

**El rol de los fondos de pensiones como inversionistas en la industria de
capital privado en Colombia**

Alejandro Escallón

Felipe Sánchez

Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA

Administración de empresas

Bogotá

Diciembre 2017

**El rol de los fondos de pensiones como inversionistas en la industria de
capital privado en Colombia**

Alejandro Escallón

Felipe Sánchez

Tutor: Alexander Guzmán

Colegio de Estudios Superiores de Administración – CESA

Administración de empresas

Bogotá

Diciembre 2017

Contenido

TABLA DE CONTENIDOS	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
1. ABSTRACTO	4
2. INTRODUCCIÓN	4
3. PROBLEMA	13
4. HIPÓTESIS	14
5. METODOLOGÍA	15
6. OBJETIVOS	17
7.1 KANDEO INVESTMENT ADVISORS	18
7.2 BAMBOO CAPITAL PARTNERS	23
7.3 HIG PRIVATE EQUITY	25
7.4 INVERLINK ESTRUCTURAS INMOBILIARIAS	27
7.5 ASHMORE MANAGEMENT COMPANY COLOMBIA	30
8. CONCLUSIÓN	31
BIBLIOGRAFÍA	34

1. Abstracto

La investigación habla del potencial rol de los fondos soberanos de inversión en la consecución de recursos de los fondos de capital privado en Colombia. Presenta el problema de la elevada concentración que tienen los fondos de pensiones y cesantías colombianos en la inversión de dichos fondos. Esto causa la disminución de la competitividad, innovación, y facilidad de consecución de los recursos de los fondos de capital privado colombianos. La solución a esto es presentada como el reemplazo del rol que juegan los fondos de pensiones colombianos por los fondos soberanos de inversión, lo que generaría una menor concentración por tipo de inversionista en los fondos de capital privado. La metodología propuesta para sustentar la hipótesis es un método cualitativo basado en entrevistas a los directores de los 5 fondos de capital privado en el país, queriendo lograr así explorar la percepción general de los líderes de ésta industria para solucionar el problema de concentración por tipo de inversionista en sus fondos.

2. Introducción

Los fondos de capital privado han sido vehículos de inversión determinantes para el desarrollo económico, financiero, y empresarial de las últimas décadas. Su historia empieza a finales de los años 70 en Nueva York de la mano de los banqueros de inversión más influyentes del momento, quienes empezaron a migrar de una industria de asesorías financieras a clientes que tenían necesidades transaccionales, a desarrollar estrategias y manejar fondos activamente que ellos mismos invertían (Cohen, 2013). Las inversiones eran en su mayoría en empresas privadas y listadas en Bolsas en Estados Unidos y Europa, y para comprarlas, se desarrollaron métodos de endeudamiento muy sofisticados, usando instrumentos financieros como bonos basura, deuda subordinada, deuda junior, y deuda senior. Todo esto para lograr el equilibrio entre maximización de la rentabilidad del capital propio, y la minimización del costo del capital (Albert, 2013).

Dichos fondos compraban empresas, ejecutaban estrategias de maximización de valor, y en un plazo de máximo diez años vendían las empresas generando rentabilidades mucho mayores a las de cualquier activo del momento (Albert, 2013). Los fondos de capital privado tuvieron tanto éxito

temprano que se empezaron a desarrollar fondos de capital en todos los continentes, aplicando un sin número de estrategias de inversión, y llegando a mercados nuevos (Cohen, 2013). Actualmente, hay muchas categorías de fondos de capital privado, pero en éste trabajo se va a hacer énfasis en los fondos de capital privado que invierten en mercados emergentes, específicamente en Colombia.

Antes de entrar en más detalle de los fondos de capital privado que invierten en mercados emergentes, específicamente en Colombia, es importante explicar cómo funciona este vehículo de inversión, como genera valor, y sus factores determinantes de éxito desde el punto de vista de consecución de recursos y generación de rentabilidad para sus inversionistas.

Los fondos de capital privado son vehículos de inversión manejados por firmas administradoras de fondos, conocidas como *General Partners*. Dichas firmas están compuestas por profesionales muy experimentados del sector financiero con experiencia en su mayoría en consultoría estratégica o banca de inversión (Leleux, 2015). Las firmas normalmente invierten muy poco capital propio en el fondo. Por otro lado, están los inversionistas del fondo, conocidos como *Limited Partners*, que son firmas, personas, o instituciones con excedentes de caja y necesidades de inversión, que confían en el *General Partner* y le entregan fondos para que estos los manejen de acuerdo a su estrategia, con el objetivo de generar rentabilidad a la inversión en un mediano plazo. Las comisiones que generalmente se cobran en éste mercado por parte de los administradores de los fondos o los inversionistas son popularmente denominadas como 2:20 (Leleux, 2015). Esto se refiere a que el administrador de los fondos cobra el 2% anual sobre los fondos manejados, y el 20% de comisión sobre la rentabilidad generada al liquidar las inversiones. La rentabilidad promedio generada es muy alta, siendo de las más altas en comparación con otros vehículos e instrumentos financieros, pero es importante tener en cuenta que el riesgo también es mucho más elevado que en los demás instrumentos y vehículos de inversión (Leleux, 2015).

El mercado de fondos de capital es muy sofisticado, y se han creado estrategias y nichos muy específicos en los que se especializan los administradores de este vehículo de inversión. Existen nueve categorías de fondos de capital privado, cada cual con características específicas de tipo de inversiones, nivel de riesgo, y horizonte de inversión. El primer tipo de fondos de capital privado es

denominado como fondos *LBO* (Leveraged Buyout), que en general son fondos que invierten en empresas usando mecanismos con endeudamiento muy elevado, logrando posiciones mayoritarias en las empresas para manejarlas de acuerdo a su estrategia (Waldinger, 2016).

El segundo tipo de fondo son los fondos de *Venture Capital*, que invierten en empresas muy nuevas que están en etapa temprana (menos de 2 años de haberse fundado) y que son jugadores de mercados como el de la tecnología (Waldinger, 2016). Dichos fondos generan rentabilidades extraordinarias pero tienen un riesgo implícito muy elevado, ya que el modelo de negocio de las compañías que compran no siempre está probado. Un ejemplo de este tipo de fondo es Sequoia Capital, que invirtió en la compañía de tecnología WhatsApp \$60 millones de dólares, y un par de años después vendió la compañía por \$3 billones de dólares (Alden, 2014).

El tercer tipo de fondo de capital son los fondos de Capital Semilla, que invierten en compañías con un poco más desarrolladas que los fondos de *Venture Capital*. Muchas veces éstos fondos compran las empresas que los fondos de *Venture Capital* manejaron y lograron desarrollar, demostrando un riesgo mucho menor, ya que el modelo de negocio está probado y se encuentra en una fase más estable y fácil de predecir (Waldinger, 2016).

El cuarto tipo de fondos de capital, son los fondos de Finca Raíz, que invierten en desarrollos inmobiliarios. Dichos fondos son de un riesgo no muy elevado, ya que la naturaleza de este tipo de activos es muy estable y tiene flujos de caja relativamente fáciles de predecir (Waldinger, 2016).

El quinto tipo de fondos de capital privado son los fondos de infraestructura, que invierten en activos que se amortizan en plazos de entre 15 y 50 años (Waldinger, 2016). Ejemplos de inversiones de este tipo de fondos son carreteras, aeropuertos, puertos, plantas de generación de energía, e interconexiones eléctricas. Son activos muy estables, pero tienen un componente político y de riesgo país importante.

El sexto tipo de fondo de capital privado, son los fondos de fondos. Su estrategia es tener un portafolio diversificado de inversiones en otros fondos de capital privado, convirtiéndose en *Limited Partner* de otros fondos (Guriel, 2017). Su ventaja es que sus inversiones son manejadas por profesionales muy calificados y experimentados, pero su desventaja es que terminan teniendo gastos

de comisión muy altos (Waldinger, 2016).

El séptimo tipo de fondo de capital privado, son los fondos de deuda *mezzanine*. Estos fondos invierten los recursos a través de deuda a las empresas en las que invierten, sin adquirir participación accionaria de las compañías en las que invierten (Velez, 2015). Esto genera retornos atractivos con menor riesgo, pero representa un riesgo debido a que muchas veces no tienen voz en la Junta Directiva o en la estrategia de las Compañías en las que invierten (Waldinger, 2016).

El octavo tipo de fondo de capital privado, son los fondos de capital de situaciones especiales, que invierten en activos que están en situaciones difíciles, lo que genera que la compra de dichos activos sea con un descuento muy elevado, derivado del riesgo de tener que asumir los problemas de dichas compañías. Muchas veces se compran empresas a punto de entrar en bancarrota, y se les inyecta capital para volverlas funcionales en el mediano plazo, para venderlas estabilizadas y generar inversiones. Por último, están los fondos secundarios, que básicamente compran fondos enteros de capital (Waldinger, 2016).

En América Latina la industria de los fondos de capital privado está desarrollándose con éxito y es percibida por el mercado mundial como una inversión en mercados emergentes con un riesgo más elevado que el de inversiones en Europa o Estados Unidos, pero con retornos atractivos (Bancoldex, 2015). El componente de estabilidad y manejo político es un factor determinante en este mercado y es muy importante que los administradores de fondos tengan experiencia local, ya que las economías de los países son *sui generis* (Sealey, 2013). En Colombia específicamente, los fondos de capital privado están convirtiéndose en alternativas de inversión muy atractivas, debido al tamaño tan reducido del mercado de renta variable, y por el éxito que han tenido en los últimos diez años. Colombia es percibido como un país muy interesante para los fondos de capital privado por las expectativas de crecimiento de su economía, la relativa estabilidad política, y el creciente crecimiento del consumo en consecuencia del crecimiento de la clase media (Leong, 2012).

La consecución de recursos para los fondos de capital privado en Colombia es un gran reto y es un factor determinante para la existencia de los mismos. En el país los principales jugadores locales con excedentes de caja son los fondos de pensiones, las aseguradoras, los *family offices*, los

individuos con grandes patrimonios, y los departamentos de tesorería de las grandes corporaciones locales (Alden, 2014).

1. El proceso de fundraising en los fondos de capital privado

a) Descripción del proceso de fundraising:

El proceso de fundraising comienza con la conformación de un gestor profesional, el cual está conformado con un equipo de profesionales de inversión con experiencias y conocimientos relevantes a las actividades de inversión del fondo. En la mayoría de los casos el factor principal considerado por los inversionistas para invertir en un fondo de capital privado es la calidad del equipo y su credibilidad (Zeisberger, 2017).

El gestor profesional constituye entonces un fondo por medio de un patrimonio autónomo en una fiducia, para lo cual necesita autorización de la Superintendencia Financiera. Al momento de constituir el patrimonio autónomo, el gestor profesional especifica el tamaño objetivo del fondo, el sector o sectores donde el fondo invertirá, el país o países donde invertirá, el tipo, tamaño, y demás características de las empresas en las que el fondo va a invertir, el horizonte de inversión del fondo (estimado del tiempo esperado en el cual las inversiones del fondo serán vendidas), y otros parámetros bajo los cuales los inversionistas accederán a invertir en el fondo y por medio de los cuales la fiducia autorizará o no el desembolso de los recursos de este vehículo de inversión (Prequin, 2016).

De manera paralela a la constitución del patrimonio autónomo y de acuerdo con la estrategia del gestor profesional, se deciden los tipos de inversionistas a los cuales el fondo se acercara. Un fondo de capital privado se puede dedicar a acercarse a únicamente inversionistas institucionales o a family offices, fundaciones caritativas, cooperativas de ahorro, fondos soberanos, empresas aseguradoras, etc. Esto depende casi exclusivamente de lo que el gestor profesional crea optimo y logable para el cierre de su fondo y de su compatibilidad con la estrategia de inversión (Zeisberger, 2017)..

El siguiente paso es el *road-show*. Durante esta etapa se prospecta y se hacen acercamientos, ya sea por medio de bancas de inversión o directamente, a los inversionistas potenciales. El gestor

profesional presenta a su equipo, así como su tesis de inversión y se hace una gestión comercial para conseguir un compromiso de inversión (Zeisberger, 2017). Durante el *road-show* los fondos de capital privado pueden llegar a conseguir el 100% de los recursos objetivo. Durante esta etapa el fondo no obtiene los recursos líquidos directamente, si no que se consiguen cartas de intención. Esto es una promesa de parte de los inversionistas, que dice que el fondo de capital privado podrá requerir los recursos en cualquier momento, y estos deberán ser girados al fondo en el tiempo que se pacte en la carta. Finalmente, se cierra el fondo, finalizando con el proceso de fundraising y comenzando con el proceso de inversión.

b) Factores influyentes en el proceso de fundraising:

i) Investment team y goodwill del gestor profesional: dentro de los factores que los inversionistas potenciales consideran al invertir en un fondo de capital privado es la calidad del equipo y/o la reputación de la marca del gestor profesional (Leong, 2012). Son relevantes aspectos como el desempeño individual de empresas de fondos anteriores, el desempeño integral de fondos anteriores, la experiencia del equipo en el sector objetivo del fondo, la experiencia del equipo en capital privado y otras ventajas que pueda tener el fondo frente a otros fondos (enfoque en impacto social y/o ambiental, experiencia con el sector público, etc.)

ii) Inversionistas influyentes: como ya fue descrito previamente, en algunos casos los potenciales inversionistas de un fondo de capital privado pueden indagar con el gestor profesional que otros inversionistas han ya invertido en el fondo. De esta manera obtienen más confianza en el fondo, ya que dependiendo del inversionista pueden confiar en su criterio de inversión. En la mayoría de los casos, los inversionistas con mayor tamaño son los que más credibilidad tienen. Frecuentemente los inversionistas más grandes son los fondos de pensiones. Adicionalmente, los fondos de pensiones son fuertemente regulados y su criterio de inversión es virtualmente el más exigente del mercado. Por esta razón, estos inversionistas institucionales son supremamente importantes para la mayoría de los fondos en el proceso de fundraising (Albert, 2013). Adicionalmente, estos inversionistas también son generalmente los mayores inversionistas de los FCP. (Leong, 2012).

iii) Otros valores agregados: muchos fondos le dan a sus inversiones un enfoque ESG (Environmental Social Governance), el cual le promete a sus inversionistas rentabilidad al igual que un impacto social, ambiental y de políticas internas de gobierno corporativo medible. Adicionalmente, membresías y certificaciones de organizaciones como LAVCA (Latin America Venture Capital & Private Equity Association) o IFC (International Financial Corporation) le dan credibilidad al fondo y confianza a los inversionistas.

2. El mercado global de los fondos soberanos

a) Tipos de fondos soberanos por destino de sus utilidades:

Dentro de la categoría de fondos soberanos, existen subcategorías según el tipo de activos en los que el fondo invierte, que entidad gubernamental lo maneja directamente y el propósito del fondo y el destino de las utilidades de este. Esto se debe a que para que un fondo sea considerado un fondo soberano, la única característica que debe cumplir es que este bajo el mando del gobierno (SWFI, 2017).

i) Fondos soberanos de inversión: Según propósito y destino de las utilidades, el tipo de fondo soberano principal son los fondos soberanos de inversión. Dentro de los fondos soberanos, este tipo es los más reciente. Este tipo de fondo es creado por los gobiernos de los países cuando existe un excedente presupuestal y no hay otras necesidades urgentes que requieran de gasto del gobierno inmediato (SWFI, 2017). En este caso, el gobierno decide crear este vehículo de inversión para diversificar sus fuentes de ingresos y disminuir su dependencia en cierto tipo de activos como empresas públicas o la exportación de commodities (Santiso, 2017).

Este tipo de fondos invierten sus recursos en otros fondos privados o activos que generen rentabilidades según los estatutos y la estrategia de inversión del fondo a un mediano-largo plazo (8 a 15 años) (Waldinger, 2016). Los flujos provenientes de las rentabilidades de las inversiones del fondo son reinvertidas en este para continuar el ciclo de inversión. Esto debe continuar de manera infinita hasta que exista una razón válida (debe haber sido estipulada inicialmente en los estatutos del fondo) o haya una situación extraordinaria que requiera de estos recursos (debe tener la aprobación de las

autoridades correspondientes, usualmente el congreso o su figura equivalente) (SWFI, 2017). Ejemplos de este tipo de fondo incluyen el *Korea Investment Corporation*, el *Abu Dhabi Investment Council*, el *Australian Future Fund*, y el *Russian National Wealth Fund*, entre otros (Acton, 2017).

ii) Fondos de pensiones públicos: Como su nombre lo explica, este tipo de fondos soberanos tienen como propósito manejar los recursos de las pensiones en un país. Son monopolios, teniendo más del 25% del mercado en la mayoría de los casos (SWFI, 2017). Tienen estructuras muy similares a las de los fondos de pensiones privados. Se diferencian en que existe un control mucho más riguroso y mucha menos flexibilidad en cuanto a las inversiones que se puede realizar a comparación de los fondos de pensiones privados (NBIM, 2017). Un ejemplo de este tipo de fondos es el *Norway Government Pension Fund*. Esta entidad se divide en el *Government Pension Fund – Global* y en el *Government Pension Fund – Norway*. El fondo *Global* funciona como un fondo soberano de inversión, con los excedente provenientes de la exportación de petróleo. Sin embargo, suple las necesidades de liquidez del fondo Norway, el cual directamente maneja el 70% de las pensiones del país (NBIM, 2017).

iii) Fondos de empresas públicas: un tipo de fondo soberano que es controlado por una empresa cuya mayoría accionaria es propiedad del gobierno de un país. Como todos los fondos soberanos, invierte sus recursos en activos que generen rentabilidad. Sin embargo, las utilidades de las inversiones de este tipo de fondos se destinan únicamente a la empresa que los controla. Los fondos soberanos controlados por empresas públicas usualmente tienen más libertad y flexibilidad en su criterio de inversión, ya que en teoría, están bajo el mando de las juntas directivas o órganos equivalentes, los cuales generalmente tienen una capacidad de tomar decisiones de manera más rápida (SWFI, 2017). Si el gobierno necesita los recursos del fondo de esta entidad, estos se deben repartir como dividendos de la misma o como préstamos extraordinarios, de acuerdo a los estatutos de la empresa. Un ejemplo de este tipo de fondos es el brazo de inversión de Chalco, la Corporación de Acero de China, el cual maneja activos US \$5 billones (Xinhua, 2017).

b) Tipos de fondos soberanos por tipo de activos en los que invierte

i) Fondos soberanos de commodities: Este tipo de fondo soberano invierte exclusivamente en commodities, esto quiere decir en materias primas o productos primarios de agricultura. Los fondos soberanos de commodities invierten directamente en commodities, lo que quiere decir que se vuelven propietarios directos de minerales como oro y platino, productos agrícolas como arroz y trigo, y materias primas como petróleo o gas natural. Debido a que el mercado de commodities es sumamente dinámico (casi igual de dinámico al de las acciones), los fondos soberanos de commodities pueden tener ciclos de inversión mucho más cortos, ya que es relativamente fácil para estos liquidar su posición en sus inversiones. La mayoría de los fondos soberanos de commodities se concentran en petróleo y gas, los más grandes son: el *Abu Dhabi Investment Authority*, que maneja un total de US \$792 billones y el *Kuwait Investment Authority* que maneja US \$592 billones (SWFI, 2017). Adicionalmente existen otros fondos que invierten en otros tipos de commodities, como el *Fondo de Estabilización Económica y Social de Chile*, que maneja US \$14,7 billones e invierte en cobre, y el *Permanent Wyoming Mineral Trust Fund*, que maneja US \$7,3 billones e invierte en minerales (NBIM, 2017).

ii) Fondos soberanos que invierten en desarrollos inmobiliarios: aunque escasos, este tipo de fondos invierte exclusivamente en desarrollos inmobiliarios, ya que este tipo de inversión tiene dos ventajas: tienen plazo relativamente corto (1 a 5 años) y son relativamente seguros con rentabilidades predecibles (Waldinger, 2016). Aunque no necesariamente, usualmente este tipo de fondos invierte exclusivamente en proyectos en su país de origen, con el fin de apoyar el desarrollo de zonas rurales, incrementar industrias como el turismo y disminuir la pobreza. Un ejemplo de esta clase de fondo es el *Senegal Strategic Investment Fund*, el cual maneja US \$1 billon e invierte casi exclusivamente en proyectos inmobiliarios en Senegal.

iii) Fondos que invierten en activos alternativos: este último tipo de fondo se invierte sus recursos en toda clase de activos que no son ni commodities ni finca raíz. La mayoría de estos fondos invierten en fondos de capital privado debido a que este tipo de inversión requiere de muy poco involucramiento (debido a que los recursos se invierten en el fondo a un gestor profesional con un track-record y excelente reputación, el cual se encarga del 100% del manejo de los recursos), es relativamente

diversificado y cuenta con horizontes de tiempo medianos (5 a 12 años). Un ejemplo de este tipo de fondo es *Temasek Holdings*, el fondo soberano de Singapur. Este fondo maneja US \$350 billones y es un inversionista frecuente en fondos de capital privado manejados por *Oaktree Capital* y *Blackstone*. Otro ejemplo es el *Future Fund* de Australia, el cual maneja US \$91 billones y entre 2011 y 2015 invirtió un total de US \$8 billones en fondos de capital privado de *The Carlyle Group* (NBIM, 2017).

3. Problema

Los fondos de capital privado manejan recursos de terceros que invierten en los diferentes activos mencionados anteriormente dependiendo de su estrategia. Los diferentes tipos de inversionistas buscan normalmente en este tipo de vehículo de inversión lograr portafolios con características de riesgo y retorno muy específicas, generando exposición a diferentes variables dependiendo de la estrategia de los fondos (OECD, 2016). Los inversionistas más representativos de los fondos de capital privado en Colombia son 6: fondos de pensiones, *family offices*, fondos soberanos de inversión, compañías aseguradoras, individuos con grandes patrimonios, y oficinas corporativas de inversión. Los inversionistas más grandes por monto en Colombia son los fondos de pensiones locales. Dichos fondos de pensiones tienen una necesidad de inversión mensual de 600.000 millones de pesos, sin embargo, solo invierten el 1,6% de sus activos manejados en fondos de capital privado nacionales, a comparación del 5,9% que invierten en fondos de capital privado constituidos en el exterior. (SFC, 2017)

En Colombia, a diferencia de países desarrollados, el 88% del mercado de los fondos de pensiones está concentrado en solamente dos jugadores: Porvenir y Protección (Lozano, 2015). Porvenir es un fondo de pensiones y cesantías controlado por el conglomerado financiero más importante del país, la Organización Sarmiento Angulo. Por otro lado, Protección es el fondo de pensiones y cesantías controlado por el Grupo Empresarial Antioqueño (Portafolio, 2016).

Estos dos fondos de pensiones no solo concentran los excedentes de caja más importantes del país, si no que también juegan el papel de inversionistas influyentes: su participación como *Limited Partner* en un fondo de capital privado generalmente motiva y genera confianza a otros potenciales

inversionistas. Esto significa que en la etapa de Consecución de Recursos de los fondos de capital privado, se acude primero a estos fondos de pensiones, quienes aportan una porción representativa de la inversión, y hasta cierto punto el resto de los fondos se consiguen con el sustento de que los fondos de pensiones confiaron en la administración del fondo. El rol de los de este tipo de inversionistas es muy importante en la consecución de recursos, ya que estos generan confianza en el mercado y atraen inversión (Prequin, 2016).

El problema radica en que esta concentración en los inversionistas genera un mercado de fondos de capital privado que no es competitivo, no es diverso en términos de estrategias de inversión, limita la innovación en estrategias, y no es diverso en perfiles de riesgo (Leleux, 2015). En pocas palabras, si en la etapa de consecución de recursos, no es posible que alguno de estos dos fondos de pensiones invierta un dicho fondo, es muy difícil que la consecución de recursos se desarrolle con éxito.

Por esto, surge la pregunta: ¿Qué tipo de inversionista en los fondos de capital privado puede reemplazar el rol que juegan los fondos de pensiones actualmente en Colombia?

4. Hipótesis

El tipo de inversionista en fondos de capital privado que puede reemplazar el rol que actualmente son los fondos de pensiones y cesantías colombianos, son los fondos soberanos de inversión.

Los fondos soberanos de inversión son vehículos de inversión de propiedad estatal, provenientes de las reservas centrales de dichos gobiernos. Normalmente, los fondos provienen de la acumulación de divisas, la exportación de bienes básicos, petróleo y gas. Las inversiones se componen principalmente por acciones, bonos, fondos de capital privado, entre otros. Los fondos soberanos de inversión son controlados por los bancos centrales, sirven para diversificar el riesgo implícito de los países, y son usados en complicaciones coyunturales (SWFI, 2017).

Los fondos soberanos de inversión manejan entre 6 y 7 trillones de dólares americanos (Wilson, N.D.). Los fondos soberanos de inversión tienen una participación relativamente pequeña en

los inversionistas institucionales mundiales, teniendo aproximadamente el 6% de esa participación SWFI, 2017). Sin embargo, es un monto muy elevado para un mercado como el colombiano, en donde la suma de todos los fondos manejados por los fondos de capital privado es de aproximadamente 7 billones de dólares (Portafolio, 2016). Esto demuestra que los fondos soberanos de inversión tienen la capacidad de invertir en Colombia.

Los 5 fondos soberanos de inversión más grandes del mundo son el *Government Pension Fund of Norway*, el *Abhu Dhabi Investment Authority*, el *SAMA Foreign Holdings* de Arabia Saudita, el *China Investment Corporation*, y el *Kuwait Investment Authority* (Acton, 2017). En los últimos años, estos fondos han mostrado mucho apetito por mercados emergentes como Colombia debido a la creciente estabilización económica y política, y debido a los bajos retornos de activos en economías emergentes (Santiso, 2017).

5. Metodología

Debido a que se va a tratar un problema que involucra actores escasos en general (los fondos de capital privado) y a que probar la hipótesis no tiene precedentes en el mundo (Colombia es un mercado muy atípico en el mundo y la actual transición jamás ha sido vista), la forma con mayor precisión para encontrar soportes y respuestas es por medio de la actual opinión y el análisis subjetivo de fondos de capital privado. Por esta razón, el hilo que conducirá la investigación será las entrevistas a directores o miembros relevantes de fondos de capital privado que actualmente operen en Colombia o que tengan alguna relación tangible con la economía y el mercado del país.

Para que esta investigación pueda representar adecuadamente la realidad de todo el país, es necesario que se consiga la opinión de por lo menos 5 diferentes personas de 5 diferentes gestores profesionales de fondos de capital privado que inviertan en industrias variadas y que tengan tamaños variados. De esta manera se puede evitar que exista algún tipo de concentración hacia alguna industria en particular en la cual los fondos soberanos puedan estar o no estar más interesados, o en tamaños y/o tipos de fondos que puedan tener ventajas relativas en el proceso de fundraising.

En este orden de ideas, se buscará gestores profesionales que estén lo más posiblemente diversificados de acuerdo a los siguientes criterios:

1. Prioridad o no en inversiones de impacto sostenible
2. Enfoque por dentro o por fuera del sector de hidrocarburos y/o recursos naturales
3. Activos bajo manejo por encima o por debajo de US \$80 millones
4. Foco nacional o multinacional
5. Foco monosectorial o multisectorial
6. Antigüedad mayor o menor a 10 años

Prospectos para entrevista incluyen:

-Inversor: US \$20 millones bajo manejo, nacional, monosectorial, menor a 10 años

-Kandoo Investment Advisors: US \$377 millones bajo manejo, enfoque en servicios financieros y relacionados, enfoque en inversión de impacto, presente en 3 países, multisectorial, fundado hace menos de 10 años)

-Invelink Estructuras Inmobiliarias: US \$166 millones bajo manejo, enfoque en infraestructura, monosectorial, fundado hace más de 10 años

-Linzor Capital: US \$1,2 billones bajo manejo, multisectorial, nacional, menor a 10 años

-Bamboo Finance: US \$195 millones bajo manejo, enfoque en sostenibilidad, nacional, multisectorial, mayor a 10 años

-LAEFM: US \$80 millones bajo manejo, multinacional, multisectorial, mayor a 10 años

Por medio de conversatorios previamente estructurados y breves se planea llegar a conocer precisamente la opinión de cada gestor profesional con respecto al problema de la investigación.

Durante la conversación se planteará los siguientes puntos:

- El proceso de fundraising, sus tecnicismos y dificultades

- Las dificultades y desventajas de un fondo de capital privado en un mercado emergente en el proceso de fundraising
- La concentración de las fuentes de fondeo en el proceso de fundraising
- La concentración del mercado de pensiones colombiano en 2 entidades
- Alternativas de fondeo en el mercado nacional
- Alternativas de fondeo en el mercado internacional
- Requerimientos y aspectos relevantes en el proceso de fundraising en el mercado internacional
- Fondeo por medio de fondos soberanos
- El crecimiento de los fondos soberanos en el mundo
- La filosofía de inversión de los fondos soberanos
- El futuro y la relevancia de los fondos soberanos en el capital privado de mercados emergentes y Colombia

6. Objetivos

Después de llevar a cabo el análisis cualitativo del proceso, mediante una metodología de entrevistas a los principales directores de los fondos de capital privado en Colombia, podremos ver la actitud y la recepción frente a cambiar el rol de los fondos de pensiones como inversionistas influyentes por los fondos soberanos de inversión. Se dividirá este objetivo general en los siguientes objetivos específicos:

1. Medir el interés por parte de los directores de los fondos de capital privado en aceptar a los fondos soberanos de inversión como sus inversionistas
2. Entender el rol de los fondos de pensiones en el proceso de fundraising de los fondos de capital privado en Colombia
3. Entender su opinión sobre la capacidad de reemplazar al 100% los fondos de pensiones por los fondos soberanos de inversión

4. Entender la percepción de la capacidad de los fondos de capital privado colombianos para cumplir con los estándares de inversión de los fondos soberanos de inversión
5. Medir la capacidad operativa de los fondos de capital privado colombianos para hacer los procesos de cumplimiento y control de los fondos soberanos de inversión
6. Medir y entender que aspectos clave consideran los fondos soberanos de inversión para invertir en un fondo de capital privado en una economía emergente como la de Colombia

7.1 Kandeo Investment Advisors

Kandeo es un gestor profesional colombiano fundado en 2010 que actualmente maneja dos fondos: Kandeo I y Kandeo II, con un total de activos bajo gestión por \$377 millones de dólares. Se enfoca en los negocios multisectoriales pero con algún enfoque financiero, con un valor entre \$5 y \$50 millones de dólares. Actualmente invierten únicamente en Colombia, México y Perú. El fondo Kandeo I actualmente está completamente invertido, mientras que el fondo Kandeo II aún tiene recursos disponibles para invertir.

Actualmente Kandeo cuenta con 10 inversiones que se ejecutaron entre noviembre de 2010 y octubre de 2017. Estas incluyen Grupo de Factoring de Occidente, la empresa de factoring no bancaria más grande de Colombia; Mareauto Colombia y Mareauto Peru, empresas dedicadas al alquiler de carros personales y flotas corporativas en Colombia, Perú y Ecuador; Conix, empresa dedicada al renting de tecnología, maquinaria y otros equipos en Colombia, Progreseemos, dedicada a la originación de microcréditos en México; Acceso Crediticio, una de las empresas más grandes en financiamiento de vehículos y motos en Perú, entre otras.

Mientras que los recursos de Kandeo 1 provienen principalmente de fondos de pensiones colombianos, especialmente Porvenir y Protección, los recursos de Kandeo II provienen de otro tipo de instituciones dentro de las cuales están bancos internacionales como Morgan Stanley, fondos de pensiones extranjeros como Old Mutual, corporaciones financieras como el Banco Mundial, entre otros.

Se condujo 3 entrevistas con 3 diferentes miembros de Kandeo que han tenido diferentes tipos

de interacciones con los procesos de fundraising, relaciones con inversionistas, gestión operativa de las inversiones, proceso de inversión e investigación de mercados. En primer lugar, se condujo una entrevista con Christian Lesmes, el director de investigación de mercados en Kandeo, quien antes de Kandeo trabajó en la administradora de pensiones y aseguradora Old Mutual. Sus labores y actividades principales en Kandeo son: consecución de nuevos recursos y oportunidades para las inversiones, involucramiento operativo en el proceso de inversión, involucramiento en el proceso de fundraising, involucramiento operativo en el proceso de salida de inversiones, entre otras.

Debido a que los fondos de pensiones Porvenir y Protección son los inversionistas colombianos más importantes, la influencia en estos en la industria de capital privado colombiana fue uno tema relevante. Según Christian: *“...los administradores de pensiones son, de lejos, los inversionistas potenciales más importantes que tiene el país. Ningún family office, banco u otro tipo de gestor de activos es parecido en capacidad de invertir.”* Esto va muy en línea con lo asegurado por Klonowski, que describe a los fondos de pensiones en los mercados emergentes y en el mundo en general como, por naturaleza, las más grandes acumulaciones de liquidez, ya que estas instituciones representan los ahorros de las personas para su vejez; ahorros que no solo necesitan una tasa de rentabilidad efectiva y ejecutable (Klonowski, 2012).

Adicionalmente, se trató el tema de inversión extranjera en el capital privado en Colombia *“Los ojos del mundo y de las economías desarrolladas se están comenzando a poner en economías como la colombiana. Pero, el mercado local, sobretudo las pensiones, se limita a ser creativo a la hora de buscar sus inversiones. Se conforman con lo que el mercado ofrece, prefieren un riesgo muy bajo, sin tener que hacer tanto due diligence a la posibilidad de tener rentabilidades mucho mejores pero teniendo que hacer procesos de análisis de inversión más complejos, como lo es invertir en un fondo de capital privado.”*

El anterior punto refleja no solo la dependencia que el capital privado colombiano tiene el los 2 principales fondos de pensiones (en Kandeo I representa aproximadamente el 70% de los recursos), sino la gran limitación que esto significa. Debido a que no hay suficiente interés por parte de estos fondos de pensiones en acudir a otros productos alternativos (como lo es el capital privado), la industria no se ha logrado desarrollar y no ha logrado desarrollar la economía en la manera en la que

lo hace en otros países más desarrollados como EEUU, donde el 14% de las empresas privadas tienen a fondos de capital privado como accionistas (Lesmes, 2017).

Como ha sido previamente planteado, una alternativa a los fondos de pensiones como inversionistas relevantes en la industria de capital privado en Colombia es la inversión extranjera. Acerca de esto, Christian destacó: *“(el factor más importante para que inversionistas extranjeros inviertan en Colombia) es la institucionalidad. La fuerza de sus instituciones. Que no pase lo que pasa en Venezuela o en Argentina le da mucha seguridad a la inversión extranjera. El hecho de que un ex-presidente tan popular como Uribe haya querido ser presidente una tercera vez y las instituciones no lo hayan permitido dice mucho acerca de Colombia...ellos (los inversionistas extranjeros) ven la película más que las escenas, puede ser que exista corrupción y que hayan escándalos como el actual en las cortes, pero esto no representa una amenaza que mejora cada vez, si no un sistema corrupto que está saliendo a la luz y por ende puede mejorar. Cada día que pasa las políticas protegen más al inversionista extranjero”*.

Lo anterior refleja el potencial que Colombia tiene para recibir inversión extranjera. Debido a que tiene aspectos positivos como la institucionalidad y cierto grado de seguridad jurídica, en el largo plazo, el país puede estar encaminado a cumplir con los estándares que exigen inversionistas extranjeros, como lo son los fondos soberanos. Esto tiene una gran congruencia con lo que las afirmaciones de Sealey acerca de las variables que los inversionistas institucionales consideran para invertir en una economía: a diferencia de las personas naturales, las instituciones que administran los recursos de un tercero suelen ser mucho más cautelosas de las personas, llevando a cabo procesos de análisis extensivos para cada prospecto de inversión. De esta manera, administradores como gestores de pensiones no solo se aseguran de entender perfectamente su inversión, sino que en caso de tener retornos por debajo de los esperados existe una sustentación de cumplimiento de metodologías, políticas y procesos (Sealey, 2013).

No obstante, acerca de la posibilidad de tener a fondos soberanos como Limited Partners en la industria de capital privado y posiblemente remplazar o implementar un ambiente competitivo en la industria de inversión en Colombia: *“...todavía hace falta porque la industria está muy moderna.*

Hace falta en el tema de reporting, falta el tema de utilización de recursos. Debería llegar y eso va permitir que la industria se desarrolle y se vuelva más sofisticada. Falta adoptar más estándares internacionales". Este es el mismo caso destacado por Singh acerca de los cambios en el negocio de gestión de inversiones e inversiones a largo plazo y el rol que los fondos soberanos juegan en este cambio. Este argumenta y presenta que las acumulaciones de recursos públicos como los fondos soberanos tienen una responsabilidad aun mayor que los fondos de pensiones y los "endowments" de universidades, ya que estos no solo deben tener una sustentación válida para invertir (ya sea a través de deuda o capital) en las organizaciones donde lo hacen. Si no que todos los aspectos relacionados al manejo apropiado de los recursos y a temas de reporting deben cumplir los estándares y certificaciones que exigen, que son virtualmente los estándares más exigentes y rigurosos en el mercado de capitales internacional. (Singh, 2016)

Por último, Christian destacó que: *"(el remplazo de los fondos de pensiones por parte de fondeo internacional) ya está pasando. Día a día hay más fondos internacionales interesados en Colombia. El rendimiento les atrae entonces están dispuestos a asumir este tipo de riesgo. Solo mire nuestro primer fondo versus nuestro segundo fondo. El primero es casi 70% Porvenir y Protección. El segundo son fondos canadienses, americanos y peruanos"*. Lo que también está muy en línea con lo presentado por Singh acerca de la entrada de nuevos jugadores como fondeadores de operaciones de capital privado, en especial en los mercados emergentes en Asia, América Latina y día a día más en Africa; y todas las implicaciones que esto tiene para los actuales fondeadores del capital privado en mercados emergentes actuales. Se destaca que se está comenzando a ver más liquidez que nunca antes y a comparación de los recursos hay relativamente pocos prospectos de inversión. Por esta razón, son los inversionistas institucionales los que comenzarán a competir para hacer inversiones en capital privado y no los fondos de capital privado para conseguir recursos de inversionistas institucionales, los cuales son día a día menos excepcionales.

Los puntos destacados de la entrevista con Christian muestran no solo que si existe una inmensa dependencia en Porvenir y Protección en la industria de capital privado, si no que en escalas medianas, los inversionistas internacionales están comenzando a remplazar a estos fondos de pensiones. Adicionalmente, existe un interés por parte de la industria de capital privado en que entren

más inversionistas internacionales debido a que la estrategia de inversión de los fondos de pensiones colombianos es poco sofisticada y no está interesada en probar nuevos productos. Todo esto, permite que día a día, la economía Colombiana sea más apta para recibir recursos extranjeros.

Por otro lado, se condujeron entrevistas con Eduardo Michelsen Delgado, el CEO de Kandeo, y con Eduardo Michelsen Cuellar, el presidente del comité de inversión de Kandeo. Durante esta entrevista se destacó nuevamente la gran limitación que la concentración que los fondos de pensiones presenta en Colombia; el caso de Perú y México es muy similar, lo que tiene una gran coherencia con las afirmaciones de Singh acerca del actual rol de los fondos de pensiones en mercados emergentes y su responsabilidad general como fondeadores de todo tipo de proyectos tanto públicos como privados, en tanto maneras directas como indirectas (Singh, 2016).

Adicionalmente, el problema es aún más notorio para fondos de capital privado con activos bajo manejo por debajo de USD \$1 billón, ya que en la mayoría de los casos es mucho más fácil para un fondo de pensiones invertir en firmas internacionales de capital privado, como Blackstone, que en *first-time managers* (fondos de capital privado que apenas inician su primer fondo). Esto se debe a que invertir en estas firmas relativamente desconocidas puede presentar un mayor riesgo e involucra un proceso de due diligence exhaustivo y muy riguroso. Esto se ve reflejado en el estado de los portafolios de inversión de los fondos de pensiones Colombianos. Cuando Kandeo comenzó en el 2010 los fondos de pensiones apenas invertían el 0,8% de sus activos en fondos de capital privado nacionales, mientras que invertían 5% de sus activos en fondos de capital privado internacionales (SFC, 2017); como fue previamente mencionado. Actualmente los fondos de pensiones invierten el 1,6% de sus activos en fondos de capital privado locales: se evidencia un mejoramiento en cuanto a la porción del portafolio invertido en capital privado colombiano, sin embargo, es evidente que los fondos de pensiones están conformes invirtiendo una mayor parte en fondos de capital privado extranjeros que en locales.

Según los dos entrevistados, la baja porción que estos fondos de pensiones invierten en capital privado colombiano puede ser en parte explicada por el reducido número de gestores que han mostrado resultados históricos positivos. Esto lleva a que la cultura de inversión de estos dos fondos

de pensiones principales sea mucho más cautelosa: la posición “cómoda” que los fondos de pensiones tienen en cuanto a las instituciones que consideran para invertir no solo se debe a reluctancia a analizar nuevos gestores profesionales, si no que también se explica por mitigación de riesgos. Los administradores de fondos de pensiones tratan de proteger y asegurar los ahorros de vida de sus afiliados: existe una responsabilidad extremadamente grande. Estas afirmaciones evidencian lo establecido por Albert, donde se discute sobre la diferencia entre los diferentes tipos de potenciales inversionistas para capital privado: un fondo de pensiones y sus estrategia de inversión es extremadamente diferente a un inversionista privado e independiente como un *family office* o un inclusive a un fondo mutuo, ya que los fondos de pensiones tienen a cargo los ahorros de vida de sus afiliados.

7.2 Bamboo Capital Partners

Bamboo es un gestor internacional fundado en 2007 con 290 millones de dólares bajo administración. Aun que la rentabilidad de sus inversiones es crucial, Bamboo le da mayor importancia al impacto social, económico y ambiental que tienen sus inversiones. La firma de capital privado se especializa en microfinanzas, servicios de salud y energía sostenible. Sus principales objetivos son la inclusión financiera, el incremento de la cobertura para la base de la pirámide en el sector de salud y el incremento del acceso a la energía eléctrica para la base de la pirámide.

Actualmente Bamboo cuenta con 33 empresas en 20 países en África, América del Sur, América Central, el Medio Oriente, Asia y Oceanía. Presentemente tiene 2 inversiones en Colombia: el Banco WWB, el cual tiene como objetivo principal la inclusión financiera de la base de la pirámide.

Cuenta con programas de crédito y microcrédito junto con asesoría, buscando mejorar la estabilidad económica de sus clientes a largo plazo por medio de tanto productos financieros especializados y flexibles, como con conocimiento y educación financiera para sus clientes. La segunda inversión de Bamboo en Colombia es Movilred, una red de corresponsales bancarias que en asociación con otras instituciones financieras, le brinda acceso a servicios financieros a poblaciones rurales, donde la bancarización aún no ha llegado. Movilred tiene más de 70,000 terminales

principalmente en pequeños establecimientos de comercio alrededor de todo Colombia.

Para conocer la percepción de Bamboo Finance acerca del fundraising en Colombia, el rol de los fondos de pensiones y el rol de los fondos soberanos de inversión se condujo una entrevista con Imraan Mohammed, quien trabaja en Bamboo desde el 2014 y antes trabajó en fusiones y adquisiciones en transacciones en Asia y en capital privado en Kazajistán. Durante la entrevista destacó que en su corta experiencia en Colombia, ha podido ver el gran potencial que tiene la industria de los fondos de capital privado tiene en el país desde el punto de vista de inversiones a realizar y desde el punto de vista de los inversionistas.

Bamboo, al ser un fondo de capital internacional, hace el proceso de fundraising en el extranjero, y luego distribuye los recursos a las regiones en las que tiene oficinas. Por lo mismo, no tiene inversionistas colombianos. Según Mohammed, *“Bamboo realiza un proceso centralizado de fundraising porque al hacerlo así ahorra esfuerzos y puede llegar a inversionistas más grandes, que inviertan montos mínimos más grandes”*. Entre los inversionistas, del fondo hay instituciones financieras, fondos de pensiones, fondos soberanos de inversión, fondos de fondos, e individuos de grandes patrimonios. Destaca, *“Los inversionistas más grandes que tiene el fondo, son fondos de fondos, que ven en Bamboo Capital Partners un valor agregado muy grande por su estructura de riesgo-retorno”*. Esto es coherente con las afirmaciones de Klonowski, quien afirma que día a día los vehículos como los fondos de fondos se vuelven más importantes ya que estos tienen un ticket de inversión mucho mayor al de los fondos de capital privado. Esto le permite a sus inversionistas invertir en capital privado sin tener que directamente conducir un proceso de due-diligence para cada diferente tipo de estrategia de cada fondo de capital privado.

Aunque Muhammed no trabaja directamente en Colombia, destaca que es un país con muchas oportunidades en sectores como la agro industria y la intermediación financiera. *“Estoy seguro de que muchos inversionistas extranjeros están evaluando Colombia como un mercado al que hay que entrar, pero que no ven un vehículo de inversión muy claro. En el futuro, sin ninguna duda, habrá un desarrollo excepcional porque la inversión extranjera está muy interesada en tener exposición al riesgo latinoamericano, y en particular al Colombiano”*. Lo que Muhammed destaca es congruente con lo planteado por Zeisberg. En el mercado de capitales global existe cada vez más interés en los

mercados emergentes; específicamente en inversiones productivas y de involucramiento operativo, tales como el capital privado. Zeisberg asegura que en el futuro existirá una liquidez aún mayor a la que se ve en este momento. Como consecuencia, los potenciales inversionistas comenzarán a competir por mayores retornos, y día a día los retornos promedio en las economías desarrolladas son considerablemente menores a los de los mercados emergentes. Como consecuencia, países como Colombia comenzarán a ver una tendencia a la alza en la inversión extranjera, en especial industrias tan vírgenes como el capital privado en Colombia y en América Latina en general.

7.3 HIG Private Equity

HIG es un líder mundial en la industria de capital privado con 24 billones de dólares en capital de capital bajo administración. Actualmente tiene oficinas en Estados Unidos (Miami, Nueva York, Boston, Chicago, Dallas, Los Ángeles, San Francisco y Atlanta), Europa (Londres, Hamburgo, Luxemburgo, Madrid, Milán y París) y América del Sur (Bogotá, Ciudad de México y Río de Janeiro). Se especializan en proporcionar capital a pequeñas y medianas empresas para desempeñar un papel de involucramiento operativo, de esta manera agregando valor a sus inversiones. Abrió su oficina en Colombia en septiembre de 2016 y actualmente se encuentra en proceso de inversión.

HIG invierte en empresas de diversos sectores como: aeroespacial y defensa, construcción, automovilístico, salud, tecnología, entre otros; en todos los continentes del mundo. Actualmente no se han realizado inversiones en Colombia, sin embargo, existe un fondo de \$740 millones de dólares exclusivamente para América Latina. Algunas de sus inversiones son: Interdent, especializada en la prestación de servicios de tecnología en EEUU, con más de 146 oficinas; Quicken, dedicada a la creación de software utilizado para la administración de hipotecas; AERT, presta servicios de reciclaje de plástico en EEUU y Canadá; Classmates, una plataforma social online dedicada al reencuentro de ex-alumnos en EEUU, entre muchas otras.

Su actual director en Colombia es Andrés Marulanda, quien previamente trabajó en el fondo de capital privado Advent international y en la firma de consultoría McKinsey. Marulanda es el encargado de la oficina en Colombia que actualmente tiene 4 personas dedicadas a buscar, realizar, y

desarrollar inversiones en los diferentes sectores identificados.

HIG Capital actualmente no tiene inversiones en Colombia, y lleva un año buscando una oportunidad óptima. Sin embargo, la opinión de Andrés Marulanda es: *“Colombia es un mercado que es demasiado competido en la industria de los fondos de capital privado. Desde mi opinión somos muchos jugadores para un mercado muy pequeño. Esto causa que terminemos compitiendo siempre por los mismos negocios”*. Marulanda recalcó también, que hacer *fundraising* en este momento no es difícil, lo que es difícil es encontrar las mejores inversiones con dichos fondos. *“Muchos fondos tienen comprometidos capitales importantes, pero no logran encontrar buenas inversiones”*.

HIG Capital al ser un fondo global, realiza un proceso de *fundraising* centralizado desde Estados Unidos, con inversionistas Norteamericanos, y Europeos en su gran mayoría. No han recibido nunca inversión de fondos de pensiones colombianos. Sin embargo, si han recibido capital de fondos soberanos de inversión, específicamente de Noruega. Marulanda cuenta no haber estado muy cerca del proceso de *fundraising* debido a que hay una oficina especializada en dicha tarea. Sin embargo, sabe que los fondos soberanos de inversión son *limited partners* muy interesantes, ya que invierten con plazos relativamente largos y les gusta mucho el perfil de riesgo de los fondos de capital privado para optimizar sus portafolios.

Marulanda afirma que Colombia puede llegar a ser muy interesante para que los fondos soberanos de inversión inviertan directamente en fondos colombianos, pero que en éste momento el ve que la industria tiene demasiados jugadores y que las oportunidades de inversión son reducidas, o de montos muy pequeños para que sean interesantes para grandes jugadores. *“Es un mercado interesante para un fondo soberano por su exposición al riesgo latinoamericano, pero pienso que el ecosistema empresarial debe desarrollarse un poco para que los fondos soberanos puedan llegar a invertir en el país.”* . Esta afirmación tiene una gran congruencia con lo presentado por Leong en su libro *“Inside Limited Partners”*, donde destacó que en la mayoría de los casos la fuente principal y más importante de ingresos de los gestores profesionales es la comisión anual que reciben sobre el capital administrado, y no la comisión que se paga basada en la rentabilidad que devuelven a sus inversionistas. Esto resulta en que la actividad fundamental y primordial para muchos fondos de capital privado sea el *fundraising*, en lugar de la generación de valor en sus inversiones, algo que el

mercado está comenzando a corregir: día a día las comisiones sobre activos manejados son menores.

Todo esto resulta en que en la mayoría de los casos sí existe un potencial de recibir capital de fondos soberanos y otros jugadores similares. Sin embargo, el actual caso de HIG Capital es un escenario día a día más común: a pesar de haber completado un proceso de fundraising muy exitoso, las inversiones prospecto en muchos casos no son las esperadas y no cumplen con los requerimientos del fondo. Todo esto refleja la posibilidad creciente de que en muchos casos la limitante no sean los gestores por sí mismos, si no el mercado en el que están y las implicaciones que esto tiene en cuanto a la generación de *pipeline* de inversiones (Leong, 2012).

7.4 Inverlink Estructuras Inmobiliarias

Inverlink Estructuras Inmobiliarias, como administrador de fondos de capital privado, le da la posibilidad a empresas, fondos de pensiones, inversionistas institucionales y personas naturales a potencializar y rentabilizar sus activos a través de la inversión en los mercados inmobiliarios y de infraestructura. El fondo de capital privado dedicado al sector inmobiliario de INVERLINK se creó en noviembre de 2007 al presentarse ciertos cambios regulatorios en el país que facilitaron la creación de fondos de capital privado. Nuestro fondo es el primero en el país dedicado exclusivamente a la inversión en el sector inmobiliario que cuenta con activos por un valor cercano a los USD 200 MM.

Felipe Encinales es socio fundador de Inverlink, siendo pionero en la banca de inversión y los fondos de capital privado en Colombia. Realizó un M.B.A en el Harvard Business School y estudió economía industrial en la Universidad de Los Andes. El Señor Encinales fue el encargado de lanzar a Inverlink al mercado. Tiene más de 25 años de experiencia en banca de inversión. En su calidad de socio de Inverlink, ha dirigido un amplio número de transacciones de compañías entre las que se incluyen Progreso Corporación Financiera, Progreso Leasing, Progreso Reforestadora, Agrifim de Colombia, Rapistan de Colombia, Seguridad Móvil, Colcomp, Gameco, Crump América, CDM de Colombia, Café Almendra Tropical, Ofa, Calox, IFC, J.E. Rueda y Cia., Ospinas y Cia. S.A. Computec S.A., Luminex., entre otras. Durante los años de 1984 y 1985 ocupó la Vicepresidencia de Fiduciaria del Banco de Colombia, posición desde la que tuvo la oportunidad de dirigir el proceso de

privatización de las empresas del denominado Grupo Grancolombiano. Ha tenido oportunidad de participar en las Juntas Directivas de numerosas empresas en Colombia. Dentro de estas se destacan la Presidencia de la Junta Directiva del Diners Club de Colombia S.A. y como principal en las Juntas Directivas de la Cabot Colombiana S.A., Agrifim de Colombia S.A., Cenpro T.V. S.A. Gameco S.A., Crump América S.A., Colcomp S.A., Fortaleza Compañía de Financiamiento Comercial S.A., y Operationsmile.org.

Inverlink Estructuras Inmobiliarias según Encinales, *“Invierte en activos inmobiliarios de dos categorías: estabilizados y desarrollos. Los activos estabilizados son activos con un riesgo reducido que carecen de riesgo de construcción. Debido a su bajo riesgo, su retorno es moderado. Los desarrollos son activos más rentables que tienen un riesgo más alto, debido a que tienen riesgo de proyecto y riesgo de construcción. Éstos activos requieren mucho más seguimiento, y alineación de intereses entre la constructora, el fondo, y los potenciales arrendatarios o compradores de los inmuebles”*. Se ha logrado consolidar en el mercado como una alternativa de riesgo moderado, manejada por uno de los pioneros en banca de inversión del país. Maneja arrendatarios para sus inmuebles de categoría AAA, tales como el Gobierno y grandes multinacionales.

Sus inversionistas se dividen entre fondos de pensiones, instituciones financieras, y individuos con grandes patrimonios. Según Encinales, *“Los fondos de pensiones hacen parte del 49% del monto total recaudado del fondo. Por ley, dichos fondos no pueden aportar la mitad o más del equity de un vehículo de inversión, por lo que logramos maximizar la cantidad de recursos recaudados de este tipo de inversionista”*. Por otro lado, cuenta también, que muchos bancos invierten su exceso de liquidez en el fondo, ya que les da confianza que se invierta en activos inmobiliarios con un perfil de riesgo y retorno muy específico. Es importante resaltar, que Encinales recalcó el gran rol que han tenido los fondos de pensiones para desarrollar el mercado de los fondos de capital privado en Colombia. *“Los fondos de pensiones han sido los grandes catalizadores de la industria, y hemos logrado una alianza muy interesante y de largo plazo con ellos”*. Las afirmaciones de Felipe Encinales y las del autor Leong tienen gran coherencia, ya que ambas recalcan el gran rol que los fondos de pensiones juegan en el desarrollo de capital privado. Esto se debe a que estos, junto con

aseguradoras, son por naturaleza las mayores acumulaciones de liquidez del sector privado en casi todas las economías del mundo.

Desde el punto de vista de los requisitos que un fondo de pensiones le pide a un fondo de capital privado para poder invertir en el mismo, Encinales resalta que efectivamente el “papeleo” requiere un gran esfuerzo y mucha gente ejecutándolo, pero que entiende y le da tranquilidad que esto sea así, ya que los fondos de pensiones están manejando el ahorro a largo plazo de los colombianos. Cuenta que se basan en tres principales criterios para decidir la inversión en un fondo: el *track-record* de las inversiones realizadas por el fondo en el pasado, la experiencia del equipo del fondo, y la claridad de la estrategia del fondo.

Inverlink Estructuras Inmobiliarias tiene en su gran mayoría inversionistas colombianos. Encinales cuenta que la razón de esto es lo siguiente: “*Nuestros inversionistas son en su mayoría colombianos, debido a que son clientes con los que tenemos una larga historia, y estamos muy bien consolidados localmente*”. Por eso, cuando se llegó al tema de los inversionistas extranjeros, Encinales respondió que aunque existe una gran oportunidad y potencial en inversionistas extranjeros, actualmente no se ha explotado adecuadamente ese mercado. Cuenta además, que no ha tenido contacto con fondos soberanos de inversión para que los mismos inviertan en Inverlink Estructuras Inmobiliarias, pero que claramente está interesado en dichos inversionistas. Sin embargo, piensa que dichos inversionistas podrían generar más valor en fondos de mayor tamaño, puesto que la inversión mínima de dicho inversionista muchas veces duplica el valor total del fondo actual. Esto es coherente con las afirmaciones de Muhammed de Bamboo Capital, así como las del autor Singh. En todos estos casos se destaca que aunque precisamente los fondos soberanos tienen acumulaciones muy considerables de liquidez, su gran tamaño también es una limitante: los fondos de capital privado locales tienen tamaños demasiado pequeños actualmente para que los fondos soberanos entren como un Limited Partner. Por último, Encinales resalta la creciente importancia que van a tener los fondos soberanos como inversionistas en un futuro cercano en el país. Esta afirmación también es congruente a las afirmaciones de Singh, quien destaca los fondos soberanos como los futuros inversionistas más importantes, ya que estos actualmente acumulan más de USD \$7 trillones a nivel global.

7.5 Ashmore Management Company Colombia

Ashmore es un fondo de origen inglés que maneja globalmente \$52 millones de dólares. Se especializa en mercados emergentes y participa en países tales como Colombia, Reino Unido, India, Indonesia, Arabia Saudita, y los Estados Unidos. En Colombia se estableció en el 2009 e invierte en oportunidades relacionadas con infraestructura en la región andina, principalmente en Colombia, Perú y América Central. Ashmore Colombia tiene unos lineamientos muy claros de responsabilidad Económica, Social y de Gobierno Corporativo. Ofrece el balance de conocimiento local con manejo de riesgo de nivel mundial, respaldado por las divisiones de manejo de riesgo y gobierno corporativo de Ashmore Global. El equipo colombiano tiene experiencia transaccional en la región desde hace más de 30 años, y genera la confianza de grandes inversionistas. El fondo ha ganado el Premio ColCapital al Mejor Gobierno Corporativo durante el 2014, 2015, y 2016, basándose en encuestas a los principales *Limited Partners*.

Ashmore Colombia es manejado por Camilo Villaveces, pionero de la banca de inversión y los fondos de capital privado en Colombia. Junto con otros socios, fundó la primera banca de inversión de Colombia, Inverlink. Dicha banca de inversión es la mejor del país basándose tanto en número de transacciones como en el monto de las mismas. Es ampliamente conocida en el mercado como la banca de inversión más prestigiosa de Colombia. Villaveces cuenta con amplio conocimiento del mercado, y se podría decir que es una de las personas más experimentadas y conocedoras de banca de inversión y fondos de capital en la Región Andina.

En la entrevista con Villaveces, pudimos ver que su visión de la industria de los fondos de capital privado en Colombia es de crecimiento, pero sobre todo de consolidación. Debido a que los *Limited Partners* quieren invertir cada vez montos más grandes, en menos fondos, los fondos pequeños (AUM < US\$100 MM) van a desaparecer o en su defecto van a fusionarse, ya que la inversión mínima de los inversionistas institucionales ronda alrededor de dicho monto y no es eficiente para ellos invertir en muchos fondos de capital parecidos.

En cuanto a el potencial rol de los fondos soberanos de inversión como inversionistas de los fondos de capital privado en Colombia, Villaveces piensa que la industria no es atractiva para esos

fondos porque dichos fondos invierten montos de más de US\$1.000 millones, y en Colombia hay muy pocos fondos de dicho tamaño. Sin embargo, piensa que eventualmente va a haber un gran protagonismo de los fondos soberanos de inversión, pero a través de fondos regionales que inviertan en Colombia, que tengan la capacidad de recibir esos montos tan elevados de inversión.

Villaveces recalca que el éxito de un fondo de capital privado es tener 100% de transparencia con sus inversionistas. Tiene dos personas exclusivamente dedicadas a Relación con el Inversionista y afirma que es el valor agregado más grande, porque genera tranquilidad y confianza en los inversionistas. Esto es muy coherente con las afirmaciones de Leong, quien en su libro “Inside the Limited Partner”, recalca la gran diferencia que existe entre la posición y los aspectos que los fondos de capital privado piensan que sus Limited Partners tienen en cuenta, y los que realmente tienen en cuenta. Precisamente, se denota que la relación y el reportaje con los Limited Partners día a día debe ser más abierta y menos corporativa. Los inversionistas deben tener todo el acceso a la información de gestión y todo tipo de movimientos que los fondos de capital privado tienen. Sin esto, acumulaciones de liquidez como los fondos soberanos nunca podrán considerar en invertir en capital privado, ya que por naturaleza estos manejan recursos que le pertenecen a una nación.

8. Conclusión

Haciendo una revisión comparativa entre lo presentado en las fuentes de literatura disponibles sobre el tema que se consideró y conectándolo con las entrevistas con los 5 diferentes fondos de capital privado colombianos que se escogieron para la investigación; todos con más de US \$150 millones en activos manejados, completando un agregado de alrededor US \$2 billones; se pueden llegar a varias premisas en cuanto a la industria de fundraising de capital privado colombiano, su relación a los fondos de pensiones y su potencial de evolucionar para recibir recursos de otros tipos de inversionistas.

En primer lugar, el gran rol que los fondos de pensiones juega en la consecución de inversión interna para capital privado local es central. Esto es evidente en Colombia: los principales inversionistas colombianos de Inverlink Estructuras Inmobiliarias y de Kandeo son fondos de

pensiones colombianos, lo que se ve replicado a través de toda la industria nacional de capital privado. Lo mismo pasa a nivel internacional y está soportado por autores como Singh, Alberto y Sealey: de manera simple, los fondos de pensiones son los ahorros para la vejez de las personas y por ende son las acumulaciones de liquidez más grandes de las economías en la mayoría de los casos.

En segundo lugar, la dinámica que los fondos de pensiones principales del país toman en cuanto a la inversión en capital privado local es muy cautelosa, restrictiva y limitante. Esto se evidencia en el bajo monto que los fondos de pensiones invierten en capital privado local y es congruente con lo que se evidenció en la entrevistas conducida con tanto Eduardo Michelsen D., Eduardo Michelsen C., Christian Lesmes y Felipe Encinales: aunque existe un apetito por el capital privado colombiano, el capital privado internacional se presenta en la mayoría de los casos como una mejor opción para los fondos de pensiones de acuerdo con sus estrategias y restricciones de inversión.

En tercer lugar, es evidente que día a día los mercados emergentes como Colombia resultan más interesantes para los jugadores institucionales internacionales. Esto se debe a que las economías de los mercados emergentes presentan aspectos positivos como el crecimiento poblacional, el crecimiento de la clase media, costos de vida relativamente bajos, recursos naturales importantes, entre otros. Colombia particularmente presenta, en adición a todo lo mencionado, una posición política favorable y una estabilidad relativamente fuerte a comparación de la región. Esto no solo se evidencia en cada una de las entrevistas conducidas, si no en las fuentes de literatura analizadas, en especial las de los autores Sealey y Klonowski.

En cuarto lugar, se evidencia que existe un potencial para que más recursos de fondos soberanos entren a invertir en fondos de capital privado colombianos. Esto se debe a que cada vez más los fondos soberanos consiguen menores rentabilidades por fuera de los mercados emergentes, lo que hace a Colombia un país atractivo para obtener rentabilidad. Adicionalmente, los gestores profesionales existentes están creando un *track-record* y crecientemente ganan experiencia en cuanto a lo que este tipo de inversionistas quieren al realizar una inversión en un fondo de capital privado. Esto es evidente en las entrevistas con Ashmore, Inverlink, Kandeo y HIG, lo que va alineado con lo que los autores Zeisberger y Singh dicen.

Todo esto permite concluir que el rol de los fondos de pensiones colombianos en el

fundraising de capital privado colombiano sí pueden ser remplazados por fondos soberanos; los cuales globalmente cuentan con una magnitud de recursos mucho mayor a la de los fondos de pensiones colombianos. Sin embargo, dicha transición no es posible en el corto ni en el mediano plazo (podría tomar más de una década). Esto se debe a que la industria de capital privado en Colombia debe seguir madurando y llegando a los estándares que dichos fondos buscan. Adicionalmente, los aparatos productivos altamente informales y atomizados de la economía colombiana se deben continuar consolidando como unidades productivas más organizadas y unificadas, aumentando así el número de inversiones prospecto para el capital privado. Dichos desarrollos de la industria de capital privado y de la economía colombiana permitirán de que en el mediano-largo plazo, o en alrededor de 10 años, los fondos soberanos realmente comiencen a representas un inversionista potencial para remplazar a los fondos de pensiones locales en Colombia.

Bibliografía

- Acton, G. (2017). World's largest sovereign wealth fund is undergoing drastic changes and ratcheting up risk appetite. 1 mayo 2017, de CNBC Sitio web: <http://www.cnbc.com/2017/02/17/worlds-largest-sovereign-wealth-fund-is-undergoing-dramatic-changes-and-ratcheting-up-risk-appetite.html>
- Albert, K. (2013). Private Market Fundraising: World-class Techniques for Raising Private Equity, Debt, Real Estate and Infrastructure Funds. EEUU: PEI Media Ltd.
- Alden, W. (2014). In WhatsApp Deal, Sequoia Capital May Make 50 Times Its Money. 8 abril 2017, de New York Time Sitio web: https://dealbook.nytimes.com/2014/02/20/in-whatsapp-deal-sequoia-capital-may-make-50-times-its-money/?_r=0
- Bancoldex. (2015). Catálogo de Fondos de Capital Privado. Bogotá.
- British private equity and venture capital association (2015). Private Equity Explained. 13 mayo 2017, de Sitio web: <https://www.financialpoise.com/a-brief-history-of-private-equity/>
- Cohen, J. (2013). A Brief History of Private Equity. 16 septiembre 2017, de Financial Poise Sitio web: <https://www.financialpoise.com/a-brief-history-of-private-equity/>
- Guriel, J. (2017). Understanding funds of funds. 4 abril 2017, de ASISA Sitio web: <https://www.asisa.org.za/en/transformation-education/consumer-education/collective-investment-schemes/facts-on-collective-investment-portfolios/understanding-funds-of-funds>
- Klonowski, D. (2012). Understanding funds of funds. 13 octubre 2017, Private Equity in Emerging Markets: The New Frontiers of International Finance. New York: Palgrave MacMillan
- Leleux, B. (2015). Private Equity 4.0: Reinventing Value Creation. New York: Wiley.
- Leong, W. (2012). Inside the Limited Partner 2012 . New York: PEI Media Ltd.
- Lozano, R. (2015). Los fondos de capital privado manejan \$ 35 billones en el país. Octubre 5, 2016.
- NBIM. (2017). Home. 6 mayo 2017, de NBIM Sitio web: <https://www.nbim.no>
- OECD (2016). Pension Markets in Focus, 2016 edition. Enero 2017.
- Portafolio. (2016, septiembre 19). Ahorro de afiliados a fondos de pensiones llegó en julio a \$18 billones, su cifra más alta.
- Prequin. 2016 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report. Febrero 5, 2016.
- Santiso, J. (2017). Fondos soberanos, más grandes y sofisticados. 12 mayo 2017, de El País Sitio web: http://economia.elpais.com/economia/2017/03/23/actualidad/1490271366_285415.html
- Sealey, A. (2013). Private Equity Secondaries Market: A Complete Guide to its Structure, Operation and Performance. Seattle : PEI Media Ltd.
- Singh, J. (2016). The New Frontier Investors: How pension funds, sovereign funds and endowments are changing the business of investment management and long-term investment. New York: Palgrave MacMilla
- Sovereign Wealth Fund Institute. (2017). What is a SWF?. 1 mayo 2017, de SWFI Sitio web: <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/>

Superintendencia Financiera de Colombia. (2017). Portafolio de inversión de fondos de pensiones obligatorias, 15 octubre 2017. Sitio web:
<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=9118>

Velez, P. (2015). Investing in mezzanine debt. 8 mayo 2017, de Oak Tree Capital Sitio web:
https://www.oaktreecapital.com/404?aspxerrorpath=/docs/default-source/default-document-library/strategy-primer_mezzanine-finance_final.pdf

Waldinger, J. (2016). The Nine Types of Private Equity. 13 mayo 2017, de Wealth management Sitio web: <http://www.wealthmanagement.com/alternative-investments/nine-types-private-equity>

Wilson, R. (N.D.). Introduction to sovereign wealth funds. 1 mayo 2017, de Investopedia Sitio web: <http://www.investopedia.com/articles/economics/08/sovereign-wealth-fund.asp>

Xinhua. (2017). Chalco net profits soar in Q1. 14 mayo 2017, de China Daily Sitio web: http://www.chinadaily.com.cn/business/2017-04/26/content_29097412.htm

Zeisberger, C. (2017). Private Equity in Action: Case Studies from Developed and Emerging Markets. Milwaukee : Wiley.