra. Sobre el nivel impositivo, a pesar de la existencia de impuestos a la movilidad de capitales, sobre los que afectan directamente a la empresa se menciona que puede plantearse esquemas impositivos que permitan minimizar su efecto, este factor podría colocarse al mismo nivel que el tercero. Finalmente, el tamaño del mercado de capitales no tiene incidencia, ya que su poco desarrollo en los países analizados hacen que las salidas predilectas sean las ventas estratégicas.

2. Futuras líneas de investigación

A partir del escrito desarrollado se dejan como futuras líneas de investigación, el planteamiento cuantitativo de las nuevas variables propuestas por los entrevistados tal como hicieron Greco (2012) y Elizalde (2017). Además, se puede notar que cada tipo de estudio presenta respectivas limitaciones.

Por un lado, los que son de índole cuantitativo deben lidiar con que se debe encontrar una base de datos que se aproxime a la variable, esto puede llegar a ser dificultoso, y se le debe sumar el hecho de que tal vez no se encuentren relaciones significativas con el efecto que se quiere probar.

Por otra parte, el análisis cualitativo, que acapara el grueso de este trabajo, tiene el inconveniente de que no es estadísticamente riguroso, y que se busca establecer, a partir de un par de observaciones, explicaciones que logren ser generalizadas para toda la industria.

Dicho esto, se propone como línea futura de investigación seguir refinando los métodos de estudios sobre el accionar de los *Private Equity* para tener mayor conocimiento sobre el sector.

Bibliografía

Black, B. y R. Gilson (1998), "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets," *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-277.

Blanchard, O. J. (1997), "The Medium Run," *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 89-158.

Bruce, D. (2000), "Effects of the United States' Tax System on Transition into Selfemployment," *Labor Economics*, 7, pp. 545-574.

Bruce, D. (2002), "Taxes and Entrepreneurial Endurance: Evidence from the Self-employed," *National Tax Journal*, 55, pp. 5-24.

Cullen, J. B. y R. H. Gordon (2002), "Taxes and Entrepreneurial Activity: Theory and Evidence for the U.S.," NBER Working Paper 9015.

Cumming, D., G. Flemming, y A. Schwienbacher (2006), "Legality and Venture Capital Exits," *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 214-245.

Cumming, D. D. Schmidt, y U. Walz (2008), "Legality and Venture Governance around the World," *Journal of Business Venturing* (forthcoming).

Gómez-Acebo López, Ignacio (2015), "Análisis de las principales Fases de una operación de Private Equity", Madrid: Universidad Pontificia Comillas.

Gompers, P. y J. Lerner (1998), "What Drives Venture Fundraising?," *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, pp. 149-192.

Gompers, P. y J. Lerner (2000), "Money chasing deals? The Impact of Funds Inflows on the Valuation of Private Equity Investments," *Journal of Financial Economics*, 55, pp. 281-325.

Greco, Daniela (2012), "Private Equity en Latinoamérica: Determinantes macroeconómicos e institucionales", Buenos Aires: Universidad de San Andrés, Trabajo de Licenciatura en Administración de Empresas.

Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K. y Biesinger, M. (2021), "The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2021" Pamplona: Universidad de Navarra.

Jeng, L. A. y Ph. C. Wells (2000), "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across Countries," *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 241-289.

Kaplan, S. N. y A. Schoar (2005), "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows," *Journal of Finance*, 60, pp. 1791-1823.

La Porta, R.; F. López-de-Silanes, A. Shleifer, y R. Vishny (2002), “Investor Protection and Corporate Valuation,” *Journal of Finance*, 57, pp. 1147-1170.

La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer, y R. Vishny (1997), “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.

La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer, y R. Vishny (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.

Lazear, E. P. (1990), “Job Security Provisions and Employment,” *Quarterly Journal of Economics*, 105, pp. 699-726.

Lerner, J. y A. Schoar (2004), “The Illiquidity Puzzle: Theory and Evidence from Private Equity,” *Journal of Financial Economics*, 72, pp. 3-40.

Michelacci, C. y J. Suarez (2004), “Business Creation and the Stock Market,” *Review of Economic Studies*, 71, pp. 459-481.



Universidad de
San Andrés

Anexo

Entrevista 1

1- ¿Qué tanto influye el nivel de actividad económica del país, es decir su tamaño y la situación que atraviesa en un momento determinado?

A partir de la pregunta anterior, con respecto a la actividad económica en 2020:

Alejandro Sorgentini(A.S): influye mucho, en el caso de Victoria somos un fondo regional. Un fondo que nos vendemos como expertos en invertir en Latinoamérica. Sin embargo dentro de Latinoamérica hemos seleccionado unos países que son básicamente Brasil, Colombia, Perú, Chile y Argentina.

Y la razón por la cual hemos seleccionado esos países, y no incluimos, Uruguay, Paraguay, Bolivia, Ecuador, etc. Son por razones que vos decís. Por ahí obviamente Argentina ha ido cambiando eso, ha perdido esa relevancia, pero son los países a nivel tamaño, y sacando México. México no lo hacemos porque lo consideramos más un país que sigue la dinámica de EEUU, que de Latinoamérica, entonces un inversor que mira LA busca de alguna manera un desacople de EEUU. Y México está muy acoplado a EEUU. Sacando el caso de México, justamente hemos decidido esos países por la razón que vos mencionas en la primera pregunta, que es básicamente tamaño. Porque si el país es muy chico no tenes la cantidad de oportunidades o la cantidad de transacciones necesarias para que justifique el esfuerzo, el tiempo y el dinero de estar presente en un país. De hecho, Uruguay es un país que hemos mirado siempre de refilón, en el sentido de que siempre nos llegan las oportunidades, y son muy pocas, y sería muy difícil *Private Equity* en Uruguay en ese caso pura y exclusivamente por tamaño.

Y hay otros países que la variable económica, la situación económica es más relevante, no se, hacer negocio, ponele, en Ecuador o Bolivia o Paraguay, donde en teoría la seguridad jurídica está un nivel más abajo que en otros países que te mencione, bueno eso nos hace sacarlos del radar. Y te digo en teoría porque la verdad desde que estamos invirtiendo, hace 20 años hacemos esto, Argentina viene cayendo a nivel de seguridad jurídica, etc. Pero bueno estamos acá, tenemos empresas acá, vivimos acá, entonces, y además el país tiene un tamaño considerable. Malo en macroeconomía, entonces, tamaño importa sobre todo por la cantidad de *deals*, la situación por la que pase cada país, bueno, uno siempre invierte o decidir invertir en países donde en teoría la macro es estable, baja inflación, tipo de cambio estable, economía creciendo más o menos, pero bueno, creciendo. Básicamente la estrategia de tener un fondo con varios países en lugar de tener un fondo mono país, como algunos competidores

tienen, es básicamente, conociendo como es Latinoamérica, y la volatilidad de las economías, que por ahí tenes tres países que andan mal, dos países que andan bien al mismo tiempo. Y nosotros al tener un fondo de inversión de entre 5 y 7 años, necesitamos tener la posibilidad de decir, bueno en tanto años nos vamos a centrar en este país, y en dos años vamos a ir a otro país porque las condiciones macro cambian.

Entonces con respecto a tu primer pregunta, tanto las condiciones macro del país como el tamaño. Y el tamaño del país es algo que definís, porque es difícil que en 5 años el tamaño de un país cambie. Entonces vos inicias un fondo, y decís bueno voy a invertir este fondo en estos países punto, eso lo tenes definido. Ahora a lo largo de la vida del fondo, cuando entras en un país con más intensidad o menos, depende de la situación económica de cada país, pero sí influye, sobre todo la devaluación de las monedas.

Federico Maiani(F.M): y ahí de ese portafolio, Argentina es como siempre la que destaca por tema de volatilidad en todos los países.

A.S: claro, la verdad que nosotros al ser un fondo fundado por argentinos, y con gente que vive en Argentina, la verdad es que te diría ni siquiera es un fondo teórico sin ningún tipo de restricciones, Argentina debería estar entre lo últimos, antes habría que mirar Brasil, Chile, Colombia, Perú y último Argentina. Nosotros tenemos un *bias* hacia Argentina porque primero en la historia hemos hecho plata en Argentina, la conocemos muy bien, estamos acá. Pero bueno hoy en día tenemos solo dos inversiones en el agro, porque consideramos que es el único sector que es viable por lo menos para un *Private Equity*.

F.M: bien.

- ¿Qué efecto tuvo la aparición de la pandemia con respecto a las decisiones del fondo a la hora de hacer nuevas inversiones? ¿Cómo afectó el portafolio ya existente?

A.S: el tema de la pandemia. Primero tenes una reacción que fueron una reacción global de todos los fondos, más allá del país en donde estén, que fue paremos todo y vamos a proteger el portafolio, es decir, el momento que se inicia la pandemia y los primeros meses, hasta que entendimos como venía, y que tan largo iba a durar.

La primera reacción, no solo nosotros en Latinoamérica, sino de todos los fondos del mundo fue, no se invierte, la plata que teníamos disponible vamos a ver si la usamos para proteger a las compañías que ya tenemos. Porque la verdad no sabíamos cuánto tiempo iban a estar cerradas, las restricciones no eran iguales para todas. Había compañías que sufrieron mucho, todo lo que era venta a la calle tuvimos que cerrar los locales. Todo lo que era un B2B o

empresa del agro casi no sufrieron porque el campo siguió sembrando, entonces dependía cada país que restricciones ponía.

Porque digamos no todos los países restringieron igual o pusieron las mismas restricciones, entonces depende como restringía cada país era como te influenciaba el negocio que nosotros teníamos. Para darte un ejemplo, en Chile nosotros teníamos una cadena de gimnasios, esa compañía directamente cerró las puertas de atención al público durante toda la pandemia, durante 16 meses.

Por otro lado, tenemos una compañía de agro acá en Argentina, dos de agro, esas compañías, salvo el shock inicial, nunca dejaron de trabajar, nunca cambiaron, todo se hizo igual. Entonces la verdad es que, ante esa incertidumbre, lo primero que hicieron los fondos fue no invertir más nada, se cuida el *portfolio company*. Vamos a dedicarnos a cuidar las compañías del *portfolio*, y a partir de ahí, cuando entendimos que compañías iban a sufrir más que otras, bueno nos dedicamos más a las que había que acompañarlas.

F.M: en ese caso de la cadena de gimnasios, fue como un poco aguantarla y que parte de la caja fuera a sostener las operaciones durante esos 16 meses.

A.S: lo que pasó en la cadena de gimnasios puntualmente, es que, primero la cadena de gimnasios estaba en Chile, entonces lo primero que hicieron fue parar, es decir lo primero que hicimos es proteger la caja, dijimos acá no importa tanto la venta, la no venta, nosotros lo que hacemos es cuidar la caja. Paramos todo lo que era Capex, pagamos todo lo que era erogación de caja, todo lo que se podía centrar en la caja lo más posible, fue la premisa. Porque en el fondo, un negocio no se funde por no rentabilidad, sino se funde por falta de caja, es decir un negocio puede no ser rentable por muchos años si hay alguien que está poniendo *equity*. En cambio, si se funde, cuando no hay caja, entonces dijimos paramos la caja. Después empezamos, y ahí entramos en otra pregunta por ahí, empezamos a tomar ventajas, entender o tener acceso a las herramientas que daban cada gobierno para ayudar a las empresas, que fue variando país a país.

- ¿Cuáles fueron las medidas implementadas por los Estados que contribuyeron al resguardo de las inversiones? ¿Cuáles no?

A.S: en el caso puntual de Chile, como Chile es muy organizado, muy profesional, hicieron una ayuda bastante adecuada. Entonces, no voy a entrar en detalles para aburrirte, pero básicamente, nos ayudaron o ayudaron a todas las compañías, cuyos empleados no podían trabajar de forma remota, es decir en un gimnasio no se puede hacer un trabajo remoto. Tienes que abrir el gimnasio, el *trainer* tiene que estar ahí. Entonces ayudaron pagando el sueldo

mínimo, mediante unas compañías de seguros, etc. Es decir, nos ayudaron mucho a afrontar la masa salarial para no tener que despedir gente, y por otro lado, nos dieron, el gobierno chileno te daba un crédito a través de los bancos. Prestaban a la entidad, que estaba garantizada por el gobierno chileno, que creo que era dos o tres veces tu venta mensual, no me acuerdo exactamente el detalle, pero te daba una inyección de capital como para seguir pagando. Con eso lo que querían eran dos cosas, primero que no echas empleados, y segundo que no rompas la cadena de pago con proveedores. Así que bueno eso ayudó mucho, de todas maneras obviamente la compañía salió golpeada, tuvimos que hacer una inyección de *equity*, salió endeudada, ahora se está recuperando muy bien, pero la golpeó la pandemia.

F.M: bien, y ahí así como dijiste que los gobiernos aplicaron medidas para beneficiar o tratar de ayudar a las empresas, también hubo caso como aca en Argentina que te impedían despedir o en caso de que despidas había tema de doble indemnización, medidas más en contra, o por lo menos más restrictivas, más que de soporte.

A.S: no bueno, bueno eso forma parte del Rock n' Roll argentino viste, te diría que el tema laboral Argentina fue siempre así, es decir la doble indemnización, es decir durante la pandemia directamente prohibición de despedir, pero antes ya tenías una doble indemnización que venía antes de pandemia, es decir siempre Argentina fue un tema laboral, fue muy muy, es complicado, eso nos lleva a nosotros a no invertir en compañías que tengan un alto contenido de labor, de empleos o que estén muy manejadas por sindicatos. No sé, imagínate una empresa de logística donde te tendrías que pelearte todo el día con Moyano, o nunca invertiríamos en una empresa de seguridad privada donde tienen trece mil empleados, todos sindicalizados. Todos son negocios que en Argentina son muy difíciles de manejar.

- ¿Fue el progresivo levantamiento de restricciones una mejora en la actividad del fondo y sus inversiones? ¿Qué implicó el cese de ayudas gubernamentales?

A.S: afecto en una parte y en otra no. ¿En qué parte afecto? Afecto en la parte, el negocio de *Private Equity* es, vos levantas un fondo, lo invertís durante cuatro o cinco años, cuando terminas de invertir o casi cuando estas cerca de terminar de invertir, salís a levantar un segundo fondo y así sucesivamente, así creas el fondo dos, el tres, etc. Siempre estás invirtiendo un fondo, medio que levantando otro fondo que es la materia prima tuya como inversor, ¿no es cierto?

Claramente, todo aquello que son fondos que por sus ciclos estaban haciendo *fundraising* en el 2019, durante el 2020 se les corto, es decir porque todos pagaron, y en el 2021 y 2022 fue

muy difícil retomar, porque de alguna manera un inversor aloca su masa de dinero a distintos negocios como *equities* públicos, bonos y alternativos, nosotros somos *Private Equity* que está dentro de alternativo, deuda *distress*. Es decir, todos los fondos que manejan eso se consideran alternativos, cuando suben las tasas o baja el *equity*, es decir cuando la parte más estable de las inversiones pierde, alternativo se achica, porque ellos siempre lo manejan como un porcentaje.

Entonces vos imagínate que, tengo cien millones en inversiones, y voy a buscar de los cien millones cinco por ciento de alternativos, si todas tus valuaciones, porque tenes bonos de estados unidos, etc, baja, el cinco por ciento baja ¿entendes? Entonces todo lo que era *fundraising*, eso se complicó.

Pero, por otro lado, no te olvides que para todos aquellos fondos que ya tenían plata levantada antes de esto, es decir que tenía *dry powder*, es decir pólvora seca como le dicen en la jerga. Es decir, la posibilidad de invertir, que ya los *commitments* estaban, es decir en algunos casos tuvimos oportunidad, porque muchas valuaciones bajaron después de la pandemia, hubo muchas compañías que estaban cerca de bancarota y necesitaban si o si un socio, y atraían a cualquier costo. Obviamente después vos tenes que ver, como va a recuperarse después de la pandemia etc, etc. Pero hubo gente que ha invertido a precios muy atractivos en 21 y 22, porque ya la plata la tenía, no tenía que salir a buscarla. Y las valuaciones estaban bajas, entonces aquellos fondos que tenían plata en ese momento, yo creo que han hecho buenas inversiones.

2- En la planificación del proceso de inversión. ¿Cuál es el nivel de consideración que tiene la salida mediante IPO? Entre el IPO, la venta a una empresa especializada y la venta a otro fondo, ¿Cuál es la opción más común?

A.S: vos cuando entras en una inversión, lo primero que preguntas es cómo la vas a vender dentro de cinco años, asumís que tu tesis está bien, que la compañía va a crecer, que tus proyecciones se van a cumplir, y después la próxima pregunta que te haces es bueno a quién le vendo esta compañía dentro de cinco, seis, siete años, y las tres alternativas son las que vos mencionaste. Hay veces que vos sabes que una compañía no va a salir pública porque primero, para salir a la bolsa tenes que tener un tamaño mínimo, y no todas esas compañías llegan a ese tamaño mínimo. Entonces tenes un universo de compañías que por más que cumplan las proyecciones, les vaya bien, no es el camino más común la salida en bolsa. Ahora para aquellas que decís bueno esta es una potencial salida en bolsa la verdad que ahí

entras en el mundo país por país. El mercado de capitales brasileros y chileno te permite pensar la salida en bolsa, el resto de las economías yo no las veo, puede ser la colombiana en su momento pero no tienen la profundidad, el mercado de capitales argentinos como elemento de liquidez no existe, es más, realmente termina saliendo con agarres, si es una compañía enorme termina saliendo en EEUU o con ADR acá, pero hacer un IPO en Argentina es raro, Perú también tiene un mercado de capitales chico para hacer una salida en bolsa, Chile si lo maneja bien, Brasil si lo maneja bien.

Entonces, primero es que la compañía tenga tamaño, segundo el país en donde está y tercero es la venta porque la verdad el mercado de capitales en Latinoamérica es muy volátil, y está muy marcado. No es como en E.E.U.U, que el mercado de capitales está más abierto o menos abierto, acá está abierto o cerrado. Entonces tenes que tener la suerte de que justo cuando vos tenes la compañía lista para salir, y está en tamaño, está creciendo, tiene historia para contar al mercado público, ese es el mercado abierto. Entonces te diría que no es la salida que históricamente más hemos aplicado, hemos salido a algunas salidas públicas, pero no la mayoría.

Y después tenemos las otras dos, lo que es el mercado, lo que llamamos estratégico, vender a otras empresas más grandes del mismo rubro o vender a otros fondos.

Los dos son válidos, te diría que el único problema, el problema de salir a vender a otros fondos son las valuaciones, siempre un fondo busca comprar barato, y vos como vendedor quieres vender caro. Y generalmente las compañías estratégicas o privadas, como tiene un horizonte de inversión por ahí de veinte años, lo ven de otra manera, las tasas, no miden la inversión como tasa de retorno, sino la miden, si están agrandando su mercado, si están entrando en el país, son decisiones más estratégicas. Entonces es más probable que un estratégico te pague más que un fondo de *Private Equity*, aunque hemos vendido compañías a un *Private Equity*.

Sobretudo compañías que agarramos muy chicas, las hicimos crecer mucho en poco tiempo, entonces por más que paguen un múltiplo bajo, ya hay crecimiento que hace una buena ganancia, entonces la vendes.

F.M: eso es una duda que siempre tuve con respecto a la venta de otros fondos, porque uno pensaría si hace una venta estratégica, vos ya sabes que la empresa que compra tal vez tiene metodologías o más conocimiento sobre el tema, y sabe que el valor lo puede multiplicar a partir de ahí, pero puede pasar también que haya problema de liquidez en un fondo, tal vez el fondo vea otra oportunidad de inversión y por esa razón decida venderla.

A.S: no entendí la pregunta.

F.M: la venta de un fondo a otro fondo, uno pensaría que es menos común en el sentido que me había nombrado vos no, por el problema este que aparece de valuaciones, que el fondo comprador quiere comprar barato, y el vendedor quiere vender caro. Vos me habías dicho, que por hacerla crecer tal vez el fondo decide deshacerse de esa compañía, porque ya materializa la ganancia a partir de ahí. También pueden aparecer otras razones como falta de liquidez o por tema de querer mirar otra inversión, y deshacerse de esa compañía.

A.S: otro motivo o razones de venta.

F.M: sí.

A.S: si, mira la verdad es que vos pones una compañía, no sé, pone que tenes que poner una compañía en venta. Ya sea porque consideras que está en el mejor momento para venderla, ya sea porque hace muchos años que la tenes, y la tenes que vender si o si a cualquier precio. O ya sea por la razón por la que sea, porque en el país acaba de ganar un gobierno que no te guste, y decís yo me quiero ir de este país. Entonces por cualquier razón decidís que quieres vender esa compañía, y vos inicias un proceso de venta. En el proceso de venta invitas a los estratégicos y a otros fondos, lo que pasa es que en nuestra historia muestra que los fondos generalmente terminando ofertando menos, y los estratégicos terminando ofreciendo más, ahora si vos tenes que vender la compañía, y un estratégico está interesado, y lo que te pone en el precio de compra es un fondo de *Private Equity*, y vos tenes que venderla, y bueno aceptarás ese valor por esa razón. Entonces hay otras razones que por ahí te hacen vender, vender vos vendes, después ves a quien le vendes.

Y si vienen, y te ofrecen un precio bajo, y vos no estas urgido por razones de liquidez, no estas urgido por razones de tiempo, no la vendes y esperas. Decís bueno voy a esperar dos años más. Ahora vos pones la compañía en venta, más que porque pensas que es el momento ideal para venderla, la pones en venta porque tenes que venderla, por como dijiste vos por razones de liquidez, por lo que sea, y bueno ahí aceptas el precio que hay, y no te queda otra. Habrá sido una mala inversión.

3- ¿Cuánto influye la carga fiscal en la selección y administración de las inversiones del fondo? ¿Qué importancia se le da a la planificación fiscal en la administración de las empresas del portfolio?

A.S: el impuesto que más te afecta, es el impuesto que te grava la ganancia de capital extranjero porque la verdad que nosotros somos un fondo extranjero invirtiendo en cada país de Latinoamérica, y cada país tiene una estructura impositiva diferente.

Olvidémonos del caso Argentina, que de esa ni siquiera podés sacar la plata. Asumiendo que de todos los países podés sacar la plata, y no sean estructura anómalas, hay países que tienen una estructura tan leonina para la ganancia de capital extranjero que te come todo el retorno.

Lo nuestro, el negocio de *Private Equity*, es un negocio de economías tradicionales, entonces no es que es un negocio de *start-ups* o de tecnología donde las compañías crecen al cincuenta por ciento por año. Entonces vos agarras una compañía, la compras, la haces crecer, la mejoras, crece en ventas, crecen los márgenes, crece el EBITDA, la compraste barato, entonces el valor en el mejor de los casos, el valor creció porque, o la compañía va a valer más, se te combina todo positivamente, creció la venta, creció el margen y creció el múltiplo. O vos las compras baratas en el mejor de los mundos.

Ahora, si tenes un buen crecimiento, es un buen retorno para los inversores, pero después cuando quieres sacar la plata, el gobierno te saca de esa ganancia de capital el treinta y cinco por ciento, te aniquila los retornos.

Entonces ahí miras eso, por ejemplo, nosotros en Perú nos ha costado mucho encontrar estructuras impositivas en las cuales podamos animarnos a invertir porque cada peso que ganas, o cada dólar que ganas, el treinta y cinco por ciento te lo saca el gobierno, entonces tenes que hacer una diferencia tremenda para pagar al gobierno y devolver una tasa lógica.

En Chile si estructuras bien, que tienen convenio de tributación con España, te sacan el dieciséis por ciento, entonces, si, lo re miras. Lo que más miras no es la estructura impositiva interna, es decir IVA, IIBB, IIGG dentro de la compañía, porque eso lo metes dentro del flujo de fondos y de inversión, ahora lo que si miras cuanto plata te va a sacar el gobierno, el día que ganes plata como inversor y te la lleves afuera.

A.S: los impuestos internos, la verdad es que, si uno agarra una compañía que está ganando plata, la compañía encontró la manera a lo largo de los años de ganar plata con la estructura impositiva actual. Es decir, Argentina que vos tenes un costo laboral tremendo que son un montón de impuestos laborales, porque al fin y al cabo el costo laboral termina siendo un impuesto, cargas sociales, etc, etc. Si vos entras en una compañía que logró funcionar y ganar plata con esa estructura impositiva en este país, tiene una estructura que le permita ganar dinero, por ahí esa misma compañía la llevas a otro país o por ahí quieres traer de Chile ese mismo negocio o replicarlo en Argentina, e impositivamente es imposible porque lo arman distinto.

Entonces, te diría que los impuestos internos de cada país, nosotros de alguna manera lo asimilábamos o no lo mirábamos tanto, porque como vos decis bueno esta compañía ya gana plata en este país, con esta estructura de impuestos internos, la compañía de alguna manera

encontró la manera, no sé, trabaja con menos empleados, trabaja más con subcontratados. Cada empresa, en cada país, va adaptando la manera de ganar la mayor cantidad de plata con esa estructura interna de impuestos.

Si no, ni la miras, si yo tengo una compañía que hace computadoras en Argentina, pero gana muy poca plata porque tiene impuestos internos, decís bueno ni la miro, no importa porque, porque el tema es que no ganas plata. No encontró la manera de ganar plata con la estructura impositiva de Argentina.

4- ¿Qué importancia tiene que un país tenga leyes que respalden al inversor y que las mismas sean firmes y consistentes con el paso del tiempo?

A.S: si, todo el tiempo. De hecho, cuando te dije, cuando vos decidís entrar en un país o no entrar en un país. Decís bueno yo voy a buscar inversiones en Perú, te asesoras o te fijás que tanto. Porque una cosa, la verdad que también, en estos países lo que pasa es que una cosa es la seguridad jurídica medida en forma teórica, y otra cosa es la seguridad jurídica real. Uno diría que en Argentina la seguridad jurídica es pésima, que lo es, pero si vos acá en Argentina, conoces las reglas y todo, se puede hacer negocios. Obviamente lo que no se puede es replicar un modelo de inversión americano o europeo o chileno en Argentina.

Si viene un chileno, y dice yo quiero hacer una inversión bajo estos parámetros, y le dicen esto no, esto no, esto no. Dice bueno, el país no tiene seguridad jurídica, tiene una seguridad jurídica más débil, distinta, la tenes que conocer. Pero yo te diría que la seguridad jurídica es un tema, pero no es el temon.

A mí lo más me asusta de la seguridad jurídica es cuando vos tenes que entrar en tratos con el gobierno, llámese concesiones, es decir cuando tu negocio si depende de normas y reglas, ahí si la seguridad jurídica es un tema. Es decir, si yo agarro e invierto en una concesión de Autopistas del Sol, y cambia la presidencia, y el nuevo presidente decide revertir todos los contratos, y bueno si es un tema. Entonces ahí la seguridad jurídica es un tema.

Nosotros por definición y justamente por esa falta de seguridad jurídica, no hacemos negocios con para nada relacionado con el gobierno, llámese concesiones, comprar una empresa constructora que le provea al gobierno, nada que sea dependiendo del gobierno lo hacemos, por dos razones primero por un tema de corrupción, pero segundo por un tema de seguridad jurídica, porque cambia el presidente y decide revertir todos los contratos. Vaca muerta, petróleo, energía, electricidad, todo eso es imposible en Argentina, porque cada gobierno ha cambiado las reglas, te congelan las tarifas, no te congelan las tarifas, todo eso es seguridad jurídica, porque vos cuando firmas un contrato, haces un plan de negocios a cinco

años, y decís bueno estas van a ser las reglas, y después viene otro gobierno y te cambia eso. Pero bueno, eso es porque tu negocio depende de decisiones gubernamentales o de decisiones de políticos, eso es un tema que nosotros no hacemos.

F.M: caso de Vicentin.

A.S: si, nunca es bueno, la pregunta que yo tengo siempre en el caso de Vicentin es. Yo conozco el caso, en su momento trabajé hace muchos años, el tema que cuando vos como empresa vas incorporando o vas tomando decisiones que te acercan más al gobierno. Es decir, si vos tomas préstamos del Banco Nación, si vos tomas préstamos de los bancos provinciales, es decir, ya tu negocio, por más que no sea una concesión. En parte depende de las voluntades políticas, porque los acreedores son todos políticos.

Si vos de repente entras, te atrasaste con las cargas sociales, si entras con un plan de refinanciamiento con la AFIP, entonces la AFIP forma parte de tu plan de negocios, es un acreedor tuyo. Entonces yo creo que en el caso de Vicentin, si bien es un caso emblemático, si bien es un caso que el gobierno levantó, lo que también le pasó a ellos que cuando empezaron a empeorar, empezaron a meterse más políticos, se empiezan a apoyar en la política para llevar la empresa, y bueno ahí siempre estás sujeto a los vaivenes políticos.

5- ¿De qué manera influye sobre la inversión y administración de las empresas, la presencia de leyes laborales rígidas? ¿Y la presencia de sindicatos fuertes?

A.S: es un tema, pero como te dije si un país tiene un esquema laboral muy rígido lo que te lleva es a no invertir en empresas que tienen alto contenido laboral dentro de su plan de negocios, de su estructura. Por ejemplo, volviendo a los gimnasios de Chile, el gimnasio son dos costos, la infraestructura y los entrenadores. El gimnasio no tiene materia prima, no produce nada, no tiene fábrica, no tiene nada. La gran mayoría de sus costos alquiler de locales y laborales, ese es un negocio que se puede hacer en Chile, porque tiene una estructura laboral más o menos lógica. Acá en Argentina creo que es imposible hacerla, se que acá lo hacen, para hacerlo acá tenes que ser argentino, viste lidiar con todos los sindicatos. Porque viste los *trainers*, algunos están contratados, otros están empleados, te demandan todo el tiempo. Entonces, nunca nos meteríamos nosotros en un negocio en Argentina donde la cantidad de empleados sean un costo relevante porque te volves loco. Entonces la rigidez laboral es un tema, te saca la posibilidad de invertir en muchos negocios interesantes.

F.M: si, en caso de que quieras hacer una reestructuración para darle un cambio de rumbo a la compañía también te dificulta en ese sentido.

A.S: imagínate todas estas compañías que están ahora en venta, no sé, Garbarino, supermercados, todas estas que andan dando vueltas, que tienen muchos empleados. Obviamente son compañías que por ahí están excedidas en cantidad de empleados, o vos quieres traer una tecnología nueva de automatización que la hace más eficiente, reduce la cantidad de empleados. Porque en el mundo se hace así, entonces vos no lo podés hacer distinto, sino no es rentable. Y bueno acá no se puede.

Durante el año 2020, los gobiernos desplegaron medidas con el fin de parar la recesión económica y resguardar los empleos.

- Las medidas adoptadas contribuyeron a un aumento en la rigidez del mercado laboral? ¿Cómo afectó esto a la administración de las empresas pertenecientes al portfollio? ¿Hubo una medida en particular que fuera más significativa?

A.S: mira acá (Argentina), la ayuda gubernamental te diría, acá como siempre, fue una idea, y después la realidad terminó siendo otra. Acá la idea era ayudar, primero le daban el IFE y todas estas cosas para ayudar a que las personas tengan plata en el bolsillo, que está bien al principio, pero la verdad es que el ser humano no es un tipo predecible. Entonces la gente se encuentra con plata en el bolsillo, y la gasta el primer mes, y al segundo el gobierno le dio X cantidad de plata, se compraron televisores, celulares, y todo lo que tenían que comprarse, y al día siguiente la pandemia siguió estando, y la gente no seguía teniendo eso, porque ya no tenía la plata.

Segundo, acá en Argentina la ayuda a las empresas fue muy burocrática, había que cumplir tantos pero tantos requisitos, que ya era imposible acceder, era lento, era burocrático, y además muchos empresarios empezaron a tener miedo, porque sentían que estaban metiendo al gobierno de socios a sus negocios. Entonces eso se asocia con lo que te dije antes, nadie en este país quiere tener de socio al gobierno.

En Chile fue distinto, porque el gobierno chileno no es que ellos te daban la plata, ellos le decían a los bancos. Bueno dale un crédito, ósea evalúa la empresa X, dale un crédito, como si fuera un crédito privado, que cumpla con los ratios, la posibilidad de repago, etc, etc. Pero la garantía te la doy yo, como gobierno, pongo a los bancos como intermediario, como *sanity check*, de que esos fondos estaban canalizados correctamente. Entonces los bancos te decían

bueno, tenes esta línea disponible, decime en que la vas a gastar, tenes estas restricciones, la tenes que devolver así. Es decir, hubo una especie de gobierno garantizando la línea de crédito, pero los bancos aplicándola de forma inteligente, y digamos profesional.

Acá fue directamente toma la plata, como fue en E.E.U.U, en E.E.U.U fue igual, en E.E.U.U fue un desastre. E.E.U.U te daban plata, nadie controlaba, y después terminaban haciendo cualquier cosa.

F.M: problema de los *paychecks* que daban mensualmente.

A.S: si, al mercado, a los bitcoins, en Miami hubo una expansión de gasto tremenda, no te explicabas porque, de dónde venía ese dinero, y después te dabas cuenta que un tipo que tenía un emprendimiento, que tenía una empresa de jardinería, le habían dado tremendo *paycheck*, y el tipo siguió con una empresa de jardinería, porque nadie dejó de hacer jardines, y fue, y esa plata se la gasto, en suntuosos.

En cambio, yo creo que Chile eso lo manejo muy ordenadamente.

6- ¿Crees que hay factores más relevantes o que no logran ser capturados por los mencionados anteriormente, y que merecen un análisis en profundidad al tener un efecto sobre la inversión y las operaciones de los fondos?

A.S: lo que te diría, que lo hablamos al principio, una variable que es re importante para nosotros es el tipo de cambio, y te voy a explicar por qué. Nosotros, los fondos de *Private Equity* en general, recolectan plata en dólares. Es decir, los inversores ganan dinero en dólares. Y vos después tenes que devolver dólares, al tipo no le importa si hubo o no una devaluación. Entonces, el tema de moneda, sobre todo con la gran volatilidad que hay en Latinoamérica de monedas, es un tema muy relevante. Yo te estoy hablando de un plazo de 20 años, que es el periodo ante cual invertí, vos podés invertir en una compañía re linda, re buena y que crezca en moneda local, duplica sus ventas, duplica su EBITDA y todo. Pero, si al momento de convertir eso en dólares, hubo una devaluación brutal, toda la ganancia se te va. Porque simplemente en pesos, la compañía se fue a las nubes, pero cuando lo convertís en dólares es nada. Entonces nosotros, te diría que, la posibilidad. Y como la moneda es imposible de predecir, la evolución de la moneda, porque depende de tantas variables. En el fondo, lo que nos ha llevado en los últimos años, a invertir solamente en negocios cuyo *revenue stream* este de alguna manera atado al dólar.

Que de vuelta te saca de la cancha muchas de las inversiones, pero en Argentina todo lo que es petróleo y energía que se exporta, y agro de alguna manera está atada al dólar, después empezas con el tema retenciones más retenciones menos.

Para darte un ejemplo, y así vamos mirando los países, lamentablemente uno pensaría que Chile, por ejemplo, con el tema del cobre, el fondo anticíclico, etc. Debería tener una moneda estable, y en los últimos dos o tres años la moneda se les cayó mucho, si yo miro en el caso de mi empresa que invertimos ahí, cuando entramos el peso chileno estaba cuatrocientos treinta, ahora está mil. Es decir, la devaluación fue de cuatrocientos a mil, es decir fue más del cien por ciento. Imagínate lo que tiene que crecer una empresa, y sus *revenues* son en pesos chilenos, un gimnasio no te paga en dólares. Entonces es imposible trasladar a dólares, vos podés trasladar la inflación a los *revenues* locales, porque la gente lo entiende, sube la lechuga, sube el tomate, sube el gimnasio. Pero si la lechuga está en pesos, el tomate está en pesos y el dólar se deprecia, vos no podés subir la membresía de tu gimnasio. Entonces en dólares tu empresa vale menos. Con este escenario de volatilidad de monedas que se ha acentuado en los últimos años, eso nos ha llevado a mirar inversiones que de alguna manera a la larga o a la corta, terminan teniendo su *revenue* o EBITDA atado al dólar, eso te diría es una enseñanza de los últimos cinco o seis años.

F.M: si, que eso te saca todo el sector de consumo o de cara al público.

A.S: muchísimo, te saca muchísimo. Al fin, y al cabo terminas invirtiendo, que es lo que yo siempre digo, al fin y al cabo, los países Latinoamericanos somos países de *commodities*, terminas invirtiendo en *commodities*. Vos vas a Chile, y te focalizas en la minería o en la pesca, porque es todo lo que exporta. Entonces, eso significa no solo la minera, sino todo el *cluster* de empresas que sigue a la minería. Te vas a Perú, lo mismo, vas a la pesca y vas a algo de la fruta. En Argentina te vinculas al agro, y al petróleo pero terminas siempre vinculado a *commodities* porque son los únicos elementos que te aseguran o te linkean al dólar, que es la moneda que vos usas para invertir, porque si yo tuviera inversores en pesos no me importaría, pero tengo inversores en dólares. Los inversores tienen equipos especializados, y que son equipo de latinoamericanos y saben lo de la devaluación de la moneda en Latinoamérica.

Entrevista 2

1. Mariano de los Heros (M.H): te diría que tiene dos, dos dimensiones esto.

Una es si un país es muy chico, las chances de que mires y busques activamente oportunidades son bajas. Nosotros, por ejemplo, teníamos a Argentina y Uruguay, pero Uruguay solo mirábamos, porque Argentina, bueno, era un desastre, entonces nos enfocábamos a Uruguay. En el momento en que gana Macri en 2015, hay una decisión del fondo de empezar de ver a Argentina y todos los recursos que tenía, que básicamente era la oficina en Argentina. Empezaron a enfocarse en ver Argentina y no Uruguay. Entonces qué tanto influye, el primer punto, antes de considerar la inversión es voy a buscar invertir en tal lugar o no. Después cuando ya tenes tu *target*, y tenes que tomar una decisión de si invertís o no en un lugar, claramente importan dependiendo el sector es más o menos importante. Por ejemplo, el sector de salud, es un sector muy resistente, entonces no es tan preocupante. En Argentina te podría decir el sector del agro, que además está dolarizado. Entonces era algo que mirábamos, entonces en esa parte no es tan importante. Ahora, si vos vas a comprar una marca de ropa, el tipo de actividad económica es un *deal break*.

F.M: la otra vez tuve una entrevista con un socio de Victoria Capital Partners, me dijo que estaban tratando de desligarse de lo tenga que enfrentarse a un tipo de cambio, algo que este dolarizado como el agro, y evitar cosas que estén de cara al consumidor, porque está la cuestión está de que un evento te pueda dar vuelta, te pueda generar una devaluación, una corrida y estas en problema, porque te destruye toda la rentabilidad que tenes hasta el momento, y en el caso de Linzor tenían Hoyts puede ser?

M.H: si, en 2003 fue eso y lo vendieron en 2010. Pero te puedo dar un ejemplo claro, estábamos a punto de presentar una oferta, no estábamos tan avanzados, pero íbamos a presentar una oferta. Habíamos asumido un dólar de diecisiete cincuenta, dieciocho. Eso fue en junio de 2018, a las dos semanas fue la devaluación que se fue a cuarenta. Levantamos el teléfono, se imaginaran, del otro lado ni les tuvimos que explicar, nos dijeron “si ,si, ya sabemos” y se cayó el *deal*.

El tipo de cambio es clarísimo, es un *deal breaker* totalmente.

F.M: y bueno como dijimos antes el tamaño de la economía. Linzor está en México, Chile.

M.H: Colombia, desde Colombia servían Perú, Argentina lo cerraron ya.

F.M: sí lo vi en la página, de hecho lo nombran a Argentina como país periférico o como para considerar alguna inversión.

M.H: si lo cerraron, incluso cuando dos de los inversores son argentinos.

F.M: además que Argentina, tiene esa situación particular, que tiene sus momentos que estamos como ahora, en una economía destruida, pero cuando repunta, bueno llama la

atención por su tamaño o puede llegar a ser un país llamativo en la región. Ponele a nivel Brasil o Chile.

M.H: si, por el tamaño de la economía vas a ir en orden a Brasil, que es muy distinto, y la mayoría de fondos de *Private Equity* no van a Brasil. A México lógicamente, y después viene Argentina y Colombia, y entre Argentina y Colombia siempre históricamente era más Argentina. Ahora con todas estas crisis, es como que no llega a tener el beneficio de una economía grande. En general la Argentina tiene un PBI per cápita que solía ser lo suficientemente bueno para que uno diga tiene sentido venir a invertir acá. Va a haber demanda para el producto.

2.M.H: si, totalmente desde el principio pasa esto (lo de planificar la salida). El IPO, creo que de todos los *deals* que vimos, la IPO nunca fue una opción. Por ahí México, hay un poco más, pero en el resto de los países no es una opción.

La venta a otro fondo empezó a crecer en los últimos años, es medio raro si te soy honesto, es como hacerse un poco de trampa al solitario, porque te la pasas de un lado para otro justificando valuaciones cada vez más grandes, pero al final del día no sabemos quién paga el precio último.

Nosotros, yo creo que nunca le vendimos, a otro fondo. Siempre la manera lógica, y lo más natural es “¿Quién compraría esto?”, quien es la empresa que va a consolidar. Entonces, por ejemplo, Linzor tenía una empresa de anteojos de sol, y claramente se la tenía que vender a Luxottica, que tenía el setenta por ciento del *market share* mundial.

Compramos hospitales, teníamos dos o tres hospitales, los hospitales son un activo per se que te lo puede comprar cualquiera.

Teníamos Farmashop, siempre el potencial *exit*, creo que la tienen en portfolio.

F.M: desconozco.

M.H: si, Farmashop es como el Farmacity de Uruguay, es gigante. Y esa que yo la veía de cerca.

Pagnifique que era como la compañía que cubría yo, constantemente era Bimbo, nos comprara Bimbo o nos comprara Bimbo. Que tenemos que hacer para que a Bimbo le interese esto. Así que si, para mi es ochenta por ciento ventas a una empresa especializada.

F.M: en ese caso Marian, te hago una pregunta. Por ejemplo, en el que me dijiste de Luxottica, como es que, ustedes toman una participación activa de decir mirenen tenemos esta empresa, les interesa. Ellos, por su tamaño, suelen ir solos digamos, o como es que tenes llegada a ese tipo de empresas. Sabiendo que vos sos un fondo más regional y no algo como KKR o algo de EEUU que puede ser.

M.H: lo que pasa es que el M&A de este tipo de empresas se manejan a nivel local, vos te reunís. En Argentina te reunís con el CEO de Bimbo Argentina. Después el CEO tendrá su proceso interno para llegar al global, para que se lo apruebe el CFO. Pero el *deal* se maneja a nivel local, esto no es tan grande que necesita una fusión a nivel global. En general eso no es un problema.

F.M: básicamente ustedes se manejan donde la empresa es comprada. Se manejan con la parte que quiere comprar local, la parte Argentina, por ejemplo.

M.H: si, cada *deal*. Haber, si el *partner* tiene un contacto, Bimbo local, empieza local y termina global. Depende del *deal*, pero lo más general te acercas a donde conseguiste el contacto, y después al nivel que sigue la transacción va a depender de cómo se organiza la compañía internamente.

F.M: entonces la venta estratégica es de las salidas más importantes prácticamente.

M.H: si.

F.M: el tamaño del mercado de capitales tiene poca incidencia, y esto afecta en cierto punto a la valuación, por ejemplo, en el sentido que tenes una opción menos o no hay problema con alguien que ofrezca dinero por la empresa. Alguien que se ofrezca a comprarla.

M.H: seguro, obviamente que está dispuesta a pagar menos si el *exit* va a ser más difícil, si cien por ciento. Puede hasta en muchos casos, ser un *deal breaker*. Nosotros hemos visto un montón de oportunidades, que decís, a quien carajo le vendo esto. Así que muchos *deals* no pasan del análisis de ok a quien le vendo esto.

F.M: sería básicamente un filtro.

M.H: cien por ciento.

3.M.H: que una mejor tasa impositiva es mejor, claramente. Es un *deal breaker*, no se.

Te voy a dar un ejemplo, nosotros invertimos en Uruguay. Uruguay tiene un tratado de doble imposición con España que tiene uno con Holanda, que tiene uno con Inglaterra. Ósea, vos podés armar una estructura fiscal en la cual a la hora de invertir y desinvertir vos no pagas en Uruguay, lo pagan directamente los GPs y los LPs en el lugar de origen, que suelen ser, o Delaware, o Islas Vírgenes, uno de eso. Entonces desde ese punto de vista, no se qué tan relevante es, es más de la ingeniería tributaria que vas a armar para esa inversión.

Pero si nos ha pasado muchas veces, tener un plan de inversión en una empresa. Por ejemplo, en Pagnifique, había incentivos fiscales que daba el gobierno uruguayo, que cuando vos hacías las cuentas, te convenía invertir cinco millones de dólares en otra línea de producción, porque al final la mitad de eso lo recuperabas en impuestos. Además, podés deducir X, Y, Z.

Osea, si es super importante, esa parte, lo que te diría en la economía real. No en la parte de la conversión per se.

Por ahí de lo que yo he visto, es más de la parte de la economía real, que hago para hacer crecer a la economía.

F.M: bien, no sería tal vez tanto lo que podría ser un impuesto a la movilidad de capitales. Si no más bien el impuesto a la ganancia de algún sector determinado.

M.H: es que, bueno esa fue mi experiencia que es limitada a Uruguay. Porque lo que he visto mayoritariamente es Uruguay y Argentina. Pero la realidad es que si, sino nadie hubiera invertido en ese país. Imagínate que no podés dejar cinco millones de dólares en impuestos, arriba de la mesa. Lo que sí te puedo decir es que para lo que yo vi, era relevante para la economía real.

4.M.H: haber, yo creo que tiene mucha importancia, el impacto yo creo que lo dividiría en dos. Por un lado, vas a pagar más, haber, la TIR que le pedíamos a la inversión en Argentina con cuarenta por ciento de inflación, y un dólar que se iba de dieciocho a cuarenta, no era la misma que le pedíamos a una inversión en México que tenía una inflación del siete por ciento, y un dólar a veinte cincuenta, que por tres años se mantuvo fijo. Entonces, la vara está mucho más alta porque hay más riesgo así que le pedís más retorno.

Aparte de eso, que es un poco obvio, los fondos de *Private Equity* al final administran dinero que no es de ellos, es de los LPs, y los LPs tienen derecho a veto de las inversiones. Entonces, ir a invertir a Venezuela, tenes que tener una muy, muy buena historia, y tenes que mostrarles que vos tuviste en cuenta esto. Puede llegar el punto que muchos LPs que dicen yo, mi mandato de inversión esta dentro de este *scope*, yo no puedo estar en un país de frontera. Yo no puedo invertir en un país con un riesgo país arriba de dos mil puntos básico, te estoy dando ejemplos.

F.M: si, y eso te deja como países preferentes a México, Brasil, Chile, Colombia, y después los otros quedan al vaivén de lo que pasen en elecciones o eventos.

M.H: si, para clarificar, no es que no se meten en Brasil. Es que los fondos que se meten en Brasil son distintos, es otra cultura, es otro idioma, es tan grande Brasil que es como los otros países juntos en términos de inversión. Victoria, por ejemplo, era uno de los pocos fondos que tenía una oficina en Brasil.

F.M: claro, de hecho, lo que hace Victoria es que no están directamente ellos. Sino que mediante otra empresa u otro fondo ellos tienen participación en Brasil, algo así había leído en su página. Así que ahí también se ve un poco esa separación entre Brasil y la región de habla hispana.

M.H: claro. Por eso te digo, se maneja muy distinto, no es que no se invierte, hay mucho *Private Equity* en Brasil, pero no es el *Private Equity* que invierte en Argentina o Chile.

5.M.H: yo creo que es algo que claramente miramos, lo mirábamos más, bueno uno siempre sabe cómo en Argentina funcionan las cosas, entonces ya viene con el preconceito, si ese preconceito es un filtramos compañías por eso, a veces sí. Ósea si me decís, la oportunidad es en recolección de basura, te digo yo no quiero lidiar con Moyano. Pero creo que la pregunta, o la parte más valiosa de la respuesta viene de, en el *due dilligence* es algo que claramente miramos. Cuáles son las contingencias, cuál sería el costo de normalizar el *payroll* de la compañía, cuáles son las potenciales denuncias que te pueden hacer penalmente o económicamente en términos de derecho laboral, etc.

F.M: una pregunta más relacionada con lo que es la administración, para adaptarse a cada industria. Un fondo de *Private Equity*, yo sé que esta el perfil de los que hicieron banking o consultoría. Para meterse en determinado sector con lo que es la gente de consultoría, ya basta para manejar el management o tienen que contratar gente especialista de un sector por ejemplo. No se de agronomía, o de agricultura, ganadería, consumo masivo, lo que sea.

M.H: ósea, lo que decís es cuando compramos una compañía.

F.M: la administración, más o menos que frontera tienen de inversión diez o quince años un fondo de *Private Equity*, o menos.

M.H: cada inversión dura cinco o seis años. Seis años te dura todo el fondo, pero en esos diez años vos tenes que invertir y salir, por lo cual más o menos ponele entre cinco y siete años es lo normal.

F.M: y en esos cinco o siete años, que perfil usan o quienes se especializan en el fondo para manejar la compañía, y que vaya camino a esa valuación que les permita vender, y obtener ganancia.

M.H: eso depende mucho de la compañía, hay compañías que están muy bien manejadas, entonces vos la compras pero no cambias el management, cambias una o dos cosas. El CFO es algo que generalmente ponemos nosotros, porque es el tipo que habla nuestro idioma, pero nosotros no nos ponemos a, los partners se sientan en el board de directores, y dan su opinión etc. Pero al final es el management es el que lleva día a día la compañía, por lo menos ese es el método de Linzor. Capaz hay otros fondos que se manejan distinto.

Consultores, nosotros nunca tuvimos consultores. Eso lo he escuchado mucho en Europa o Estado Unidos, si funciona o no, te soy honesto no lo se.

F.M: ósea que básicamente en el directorio entran los socios, se cambia el CFO, que es lógico para que responda a los intereses del fondo. Pero lo que se refiere a procesos de la compañía aplicación de mejoras no está tan metido.

M.H: depende la compañía de vuelta. Porque ponele que vos compras una compañía familiar, el dueño era el CEO, el presidente, el CFO, todo. Vos compras la compañía, ese tipo no puede seguir a cargo, entonces tenes que contratar a toda la gerencia, la ejecución del plan nosotros no lo hacíamos, la decisión de implementar el plan A o B o C, se discutía en el directorio y era aprobada. Y Linzor era quien ponía la plata, y pedía los resultados, pero no en el día a día.

6.M.H: recordame tenías...

F.M: actividad económica, tamaño de mercado de capitales seguridad jurídica, nivel impositivo y rigidez laboral.

M.H: y en actividad económica, te puedo decir tipo de cambio, pero eso no es actividad económica.

F.M: podríamos llegar a meterlo, que me vinieron marcando bastante, también entra el tamaño de la economía que es algo que hablamos. Qué tan grande es el PBI o PBI per cápita.

M.H: haber claramente las tendencias de industria. Nosotros una de las cosas que mirábamos también, ok no me quiero comprar una Blockbuster en dos mil doce, quiero comprarme Netflix. Entonces qué está pasando en la industria, que está pasando en otros países, entender un poco hacia dónde va a nivel micro, pero no a nivel empresa.

F.M: bueno eso está bueno, el tema de tendencias de lo que es la industria. Tal vez algo más relativo a la parte emprendedora. ¿Ustedes sectores tecnológicos miraban?

Porque viste que el *Private Equity* es mucho más que el sector tradicional, tal vez más industria, consumo, ¿ustedes miraban más tecnología?

M.H: lo que pasa es que era muy difícil encontrar una compañía tecnológica con el tamaño suficiente para que sea el ticket, eso no te dije, tiene que ver con el tamaño. Nosotros tenemos un mandato, ponele el fondo tres de Linzor eran setecientos millones de dólares. Vos esos setecientos, tenes que calcularle que quieres diez compañías del *portfolio*, no podés operar cincuenta, porque así no opera un fondo de *Private Equity*, y éramos veinticinco personas trabajando en todas las oficinas. Entonces setecientos dividido diez te da setenta millones de dólares. En promedio, deberías estar buscando un ticket de setecientos veinte, dado que le pones deuda, *equity*, *Enterprise value*, toda cosa esa de *finance*. Estas buscando una compañía de tamaño de cien o ciento veinte millones de dólares. Compañías de ese tamaño de *tech* en Latam.

F.M: no hay.

M.H: no hay. Entonces, eso también limitaba, está relacionado al tamaño de la economía parcialmente sí, pero era una limitación. Contestando a tu pregunta, una cosa sí, invierte en sectores más tradicionales, pero eso no significa que no están mirando las últimas tendencias. Entonces en consumo, la implementación de *tech* es super importante. Entonces un posible plan de negocios puede ser ese, como agarró un negocio y lo modernizó utilizando un *tech*. Eso tranquilamente sería un proyecto para un *Private Equity*.

F.M: sí es la aplicación de nuevos métodos para hacerlo más eficiente, y bueno en parte reducir costos o aumentar ganancias.

M.H: sí, abrir nuevos negocios, cien por ciento.

F.M: por ejemplo con lo que veníamos hablando antes. Para buscar esos nuevos procesos o para estar atentos, para tener el conocimiento. ¿Cómo hacían para decir bueno esta esté determinado proceso en algún país de Europa o EEUU que se pueda aplicar acá, eso como lo encontraban?

M.H: mira, era mucho, te voy a dar un ejemplo. Estuvimos muy cerca de comprar un supermercado en Argentina, ese supermercado operaba de manera XYZ. Nadie en el equipo sabía de supermercados. Entonces empezamos a juntarnos con expertos de *retail*, de consumo. Que nos dijeron las tendencias están acá, esto es lo que veo, entonces tomamos eso y volvíamos a la compañía, y preguntábamos cómo lo hacen. Y parte del proceso de decisión de inversiones hay una historia acá de cómo podamos crecer, ósea nosotros no lo vamos a hacer crecer, pero tenemos alguna idea de lo que se puede hacer.

Y los expertos, los que nos habían dicho son en general, y ahí sí entra la parte de consultor que vos decías, la gente que en general está cerca cuando hacemos la inversión, como para decirte esto tiene que ir para acá, para allá, no sé si como parte de management. Pero son los que te ayudan a preparar ese plan, se llama *one hundred day plan*.

Entrevista 3

1.Francisco Alvarez-Demalde(F.A): es una buena pregunta. Mira, cuando vos pensas una inversión en una compañía, y haces un modelo de cuánto puede crecer, y a cuanto la compro. Y después en el futuro a cuanto la puedo vender o hacer un IPO, etc. Vos tenes que hacer una proyección, de qué pensas del negocio. Yo te diría que, cuanto influye el tema macroeconómico en esa inversión. Primero, depende mucho de la industria en la que invertís. Y nada es blanco o negro, pero, por ejemplo, una de las cosas que me gusta tanto de

tecnología, que es lo que yo hago, y yo hago tecnología en un momento más de *growth* ¿no?. Después de *Venture*, no hago *Venture*.

El crecimiento de mis compañías no está tan correlacionado con la actividad macroeconómica, porque en verdad, lo que más influye en el crecimiento de las compañías nuestras, en tecnología, es que vos estás invirtiendo a través de una adopción de tecnología, y esa adopción continua a través de los ciclos macroeconómicos.

Ahora, si vos invertís, por ejemplo, en un *retailer* que ya es grande, que ya tiene un *market share* grande en el país que inviertas, supermercados. La realidad es que tu crecimiento va a depender mucho de la actividad económica, si el consumidor consume mucho tus ventas suben, si tenes una recesión donde nadie consume, ósea no vas a crecer, sino que va a bajar el negocio. Entonces yo te diría que el tamaño, la penetración de mercado que tiene ese negocio, y también el sector te indica mucho que tan correlacionado a la economía. Entonces ahí, ciertas compañías o sectores a donde tenes menos correlación, y hay otras que tenes más correlación.

Puede ser bueno o peor, depende cuál es tu negocio. Lo que sí, si vos invertís en sectores o en compañías que tienen mucha correlación con la actividad económica, una de las cosas que yo creo, en Latinoamérica, que me di cuenta a través del tiempo es que, es muy difícil en Latinoamérica invertir en un mismo país constantemente, y que te vaya bien a través de todos los ciclos. Sino que, si estás invirtiendo en sectores relacionados con la economía, pasa a ser más relevante, cuando vendes y cuando compras. Tenes que comprar cuando las cosas se ven baratas y hay recesión, y el mundo se acaba, y hay que vender cuando gana Macri, cuando la cosa está floreciente y la inversión extranjera viene.

Entonces, si uno inviertes más en sectores relacionados con la macroeconomía, hay que pensar mucho en el ciclo, si uno invierte en tendencia seculares que no dependan de la economía ahí no importa tanto la macroeconomía, ahí vos podés invertir en todos los ciclos y encontrar no. Entonces depende un poco del tipo de negocios que haces, y lo último que te diría en cuanto a macro, es más allá de la actividad económica que es un aspecto, crece o no crece la economía. Yo te diría que algo muy importante, por eso para mí la macro, en mi sector la macro no me importa tanto en cuanto a actividad porque mis negocios de tecnología siguen creciendo si hay recesión o no. Si te diría que me importa mucho el FX. Entonces, cuando vos tenes una gran devaluación, si vos invertís en dólares, todo el mundo global de inversiones piensa en dólares, tenes que pensar bien las devaluaciones, y como eso te puede afectar. Entonces el riesgo de FX, como manejas el FX, es una parte muy importante, más allá de manejar la actividad económica.

F.M: si, eso es algo que me destacaron otros profesionales, que el tema tipo de cambio es como del riesgo más grande, porque Latinoamérica como responde bastante mal a ciertos eventos que te pueden provocar una devaluación de la moneda, y te pueden licuar lo que es la ganancia. Y también estaba, esta búsqueda de sectores más dolarizados, como puede ser tecnología, el agro, mercados de *commodities* que permiten resguardarte y que no le pase lo mismo que a empresas de consumo, de cara al consumidor que es básicamente todo moneda local.

F.A: exacto, entonces por un lado tenes el análisis de la actividad económica y cómo influye en tu negocio. Por otro lado, tenes el tema de FX, y no siempre todo es lo mismo, porque por ejemplo vos podés tener un negocio que tenga todo moneda local, ósea que tengas riesgo de FX, pero que todavía tenga un crecimiento. Ponele, invertís en una compañía que haga consumo masivo, pero que haga algo nuevo, que a pesar de que haya recesión va a seguir creciendo, porque es algo nuevo que la gente quiere. Y ahí no tenes tanto riesgo de macroeconomía de actividad, pero si tenes de FX. O también podés invertir en un negocio dolarizado, pero que, si la economía se cae, ósea que ahí tenes que ver.

Lo mejor sería algo que crezca no importa que pase con la economía, y que este dolarizado. Eso sería como la mejor inversión en temas teóricos, pero también nada es gratis, esas inversiones también son más caras. Ósea que desde el punto de vista, ahí te digo otra cosa que no es macro, otra cosa que yo también aprendí en *Private Equity*, que creo que es importante para Latinoamérica es, hay muchas formas de que te vaya bien, lo importante es encontrar tu nicho y hacerlo muy, muy bien. Y a veces Latinoamérica creo que, por una cuestión de menor desarrollo de la industria, hay por ahí varios grupos que hacen de todo, y es difícil ser bueno haciendo de todo. Es como que terminas sin tener tu ángulo.

F.A: ahí hay dos preguntas, una cosa es que nos pasó a nosotros, otra cosa es el mercado.

Lo que pasó a nosotros es. Con COVID vino al principio una baja de actividad económica importante en la región, en la mayoría de los países, en unos más que en otros. Brasil menos porque hizo menos restricciones, Argentina mucho porque hizo muchas restricciones, pero cada país fue diferente, pero en general bajo la actividad económica. Yo te diría que, eso impactó al principio a todo el mundo. Ahora, en nuestro caso como hacemos tecnología, se dio casi un no impacto, y a veces fue positivo. Por ejemplo, *e-commerce* subió muchísimo porque la gente no salía más afuera, y la gente no salió más afuera entonces usó tecnología para comprar. Entonces, la realidad que nuestras compañías y al *portfolio* le fue bastante bien durante COVID, creció bastante y se dio una dinámica que va más allá de la operación, que

es que, la baja de actividad en la economía tradicional o de servicios, bajo tanto que la FED en EEUU bajó las tasas a cero. Y casi todos los gobiernos del mundo, algunos más que otros bajaron las tasas o inyectaron liquidez en la economía, diciendo que hay que salvar la economía, entonces inyectaron liquidez. Esa inyección de liquidez creo básicamente una alocación de capital incremental a tecnología. Ósea, de repente tenes una situación donde a tecnología le fue mejor por COVID, porque la gente usa más tecnología, y hay mucha más plata, y esa plata fue a tecnología. Entonces se dio como un doble beneficio, que yo te diría mi sector en particular fue. COVID fue como una especie de *push* para arriba. Después en el 2021 hubo un ciclo de exceso de valuaciones por esta liquidez extrema, y una vez que empezaron a subir las tasas la liquidez bajo, y ahora vez una corrección de valuaciones y liquidez. Eso es lo que pasó en tecnología, yo te diría por COVID en mi *portfolio* y en general en el mercado.

Ahora, cuando yo miro otros sectores la historia es un poco diferente. Si vos estas en sectores más tradicionales, obviamente la baja de actividad económica por ahí te afectó más, y tuviste que tomar medidas para subsistir durante ese periodo, pero bueno en eso no te puedo contar mucho porque no tuve ahí, pero es un poco lo que yo vi, no sé si tenías un gimnasio, tuviste cuatro meses cerrado, tenes que salvarte como puedas. Y, lo que tengo entendido es que en el 2022 hubo un *boom* de vuelta de demanda, donde todos, gimnasios, hoteles, viajes, todo volvió a full como recuperando la actividad. Pero ahí tuviste que pasar por esa dinámica.

Después, en cuanto a los estados. Mira, yo no vi un impacto positivo en nuestro sector, en tecnología, en cuanto a lo que hicieron los estados. Creo que por ahí, en otros sectores sí hubo líneas de crédito y cosas así, para compañías justamente que tuvieron más problemas pero ahí no te puedo contar mucho porque no sé, no lo seguí de cerca.

F.M: perfecto Fran, de hecho, justo me trajiste a tema la siguiente pregunta más en relación a lo que fue 2021.

F.A: mira, yo te diría a ver, estas preguntas son genéricas, y si uno se pone a analizarlas hay mil variables. Pero estamos tratando de encontrar algunas conclusiones. Yo te diría si miras la economía y la dividís en dos, negocios más de *tech*, que no es exactamente perfecto, pero para pensarlo así. Negocios de *tech* y negocios tradicionales, de viajes, hoteles o supermercados. COVID bajo el nivel de actividad, entonces eso afectó mucho al negocio tradicional, a *tech* le fue bien igual.

Luego la baja en tasas de interés hizo liquidez para todo el mundo, y mucho fue a *tech*, pero fue a todos lados, y los ayuda cubrir a la economía tradicional. Después en el 2022, se dio un

boom de los negocios más tradicionales porque la gente volvió a salir, y yo te diría que la suba de tasas a hecho que baje todas las valuaciones, y haya menos liquidez.

Ahora, para negocios tradicionales yo veo un impacto relativo menor a esa suba de tasas de interés, porque es que en ningún momento las valuaciones fueron “locas” en ese sector, porque venía una revolución tecnológica. Si veo, un impacto relativo más importante en *tech*, que subió mucho, y ahora baja más.

Ahora vamos al impacto económico, ósea con la suba de tasas de interés vos vas a tener menos actividad económica, va a depender un poco que hizo cada país. Por ejemplo, Brasil subió las tasas antes, y eso le salió bien, porque hoy tiene menos inflación y la actividad económica está bastante bien. Va a haber otros países que por ahí no hicieron el ajuste antes de tasa, y lo están haciendo más agresivo ahora y tarde. Y ahí vas a ver, en mi opinión, un impacto más grande. Pero al final del día se espera que haya una baja de actividad, veremos qué pasa no, pero eso es lo que se espera. Y eso va a impactar a todos los sectores yo te diría, unos más, otros menos. Entonces partes de las reducciones de empleados que ves ahora, tiene que ver con eso, se espera menos crecimiento, se espera menos disponibilidad de capital, entonces si vos sos una compañía tradicional, vas a tener menos crecimiento, vas a bajar la cantidad de gente. Y si una compañía de *tech*, que encima perdes platas, tenes que cortar el doble no, porque vas a tener menos actividad y no vas a poder levantar más plata. Entonces, yo te diría que esta esa dinámica, y depende que tipo de compañía sos. Muchas variables. Hay que ver porque lado te vas y como lo explicas.

En tecnología, mismo dentro de tecnología también es diferente. Por ejemplo, mi *portfolio* son compañías sustentables, ya probadas. Entonces la mayoría ganan plata, y si no ganan plata, estoy invirtiendo en crecimiento. Pero yo puedo bajar el crecimiento, la inversión en crecimiento, y no necesito levantar plata, porque son probadas las compañías. Hay mucho en tecnología que es chiquito, o es muy grande, pero no es probado, ahí, no sé, una plataforma gigante de *On-Demand* que no gana plata. Ahí estás en un tema mucho más complejo, porque si tenes reducción de actividad más no hay plata nueva, venís a hacer una reducción de gente no del 10% sino del 70%. O cerras como compañía o te reajustas.

Ahora estamos viendo en tecnología, yo te diría que no es todo lo mismo. Se está separando el mercado en dos, cuando antes en el 2021, en la exuberancia todo subía, todo parecía lo mismo, pero ahora estás yendo a ver, y las compañías que tienen un negocio sustentable les va a ir mucho mejor, que las compañías que tienen negocios que por ahí no eran sustentables.

F.M: sí que es un poco lo que me había comentado cuando estábamos acá en Buenos Aires del ratio de éxito que ustedes tenían, que era comparable al de un *Private Equity* tradicional, incluso más alto. Y que no era tanto esta parte de VC más *early stage* o que digamos daba plata.

F.A: yo no quiero que hagas la tesis sobre nosotros, pero te lo digo más para que sepas como pienso, y también creo que sirve para mirar el mercado. Pero más allá de nosotros, es que de nuevo, en *tech* hay de todo, tenes compañías probadas, compañías menos probadas, y no es todo lo mismo. Obviamente, si entras más *early* en compañías menos probadas podés tener más *upside*, porque entraste mas *early*, pero no necesariamente siempre es el mismo. El problema es que en 2021 todo el mundo invertía en todo, entonces mucha gente pagaba más caro para más riesgo sin darse cuenta del riesgo que estaba tomando. Siempre en *Private Equity* tenes que medir el *upside* con el riesgo.

F.M: si, además esta cuestión del costo del dinero casi de cero en 2021, y eso provocaba que haya estos comportamientos más arriesgados.

F.A: exactamente.

2.F.A: mira, te voy a tratar de ser conciso, porque también tiene muchos factores esto, y por ahí peco de sobre complicarte la respuesta. Pero yo te tiro todo, y vos elegís.

Mira yo te diría lo siguiente, el desarrollo de los mercados de capitales, para lo que es *Private Equity* es clave. Porque si vos tenes un menor desarrollo de mercado de capitales, al final del día, cuando vos estas invirtiendo, y después tratás de proyectar que podés lograr con esa compañía, cuando podés salir, que *exit* podés tener. Por definición, tenes un mercado que es más chico, vas a tener menos opciones de salida, y por otro lado si tenes un muy desarrollado mercado de capitales, y hay más inversión. No solo va a haber más inversiones al principio, sino que cuando vos haces la inversión, tenes una expectativa que vas a tener más opciones futuras, entonces se genera un proceso virtuoso en los dos lados.

Y también se crea un sistema vicioso negativo si el mercado de capitales *shrink*, porque todo el mundo va decir, va a haber menos en el futuro, entonces tengo que hacer menos, y también tengo que hacer menos hoy. Es toda la dinámica de la economía. Entonces tener un mercado de desarrollo de capitales desarrollado, creo que es clave para la inversión en general, siendo el *Private Equity* una de las formas de inversión de la economía bastante importante para Latinoamérica en sí.

Que pasa, cuando yo miro mis inversiones, yo te diría que el mercado de capitales, yo lo pienso, siempre uso la palabra ahora de “avenidas de capital”. Cuando vos estas sentado y

tenes unas compañías, hay “avenidas de capital” y vos tenes acceso a esas avenidas no, como *highways* las llamo en inglés. Tenes accesos o no.

Entonces si estás en un país donde no hay mercado de capitales, donde nadie conoce la compañía, donde nadie le interesa, no tenes ninguna avenida.

De repente, si sos una compañía en un país que sos interesante para el país, pero no para nadie más, bueno quizá tenes la avenida del capital local.

Si sos una compañía que sos interesante para el país, y para la región, tenes los capitales de la región.

Si sos una compañía que vende al mundo, y que podés incrementar tu visibilidad, empezas a tener acceso a más niveles de capital. Entonces por ahí Latinoamérica, no tiene mercado de capitales, pero vos tenes una compañía global, en Argentina o en Brasil, que tenes accesos a capitales americanos. Entonces un poco el juego de los diferentes *pockets* o lugares de capital, nada es lineal, pero el capital es relativamente global, y vos vas accediendo a diferentes lugares. Entonces (lo ideal es acceder a una mayor) una cosa que yo hago con mis compañías, a medida que van creciendo, trato de tener más acceso a diferentes *pockets* de capital para darle más visibilidad a la compañía, así tenes más opciones no, tanto de venta como de IPO.

Para responder tu pregunta, cuales es la salida más normal en Latinoamérica, es claramente una venta estratégica, no un IPO. Pero bueno un IPO es válido si tenes una compañía suficientemente grande, y los IPO en EEUU son los más exitosos, es muy difícil en Latinoamérica, los mercados locales, excepto Brasil que tiene un mercado grande, es difícil hacer un IPO y ser sustentable, para vender tus acciones. No hay muchos casos, por ahí Chile tuvo su periodo, ahora está bastante mal. México más o menos, y Brasil es el gran mercado, pero lo mismo Brasil, hoy en día cuando ves las compañías que fueron públicas en Brasil no tienen tanta liquidez.

Entonces el mercado ideal para hacer un IPO, y para tener liquidez constante y armar algo grande es EEUU, pero bueno, claramente mercado locales te dan más valor. Entonces yo creo que, es eso, ¿cuáles son los limitantes para tener mercados Latinoamericanos?, yo te diría mira todo tiene que ver con instituciones, seguridad jurídica, ósea que no cambien las reglas, que los inversores puedan invertir y puedan planificar, no es tanto el nivel de impuesto, pero más la volatilidad, agregar incertidumbre es muy contrario al mercado de capitales. Y eso, tienen que ver también con cómo hacer para redistribuir ahorro, generar ahorro y ese ahorro convertirlo en inversión productiva. Y esa dinámica de ahorrar, y convertir en inversión que es más un concepto macroeconómico, te diría que en la práctica lo veo bien claramente.

Países que tienen mejores sistemas para ahorrar, entonces las compañías, la gente, las empresas, lo ahorran para la jubilación, se ahorran y esos ahorros se convierten en inversión, por ejemplo, el desarrollo de fondos de pensión locales, que eso generó unos vehículos de ahorro y luego esos ahorros se transmitían en inversión productiva.

Y cuando tenes países que, o no podés ahorrar o todo lo que generas se lo lleva el consumo, o lleva que se lo gaste el gobierno, y ahí tenes muy poca inversión. Entonces yo te diría, hay muchas variables, pero si me preguntás a mí, como hacemos para desarrollar el mercado de capitales Latinoamericano, yo te digo de hacer dos cosas. Uno, poner reglas claras y no las cambias, para el inversor, entendiendo que ganar plata está bien y que las reglas no se cambian.

Dos, construí vehículos para que las empresas y las personas físicas tengan un incentivo a ahorrar, y esos ahorros se conviertan en inversión que después generen un retorno futuro para esos que ahorran.

F.M: Argentina es el típico caso que no incentiva al ahorro, y lo destina la mayoría a consumo, tanto la gente como el gobierno. Un poco quería preguntarte con eso que me contabas de las avenidas de capital, creo que también en el 2021 con lo que es conocido como las SPACs, también su crecimiento fue como la búsqueda de otra avenida de capital o que pensás de eso.

F.A: los SPACs fue algo muy particular, que se correlacionó con un momento del mercado que había mucha liquidez. Entonces, era un muy buen mercado para hacer IPOs, y como un derivado de ese mercado, fuerte en EEUU, con mucha liquidez, con gente que tenía plata y quería invertirla.

Por fuera de la IPO se generó un *boom* de SPACs, que es una especie de IPO pero diferente, donde en vez de vos hacer un *road show* y tratar de armar un libro, y ver cuál es el precio que tiene sentido hacer el IPO, esto es un poco el efecto inverso.

Vos agarras a un SPAC *sponsor*, y agarras a ciertos inversores, y le decís a cuánto te parece que hagamos la valuación, y a tanto. Bueno entonces a ese precio yo lo hago, y después vamos al mercado y le decimos al mercado, este es el precio toma y salgo. Y después la gente compra y vende en cuanto a ese precio, entonces en un mercado donde, te lo voy a complejizar, pero porque el SPAC funcionó en un momento y se armó el *boom*. Porque se armó una especie de dinámica de *momentum*, donde en vez de yo agarrar y hacer una IPO a diez, o tratar de buscar el mercado y los banqueros me decían “no, bajémoslo”, y vos hablabas con las cuentas, y salís a diez, y después subía a catorce.

En vez de hacer el IPO tradicional, vos decías, no sabes que, voy a hablar con Federico que tiene un SPAC. Y como todo subía, como Federico tiene un SPAC, y piensa que puede agarrar una compañía y convencerla, en vez de diez le va a ofrecer un poquito más, le va a decir mira yo te pago catorce, te voy a dar más de lo que te voy a dar si vas con el tradicional IPO. ¿Y porque la gente invertirá en ese SPAC de Federico?, y porque pensaba que igual todo iba a subir, entonces si Federico invertía en catorce, y yo invertía antes, otro mañana iba a invertir todavía más, y después iba, y hacía una especie de *pipe* antes de que cerrara la SPAC, y el *pipe* decía porque quieres que invierta.

Encima, el SPAC te da una estructura que le da *warrance* al que invierte primero, mientras antes invertís, más ganas, entonces se armaba una especie, es como una estructura que incentiva a la bola de nieve, más que el IPO tradicional donde todos entramos en el mismo precio, es como que antes entras, más ganas. Entonces se generó esa dinámica donde, che con un SPAC si yo entro antes al SPAC, como me da *warrance* gano más que el que entra después. Si entro en el *pipe* gano más porque apenas cerremos, va a entrar otra gente a más precio, todo el mundo quiere entrar antes, entonces el SPAC en algún sentido, canalizo dos dinámicas.

Una era que había más liquidez, y la segunda, era que todo subía. Y como todo sube generas esa dinámica de efervescencia, entonces por eso funcionaban las SPACs, cuando esa efervescencia baja y no todo sube, sino que todo baja o se mantiene *flat*, los SPAC se muere. Para que voy a comprar eso si nada sube.

Entonces el SPAC fue algo, siempre va a haber lugar para hacer un SPAC, pero el gran mercado de SPAC del *boom*, fue porque la estructura del SPAC generaba una especie de FOMO en las decisiones de inversión, yo esto lo explique bastante bien en un webinar que hice en el momento del pico del SPAC, donde traje al banquero que hizo los más SPACs de EEUU, y un CEO nuestro que hicimos un SPAC, y bueno ahí me preguntaban y lo explique claramente. Mira porque hay SPAC, por esto, porque entra uno antes que otro etc, entonces es como que monetizas ese interés.

Pero el SPAC una vez que, imagináte si vos tenes mucha incertidumbre y no sabes si va a subir, vos no le vas a poner un SPAC a Federico para que haga un SPAC, porque sabes que va a ser muy difícil que consigas una buena compañía. Es más lo que pasó fue que la mayoría de los SPACs que cerraron, cerraron a diez, porque es el precio que se usa, a diez dólares, y casi todos bajaron de diez a tres, a cuatro, ósea todo el mundo perdió plata.

F.M: es un poco lo mismo de lo que estábamos hablando antes, lo que genera el costo del dinero casi cero, y el hecho de que todo suba, ahí es cuando las papas queman.

F.A: exacto, y si vos tenes un buen negocio por ahí se desploma una valuación nueva, y está todo bien. Ahora, si tenes un negocio que dependía de la plata y que no había negocio, todo subía, todo parece bien, una vez que la plata desaparece, puf tenes cero. Es lo que le paso a FTX no, de treinta *billion* a cero. ¿Y por qué?, y bueno nos quedamos sin plata, y que había, y no había negocio, estaban pasando plata de un lado a otro, en ese caso había fraude. Hay otras compañías que no había fraude, e igualmente iban a ir a cero. Pero bueno esa es la dinámica típica de un proceso de liquidez extrema y de baja de liquidez.

F.M: no, además lo negativo de eso es que afecta a todo el ecosistema en sí, porque hay *start-ups* o empresas que mantienen un *management* sustentable, y por una cuestión talvez dependen de mucho dinero y terminan cayendo, afectan negativamente a estas porque no pueden acceder al crédito que necesitan.

F.A: si, mira en ese argumento Fede, yo en ese sentido estoy del otro lado, yo siempre incentivo y aplaudo, mientras no haya fraude, a cualquiera que quiera ir con todo y que quiera vender, y que quiera levantar, creo que al final del día es bueno porque genera más visibilidad, la plata va.

Vos pensa, tomate un unicornio que junto mucha plata, que por ahí no es sustentable, por ahí va a fallar. La realidad es que esos emprendedores yo los admiro, hicieron un gran trabajo y generaron un montón de nuevos empleos, que por ahí ahora desaparecen, pero toda esa gente aprendió mucho, y después esa gente va a trabajar en otras compañías. Entonces yo creo que al final del día, yo soy positivo siempre que sea bajo la ley y con ética, yo soy positivo con probar todo. Mismo las cosas de hagamos una compañía de viajar a marte, ósea cualquier cosa esta bien, porque generas desarrollo económico, generas nuevos trabajos.

Ahora, hay que aceptar en forma bien de que las cosas a veces no funcionan, si tomas mucho riesgo, ósea es una cuestión de riesgo, quieres probar algo nuevo, no funciona, bueno no funciona, pero toda esa gente tuvo su periodo de entrenamiento, de conocimiento, y aunque sea van a poder trabajar. Te aseguro que cualquiera que fue a trabajar a un unicornio, que ahora falla, puede volver si quiere a un negocio tradicional, vuelve con más experiencia, entonces yo no lo veo, no tengo ese discurso, es una opinión, negativa. Al revés, no creo que afecte a los más probados, porque al final del día parte de tu trabajo es explicar bien quien sos, y lo que hace tu compañía, no me parece, me seguís lo que te digo.

F.M: si, perfecto. De hecho ayer, justo estaba leyendo un artículo de Lemon Cash que también, fue uno de los primero acá en Argentina en hacer los despidos masivos, y gran parte de lo que fue la planta laboral logró encontrar trabajo en programación.

F.A: yo no culpo, al revés, felicito a los emprendedores que tomaron el riesgo de armar un negocio, de querer crecerlo, contratar gente, levantar plata. Bueno, si funcionó, bárbaro, y si no funcionó, bárbaro también, y bueno hay que hacer otra cosa. Pero es parte de la innovación, lo único que critico es si alguien está mintiendo y está haciendo fraude, obviamente eso está mal, pero crecer y que no te funcione el negocio, no, parte de la dinámica, ese es otro tema, pero yo creo que una de las cosas de *entrepreneurship* en Latinoamérica que es muy importante, E.E.U.U. tiene pero va perdiendo, tiene que mantener, algo que Latinoamérica no tiene. Es que hay que aplaudir el éxito, y también aplaudir el fracaso, el intento, en vez de que todos seamos envidiosos. El que es exitoso es mala persona, y el que trato de hacer algo, y le salió mal, ah viste te fue mal, yo sabía que te iba a ir mal. Esa actitud genera menos emprendedurismo, y genera peor desarrollo económico. Entonces es mucho mejor aplaudir, que todo el mundo avance, pruebe e intente, y eso genera buen desarrollo.

3.F.A: cien por ciento, yo te diría que el tema impositivo, se relaciona con el tema regulatorio, yo no estoy en negocios regulados. Pero si me importa mucho la tributación, porque generalmente fondos como el mío, profesionales, pagamos todos los impuestos, hacemos todo bajo la ley. Entonces la tributación es muy importante, si estuviese en un fondo regulado, te diría que las dos me parecen importantes, tributación y regulación, pero es todo lo mismo. Es como un gobierno actúa, y yo te diría que hay dos variables.

Uno es cuantos cambios se hacen, y otro es el nivel de imposición.

La volatilidad de los cambios es muy negativa, ósea cambiar las reglas es muy malo, porque si yo invierto en un lugar, y yo sé cuáles son las reglas, y después no me las cambian, al final del día el capital ajusta por eso e igual invierte. Ahora si un país cambia las reglas en forma constante, va a recibir muy poca inversión. Y va a recién volver a ganar credibilidad después de mucho tiempo, la historia es relevante. Entonces los países que han mantenido reglas por mucho tiempo, a pesar de que sean cargas tributarias altas, reciben más inversión que los países que no, porque cambiar las reglas es terrible. Es un poco lo malo que le está pasando hoy a Chile, donde tuvo reglas muy claras mucho tiempo, de repente se cambian las reglas, y yo creo que el gobierno no entiende lo negativo que tiene eso, de que pierde inversiones que antes se hacían en Chile a cuarenta años, hoy los que invierten a cuarenta años dicen no, Chile se convirtió en un país que no respeta lo que son las reglas. Si respetas las reglas es clave para que el capital diga, sabes que voy a invertir, aunque sea sé lo que estoy haciendo. Después la carga tributaria yo la puedo meter en el modelo, entonces ahí me va a el segundo

factor, que es menos relevante pero que también es relevante, que es qué nivel de carga tributaria, y eso es bastante simple, mientras más carga tributaria hay, menos atractiva es la inversión. Por ende, si vos tenes dos negocios iguales, en un país u otro, o te diría si vos podés hacer un negocio a venderle a EEUU, y te da lo mismo hacerlo en un país u otro, ¿a dónde vas a ir?, al que tiene menos impuestos o más impuestos.

F.M: al que tiene menos.

F.A: bastante simple, entonces los países que son inteligentes. Si sos un país gigante, podés hacer otras cosas, si sos un país relativamente chico, vas a tratar de permitir que puedas venderle al mundo, porque conseguís más mercado, y segundo, no cambiar las reglas, porque ahí vas a tener más capital. Y tercero, tratar de tener la menor carga impositiva posible, porque así vas a atraer mucho más capital y talento, que si no haces eso.

Y los países que tienen cargas tributarias más bajas, en este mundo, hoy en día atraen, vos fijate lo que le paso a Irlanda, que paso de ser un país irrelevante en Europa, a ser uno de los países con más riqueza de Europa, porque tuvo reglas claras y bajos impuestos. Entonces todo el mundo se fue a armar compañías a Irlanda, todo el mundo invirtió, etc, etc. Porque es el mejor lugar para ir, entonces al final del día, en las decisiones de inversión tiene mucho que ver, estas cosas que te digo.

F.M: no, además una cuestión ahí, bueno Irlanda que se convirtió básicamente en la casa matriz de varias empresas tecnológicas que se fueron a Europa. El hecho esté de que entrar sea fácil, y también hay poco incentivos a irse si es que le mantienen las reglas.

Y ahí se hace diferencia, porque nosotros hablamos de carga tributaria en general, talvez algún impuesto en específico, el impuesto a la ganancia, o la movilidad de capitales, puede ser alguno más relevante que otro, o se engloba todo.

F.A: si obvio, depende el sector, pero si me preguntas, yo creo que el que menos impacta es el impuesto a la ganancia, al menos que sea ridículo, porque siempre que vos pagas después de que ganas está todo bien. Pero los peores impuestos, son los impuestos a las ventas, impuestos a las transferencias, te transfiero de un lado a otro, y te tengo que pagar impuestos. Estas matando la innovación en la economía, o te pago impuesto sobre las ventas, a pesar de que no gane plata. Entonces si vos empezas un negocio que no gana plata desde el día uno, quien va a invertir en un negocio que pierda plata por cuatro años, hace muy difícil la innovación. Y haces que los monopolios históricos que ganan mucha plata por contactos políticos, o porque ya tienen un negocio monopólico, les haces más fácil el negocio a ellos. Ósea, nadie va a disruptirlos porque son los únicos que pueden pagar los impuestos. Entonces

esto es algo muy obvio que yo no entiendo como los políticos no se dan cuenta, pero hay una dinámica populista y de corto plazo de votos, que es algo cultural, que hace este todo al revés.

F.M: si, de hecho, este último semestre había tenido impuestos e IIBB solo esta en Argentina, y en otros dos países de África. Así que imagínate el nivel de locura.

F.A: si, pero no es solo en Argentina, en Brasil también tenes cosas así, en todos los países. Lo que pasa es que en Argentina es como el campeón mundial de ridiculez, y después el FIFA ranking te digo que algunos otros países de Latinoamérica tienen también cosas raras.

4.F.M: me dijiste la importancia histórica, y de mantener las reglas. Y creo que es algo que sufre Argentina, el hecho de tener un historial negativo, que venga una presidencia que intente dar medidas más pro-mercados o captar inversiones, que tampoco sean tan efectivas porque después, viendo la historia sabes que eso puede cambiar, y no te da incentivos a quedarte como inversor.

F.A: ahí te doy una idea, que puede ser una tesis *by itself*, que es lo siguiente, que es una cosa que yo hablé cuando fui, en su momento hubo un evento del foro de inversiones en Argentina. Básicamente como yo lo pienso es, el capital es cantidad y plazo. Entonces vos tenes capital que invierte a un día, capital que invierte a un mes, capital que invierte a cinco años, capital que invierte a cuarenta años, tenes diferentes formas de capital y de inversores. Entonces lo importante no es solo la cantidad, pero también el plazo. Cuando vos pensas en inversores que invierten a un mes ponele, que compran bonos y venden, que compran acciones, activos líquidos. Ahí yo te diría que las instituciones de un país y el cambio de reglas es menos relevante, ¿por qué?, porque los tipos dicen bueno, las cosas van promercado, invierto ahora, y en el momento que ven que va a cambiar, venden. Es volátil, eso genera mucha volatilidad de capital en Latinoamérica, porque tenes mucha volatilidad y ese capital es el llamado capital golondrina, yo no creo que sea mal capital. Todo capital es bueno, pero vos tenes que saber que ese capital es de corto plazo. Entonces va a meter plata cuando las cosas se ven bien, y va a salir antes, ósea al toque que las cosas salen mal. Pero ese capital te sirve, para financiar el corto plazo, entonces tenes que tener cuidado y tenes que evitar que ese capital de corto plazo te sirva para el largo plazo. Que creo que ese es un error que tuvo el gobierno de Macri, Macri pensó que ese capital que llevo de repente, que fue mucho, porque el país cambio de rumbo, pensaba que era de largo plazo, pero se le fue en un día. En el momento que perdió las primarias, o la cosa se complejizo en el 2019, chau se fue, en un día bajo la bolsa. Entonces ese es el capital de corto plazo.

Luego, tenes el capital que yo llamo, de cinco años, o si quieres antes de ese. Ósea es difícil porque podemos hacer diez capitales, pero yo creo que esta el capital de corto plazo, de los fondos líquidos.

Después tenes el capital que yo llamo de local, que es *family offices* y grupos locales que por ahí son capitales a tres años, que son bastante volátiles, porque las familias saben que van y vienen, pero que invierten a dos o cuatro años.

Después tenes el capital de *Private Equity*, que es un capital de cinco o seis años.

Y después tenes el capital de los fondos de pensión, ponele Japón, que son carreteras a cuarenta años. Entonces eso son los capitales que tenes, entonces vos para tener todas las formas de capital, y que llegara al momento donde tenes más inversión. Tenes que mantener las reglas fijas, lógicas por mucho tiempo, y ahí vas logrando todo, tenes el capital de corto plazo, tenes el capital de *Private Equity*.

Eso en un momento lo logro Chile y Brasil, donde tenías inversiones en carreteras, literalmente, a cuarenta años. Argentina no logro todo eso, logro solo el capital golondrina, y algo de *Private Equity*, y después desapareció con el cambio de ciclo. Entonces yo creo que hay una correlación entre, no solo cantidad, sino también el *tenor* del capital, e instituciones, y previsibilidad jurídica. Y obviamente, yo prefiero tener un poquito menos de capital, pero que sea de largo plazo, que tener más capital de corto plazo, porque, porque el capital de largo plazo me permite genera como país, me permite generar valor estructural futuro. Te permite armar carreteras, aeropuertos, fabricas, desarrollar gente, realmente armar un desarrollo económico. Cuando el capital de corto plazo por ahí me permite un poquito de bienestar por dos meses, pero después si no se convierte en inversión productiva, desaparece fácil.

F.M: no, esto me parece buenísimo porque además ese capital de largo plazo te ayuda a mejorar tu infraestructura, y tu historial en todo caso, y se genera ese feedback positivo que te vuelve más resistente a ciertos eventos, o en el caso de Argentina, el hecho de que sea muy personalista te ayuda a opacar esos efectos, y refuerza a las instituciones del país en sí. También me parece buenísimo esto de relacionarlo con la forma de negocio que es el *Private Equity*, que es poco líquido si lo comparamos.

F.A: es poco líquido, a cinco o seis años. Entonces cuando vos invertís. Yo te diría si ves la historia de los países, ciclos y contra ciclos. Cuando el ciclo vuelve a venir, primero viene la plata de corto plazo, de fondos, bonos, cosas así. Segundo, vienen las familias que empiezan a comprar, porque ven que la cosa sube. Tercero, viene PE. Y recién después, si todo va bien, y dura varios años, ahí te empieza a llegar la plata grande, de cuarenta años. Y eso muchos

países nunca llegaron, Argentina lo tuvo en los noventa, en un momento de los noventa, pero después de eso no lo tuvo más.

5.F.A: si, mira en esto te voy a decir dos cosas. Uno, tenes toda una discusión si quieres más filosófica o de que tipo de sociedad quieres, en cuanto a cuanta rigidez laboral quieres y beneficios sociales. Y ahí hay un debate interesante para tener, y yo te diría que yo no pienso que lo mejor sea que no tengas nada, ningún *safety network*, es más yo creo que como valor ético, creo que es bueno que haya derechos laborales, que haya mecanismo de protección para el que se queda sin trabajo, etc. Porque lo compartimos como sociedad, y prefiero por ahí tener cierta dinámica de darle un *safety network* a todo el mundo, es como tener un seguro, porque todo el mundo puede, si alguien le va mal tenga su red, al que le vaya bien le vaya todavía mejor, osea que hay una discusión filosófica.

Ahora, más allá de esa discusión, claramente en Latinoamérica hay lugares de excesos de rigidez y de reglas laborales que yo te diría son realmente ridículas, que están funcionando para una economía como si estuviésemos en 1940, haciendo tornillos. Ósea la cosa cambio, no estamos en 1940. Entonces, hoy en día si las leyes laborales en Latinoamérica son realmente subóptimas en mi opinión, es clarísimo.

Y si hay un cambio laboral, hay un espacio para hacer un cambio de leyes muy claro, que no perjudica al trabajador, y lo deja igual o mejor, y que por ahí te aumenta el empleo de forma substancial. Porque hoy las empresas cuando vos quieres contratar, hace la cuenta, cuanto me sale contratar alguien, si no funciona, cuanto me sale echarlo, cuanto me sale tenerlo, cuanto me salen las cargas sociales, cuanto me salen los impuestos. Y cuando vos le metes las cargas sociales y los impuestos, y lo que te sale echar a alguien, pensas dieciocho veces, y en vez de contratar a cien, contratas a veinte, literalmente. Ósea que podrías contratar más gente, si las reglas fuesen más lógicas, entonces lo que termina pasando, termina habiendo un decrecimiento económico general porque las reglas, y donde todo el mundo pierde, osea la torta se hace más chica. Y dentro de esa torta, los sectores subprotegidos terminan recibiendo muchos más beneficios, y después tenes todo un mercado informal de gente que no tiene derechos. Ósea si lo pensas desde afuera es ridículo, las dinámicas de poder.

F.M: si, hay gente que prefiere estar en la informalidad que incluso esto yo lo había, lo habíamos analizado una vez con un profesor de secundaria también, cuánto te costaba tener un trabajador y era como pagar dos sueldos, y un poco más. Y también relaciona a lo que fue la pandemia, que acá hay una pregunta, pero lo podemos hablar de manera generalizada, las medidas que acá se tomaron en Argentina, no se si replicaron en otros países de

Latinoamérica. Como las dobles indemnizaciones, la prohibición de despidos, son esas cosas que te complican todo.

F.A: es ridículo, es lo típico, es algo que estaba hablando a la mañana, es la típica dinámica donde es corto plazo versus largo plazo, y política populista versus realidad. Si vos hoy en Latinoamérica, mejoras las leyes laborales, y haces que todo el mundo se incluya, lo haces mucho más eficiente, haces que haya una red de protección para lo que pierden el trabajo, pero que esa red de protección es clara, hasta puede ser un seguro, por ejemplo, y que es bien claro cuánto sale, y todo el mundo lo paga. Pero metes a todo el mundo, y tenes flexibilidad, donde las compañías pueden contratar y descontratar.

Hace treinta años las carreras eran más largas, porque la economía cambiaba menos, cada año de los últimos cien años la economía cambia más rápido, entonces tener un sistema rígido es ridículo, no es lo que las compañías necesitan. Entonces por ende lo que pasa, y las compañías son las sociedades, la gente misma, no es lo que la gente quiere, entonces que pasa lo que terminas generando es que la torta sea mucho más chica. Entonces rompes crecimiento económico, si vos tuvieses un sistema más flexible, más lógico, crecería el empleo de forma substancial y la inversión en PE crecería, y genera crecimiento económico para todos.

F.M: y de hecho, hablando un poco, este tema de los *lay-offs* masivos, y especialmente algo más típico del sector tecnológico, la movilidad es algo bueno que tiene. Si talvez esta ahora el tema de que están despidiendo, pero por tus *skills*, eso te permite encontrar trabajo dentro de todo bastante rápido. No me quiero imaginar lo que pasaría aca en Argentina si hubiera despidos masivos así, creo que podría llegar ser terrible.

F.A: ¿en que sentido?

F.M: y de que tengas leyes laborales tan estrictas en todo tipo de sector, si lo pensamos para cualquier industria.

F.A: si, habría más empleo seguro, y habría más empleo formal. Hoy el empleo formal en Argentina es bajísimo, hay mucho empleo informal. Se triplicaría el empleo formal, y el empleo total crecería, porque hoy en día las empresas no contratan porque les sale caro, tienen miedo, juicios laborales. Entonces, estamos no dándole la posibilidad a la economía, a la gente de realmente poder lograr su poder económico. Es una falacia pensar que, poniendo restricciones y costos, es como hacer una ley de que ahora todos somos contentos, la ley de la felicidad. Es lo mismo que la inflación, bueno, hagamos que los precios no puedan subir por ley. Suena lindo, pero no funciona en la práctica. Entonces poner reglas sobreprotectoras lo que te genera es que los empleos son menos, ok, los cuatro bancos, los empleados bancarios

ni pierden el trabajo, y cobran por ahí mucho pero después la economía no genera empleo, y no hay empresas sustentables, entonces hay menos trabajos.

F.M: si, justo que ahora nombras la inflación, no sé si escuchaste a la mañana, hubo un comentario que la inflación era una cuestión psicológica.

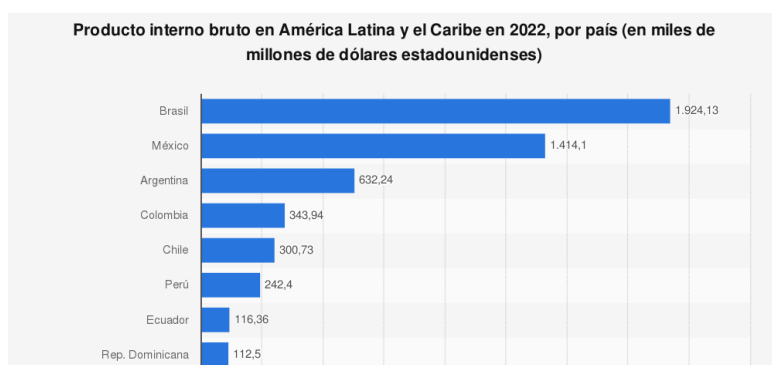
6.F.M: yo acá te quería hacer una pregunta, que justo estaba pensando hoy a la mañana. Vos a la hora de invertir, un poco que ya veníamos hablando de los *founders* o de los managers, vos que le das más importancia a un negocio donde quieras entrar o al *management* en sí. Que tanta importancia tienen el *management* en tu decisión de inversión.

F.A: Las dos cosas, es difícil elegir una, para que yo invierta tiene que haber las dos cosas. Un negocio bueno que yo creo, en mi opinión, que es un negocio que le va a ir bien, va a crecer, los clientes quieren comprar el servicio, entonces que hay crecimiento y funciona. Y *management* espectacular que se mate laburando, sea buena gente, que sea ética, que cumplan las leyes, que hagan las cosas bien, que sean honestos. Todo eso tiene que estar para que yo diga vamos a invertir. Y yo creo que al final del día, cualquier forma de *Private Equity* piensa igual, ósea te estos diciendo algo muy simple, pero es muy difícil hacer una buena inversión si no tenes los dos componentes. Después obviamente hay una parte minoritaria que no le importa la ética, pero esos son casos, generalmente la industria del PE es muy profesional, funciona bien, no he visto casos de falta de ética. La falta de ética generalmente la encontras en negocios informales, en personas individuales, en políticos. A pesar de que lo dice la prensa, no lo encontras en los grupos de PE.

F.M: y vos con respecto a eso, porque yo en UdeSA hace un par de semanas atrás se hizo un evento de *start-ups*, uno de lo emprendedores que participó, hablando un poco del caso de FTX, y de Sam Bank Friedman, dijo que casos así en Latinoamérica, podían perjudicar y tener un impacto negativo mayor que lo que sería EEUU, por una cuestión de *deal-flows*, y de reputación. ¿Vos pensas que no es así?

F.A: no, yo creo que no es parecido, en mi opinión. Obviamente casos generales de fraude impactan la confianza en la psicología de la gente, entonces si vos tenes un fraude grande en una compañía de tecnología de Latinoamérica, eso va a impactar en la psicología de la gente en general en el sector. Pero bueno, eso no quiere decir que todo el mundo sea igual, ósea después ahí tenes que agarrar, y en general yo conociendo al mercado bastante de cerca, yo no me he encontrado con mucha gente, la gente que conozco, los emprendedores son gente ética que hace las cosas bien. Es un sector sano, no veo, pero bueno siempre hay cosas así de exageraciones, y obviamente si hay un fraude, esa persona tiene que sufrir las consecuencias, pero no veo que sea diferente entre EEUU y Latinoamérica.

Tabla 1



Fuente: IMF, Statista.

Tabla 2

Argentina

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)
Growth	-0.0418*** (0.00714)	-0.0424*** (0.00783)	-0.0432*** (0.00768)	-0.0421*** (0.0111)
Unemployment	0.0238* (0.0105)	0.0251* (0.0120)	0.0247* (0.0110)	0.0235 (0.0143)
Mcap	-0.0112*** (0.00165)	-0.0115*** (0.00205)	-0.0120*** (0.00211)	-0.0113*** (0.00278)
Loans		0.000911 (0.00300)		
CorpBonds			0.00725 (0.0109)	
IEF				-0.000222 (0.00653)
Constante	1.145*** (0.188)	1.144*** (0.200)	1.142*** (0.195)	1.159** (0.454)
Observaciones	12	12	12	12
R-cuadrado	0.859	0.86	0.867	0.859
R-cuadrado ajustado	0,8055	0,7806	0,7911	0,778
Errores estándar en paréntesis				
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1				

Fuente: Greco (2012)

Tabla 3

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4
gdp_growth	0.0325** (0.0106)	0.0163 (0.0133)		
int_spread	-0.00670 (0.0275)	-0.0477 (0.0398)	-0.0221 (0.0396)	-0.0436 (0.0365)
rule_law	-0.116 (0.111)	-0.00260 (0.152)		
corrup_control	-0.826*** (0.175)		-0.355 (0.236)	
admin_req	-0.0506 (0.0638)	0.0419 (0.0843)	0.0539 (0.0835)	0.0787 (0.0904)
tax_burden		0.0149** (0.00589)		0.00861 (0.00713)
unemploy			-0.0150 (0.0175)	-0.0159 (0.0196)
protec_prop_rights			-0.00869 (0.0380)	-0.00678 (0.0440)
Constant	-0.138 (0.250)	-0.856 (0.537)	0.215 (0.694)	-0.237 (1.102)
Observations	13	13	13	13
R-squared	0.885	0.750	0.763	0.740

Fuente: Elizalde (2017)

Tabla 4

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3
gdp_growth	0.000883 (0.00243)	-0.00197 (0.00449)	
int_spread	-0.0133* (0.00622)	-0.0105 (0.0124)	-0.0180** (0.00577)
tax_burden	0.0197** (0.00607)	0.0172 (0.0114)	0.0152** (0.00599)
corrup_control	-0.506 (0.311)		-0.458 (0.278)
admin_req	0.0341** (0.0139)		0.0235* (0.0114)
rule_law		0.127 (0.185)	
unemploy			0.00530 (0.00396)
protec_prop_rights			0.0370 (0.0324)
Constant	-1.564** (0.481)	-0.987 (0.864)	-1.346** (0.478)
Observations	14	17	14
R-squared	0.832	0.686	0.883

Fuente: Elizalde (2017)

Tabla 5

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3	(4) Modelo 4	(5) Modelo 5
gdp_growth	0.00929 (0.0125)	0.00912 (0.00594)			
int_spread	-0.00489 (0.0168)		-0.00944 (0.0137)	-0.00876 (0.00745)	-0.00560 (0.0140)
tax_burden	-0.0339 (0.0440)	-0.0377* (0.0190)	0.00298 (0.0488)		
rule_law	-0.0609 (0.373)				
corrup_control	0.0744 (0.222)	0.132 (0.133)	0.193 (0.177)	0.192 (0.165)	0.226 (0.214)
admin_req	0.00212 (0.0232)		0.0100 (0.0208)	0.00933 (0.0162)	0.00664 (0.0198)
protec_prop_rights			0.0485 (0.0328)	0.0470* (0.0210)	0.0397 (0.0346)
unemploy					-0.0144 (0.0526)
Constant	2.804 (3.421)	3.083* (1.554)	-0.159 (3.843)	0.0743 (0.189)	0.182 (0.442)
Observations	14	17	14	14	14
R-squared	0.378	0.352	0.461	0.461	0.466

Fuente: Elizalde (2017)

Tabla 6

Colombia

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Growth	0.00737 (0.0124)	0.00187 (0.0113)			
Rcallnt	0.00698* (0.00267)	0.00808** (0.00242)	0.0178** (0.00326)	0.00382 (0.00210)	0.00736** (0.00273)
Unemploy	0.0174 (0.0130)	0.0118 (0.0119)	0.00795 (0.00345)	0.0146** (0.00459)	0.00702 (0.00514)
Mcap	0.00111 (0.00116)				
RD	0.343 (0.333)				
Loans			0.00843** (0.00145)		
CorpBonds				0.265* (0.115)	
IEF					-0.00110 (0.00649)
Constant	-0.366 (0.242)	-0.230 (0.204)	-0.285** (0.0465)	-0.375** (0.122)	-0.0497 (0.357)
Observaciones	9	9	6	9	9
R-cuadrado	0,8911	0,8528	0,9767	0,8888	0,772
R-cuadrado ajustado	0,7097	0,7055	0,9417	0,8221	0,6352
Errores estándar en parentesis					
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1					

Fuente: Greco (2012)

Tabla 7

VARIABLES	(1) Modelo 1	(2) Modelo 2	(3) Modelo 3
gdp_growth	-0.0278 (0.0279)		
int_spread	-0.0178 (0.0581)	0.0249 (0.0396)	0.0218 (0.0321)
tax_burden	0.0289 (0.0261)	0.00635 (0.0249)	
rule_law	0.596 (0.910)	-0.0461 (0.892)	
corrup_control	-0.0957 (0.615)	-0.259 (0.559)	-0.327 (0.358)
admin_req	0.0279 (0.0582)	-0.0166 (0.0445)	-0.0177 (0.0350)
unemploy		-0.0463 (0.0276)	-0.0487** (0.0199)
Constant	-2.682 (2.285)	0.443 (2.552)	1.008 (0.564)
Observations	14	14	14
R-squared	0.303	0.432	0.427

Fuente: Elizalde (2017)