



cutting through complexity



Capital Privado como impulsor de las empresas mexicanas: 9 casos de éxito

Segunda edición

Contenido

4

Prefacio a la segunda edición

6

Resumen ejecutivo

8

Acerca del estudio

12

Análisis de impacto

23

Conclusiones

26

Casos de éxito

46

Anexos



Agradecimiento

En KPMG en México queremos reiterar nuestro reconocimiento y agradecimiento a la Asociación Mexicana de Capital Privado, A.C. (Amexcap), por su contribución y apoyo para la realización de la segunda edición de este estudio. También, les damos las gracias a todos los fondos que contribuyeron con información y los casos de éxito para integrar este documento.



Prefacio

a la segunda edición





La primera edición de este documento se publicó en mayo de 2013, con el nombre *El impacto del Capital Privado para las empresas en México: 17 casos de éxito*, e incluía el análisis de 17 casos de éxito de empresas en las que invirtieron fondos de Capital Privado en México. En esta edición, y nuevamente con el apoyo de la Asociación Mexicana de Capital Privado, A.C. (Amexcap), se incluye el estudio de nueve casos de éxito nuevos, los cuales fueron segmentados en tres grupos:

- Capital Privado (empresas con más de cinco años de operación)
- Venture Capital o Capital Semilla
- Capital Privado especializado en bienes raíces

Esta división se debe a las características particulares de cada una de las empresas, las cuales no necesariamente son comparables entre sí.

Por ejemplo, en el caso del *Venture Capital* o Capital Semilla se trata de inversiones en compañías que se encuentran en sus primeros años de operación, o en proyectos para crear nuevas organizaciones. Los niveles iniciales de ventas y ganancias son relativamente pequeños; dado que se empieza de una base pequeña, las tasas de crecimiento son muy elevadas y, en general, más altas que las de Capital Privado.

En los casos de Capital Privado especializado en bienes raíces, la medida de rentabilidad generalmente utilizada es la tasa interna de retorno (TIR) a diferencia de la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (Ebitda), en el caso del *Venture Capital* y Capital Privado. Estas dos medidas de rentabilidad no son comparables necesariamente, ni tampoco sus magnitudes.

Por ello, se decidió separar estos tres segmentos con el fin de obtener información que fuera comparable y que no desvirtuara la información de los casos en otros segmentos. La estructura general del estudio se mantiene similar a la de la primera edición, con excepción de que, en esta nueva edición, no se incluye una introducción al Capital Privado en México, con la finalidad de evitar ser repetitivos en la información.

R esumen ejecutivo



El Capital Privado es un esquema de inversión integrado por un grupo de socios inversionistas que adquieren participación en compañías privadas, que en el caso de México no cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). A pesar de que en Estados Unidos (EEUU) este esquema surgió en la década de los 70, y en Brasil se desarrolló en los 90, en nuestro país, aunque continúa creciendo, aún existe una falta de conocimiento generalizado y una baja penetración en comparación con países desarrollados como Reino Unido, EEUU e Israel.

Los fondos de Capital Privado permiten en las organizaciones: la creación de nuevos empleos, la profesionalización e institucionalización, un mayor acceso a nuevos inversionistas y otras fuentes de financiamiento, además de darles una mejor reputación en el mercado a las empresas invertidas.

Los fondos de Capital Privado invierten recursos en compañías privadas que tienen un alto potencial de crecimiento y las apoyan fortaleciendo sus ventajas competitivas atendiendo sus áreas de oportunidad en términos financieros, operativos e institucionales con el fin de generar crecimientos aún más acelerados.

El contenido de este estudio y los nueve casos de éxito resultan de gran relevancia para la comunidad empresarial, el gobierno y la sociedad, así como para los inversionistas.

El Capital Privado es un vehículo de inversión alternativo a los instrumentos tradicionales, que resulta atractivo a inversionistas individuales o institucionales. Además de ser una opción para diversificar el portafolio de inversión, ofrece retornos atractivos con un riesgo relativamente bajo. El objetivo es dar a conocer este modelo a distintas audiencias, como una opción adicional de inversión.

Los datos de los casos de éxito analizados en este estudio muestran que los fondos de Capital Privado permiten el crecimiento y mejoran el desempeño de las organizaciones en las que invierten. Además, generan mayor utilidad y permiten la creación de empleos.

Fondos de Capital Privado

▶ Potencian el crecimiento de las empresas invertidas

58.54% fue la tasa anual compuesta de crecimiento (CAGR, por sus siglas en inglés) a la que creció la suma de las ventas de las empresas con inversión de Capital Privado



6.93

veces fue el múltiplo de incremento en la suma de ventas que se observó en los casos de éxito de Capital Privado analizados



51.49%

fue la tasa de crecimiento anual de la suma de las ventas de las empresas con inversión de Capital Emprendedor



20% a 35%

fue el rango de las tasas internas de retorno (TIR) observado en los proyectos de bienes raíces

▶ Generan mayor utilidad



Por cada peso de utilidad generada en forma agregada al inicio del periodo, se generaron:

\$16.37 pesos

de utilidad al final por las empresas con inversión de Capital Privado

La CAGR a la que creció la suma de la utilidad medida por el Ebitda/EBT en los cinco casos de Capital Privado de los cuales se tiene información fue de 94.55%, lo que implica que cada año la utilidad de las empresas creció 94.55% respecto al año anterior



34.32%

fue la tasa de crecimiento anual de la suma de la utilidad de las empresas con inversión de Capital Emprendedor

▶ Fomentan la creación de empleos de calidad



11.02

es el múltiplo observado en la suma de los empleos de las empresas en las que invirtieron fondos de Capital Privado



77.07%

fue la tasa de crecimiento anual promedio en el número de empleados de las empresas con inversión de Capital Privado

Acerca del estudio



En esta segunda edición se analizaron nueve casos de éxito, de distintos sectores:

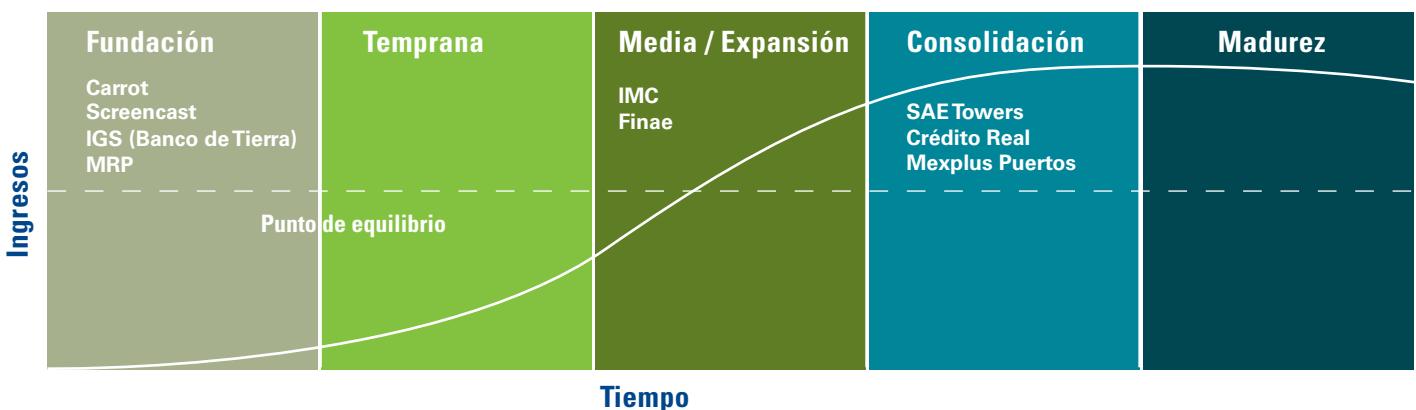
- En los nueve casos se analizaron nueve empresas distintas
- Tres de los nueve casos de éxito representan inversiones en los que el ciclo de inversión ya se completó, lo que significa que el fondo invirtió, implementó su estrategia y, posteriormente,
- salió de la inversión mediante una colocación en bolsa o la venta a un comprador financiero o estratégico
- En seis de los casos analizados, un fondo de Capital Privado aún mantiene su inversión
- Dos casos representan inversiones en las que más de un fondo mantiene una inversión en la empresa; sin embargo, los casos de éxito representan solo la actividad de los fondos que operan en México. Los demás fondos que tienen inversión son extranjeros sin representación nacional

Nueve casos de éxito

Caso	Sector	Fondo que invirtió	Año de fundación	Año de inversión del fondo	Año de salida del fondo	Años de existencia al momento de la inversión
Carrot	Transporte	ALL Venture Partners México	2012	2012	NA	0
Crédito Real	Servicios Financieros	Nexxus Capital	1993	2007	2013	14
Finae	Servicios Financieros	Adobe Capital	2006	2013	NA	7
IGS (Banco de Tierra)	Bienes Raíces	IGS Group	2008	2008	NA	0
IMC	Restaurantes	Advent International Corporation	2006	2006	NA	0
Mexplus Puertos	Infraestructura	EMP	1990	2010	NA	20
MRP Fondos I, II y III	Bienes Raíces	MRP	2005	2005	2013	0
SAE Towers	Manufactura	Acon Investments	1926	2007	2010	81
Screencast	Telecomunicaciones, Medios y Tecnología	LIV Capital	2010	2010	NA	0

NA: no aplica dado que el fondo aún mantiene la inversión.

Etapa en el ciclo de vida en que se encontraban las empresas de los casos de éxito al invertir los fondos*



*Nota: las empresas se clasificaron de acuerdo con su antigüedad, tomada como el periodo transcurrido desde su fundación hasta el momento de la inversión. Esta clasificación no necesariamente coincide con el ritmo de crecimiento experimentado por la compañía al momento de la inversión. En los casos en que en una organización ha invertido más de un fondo, se clasificó de acuerdo con su antigüedad cuando invirtió el primer fondo.

Fuente: PrivCo, 2015.

En los nueve casos se analizan nueve empresas que operan en siete sectores distintos, y que se encontraban en una etapa diferente en su ciclo de vida

Las empresas de estos nueve casos tenían tamaños muy diversos en lo que respecta a ventas, utilidad y empleos al momento de la inversión y a la salida. En términos de ventas, se incluyen *start-ups*, es decir, empresas recientemente fundadas sin ventas, como el caso de Carrot, Screencast, IGS (Banco de Tierra) y Mexico Retail Properties (MRP).

La empresa más pequeña que no era de reciente creación, es Finae, y generaba ingresos por intereses de \$35.1 millones de pesos (mdp) al momento de la inversión del fondo. En esta empresa, invirtió Adobe

Capital. La empresa más grande de los nueve casos de éxito es Crédito Real, con una cartera total de \$2,118 mdp al momento de la inversión de Nexusx Capital. Este rango ejemplifica la variedad de empresas en las que invierten los fondos, que van desde pequeñas y medianas empresas (pymes), hasta organizaciones que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, o que se preparan para ello.

El periodo total que duró la inversión de los fondos en las compañías también es variado, comprendiendo de 2005 a 2013, con un periodo máximo de inversión de nueve años, uno mínimo de un año y un promedio de cuatro años. En esta edición predominan los nuevos proyectos de reciente creación, por lo que existen seis casos en los cuales el fondo aún mantiene su inversión en la empresa, pero en los que el fondo inversor ya causó algún tipo de impacto.

El periodo de existencia de las compañías desde su fundación hasta el momento en que el fondo realizó la inversión varía de cero años, en el caso de la inversión de las *start-ups*, a 81 años en el caso de SAE Towers (fundada en Italia) en la que invirtió

Acon Investments. Si quitamos estos casos extremos, la antigüedad promedio de las empresas desde su creación hasta el momento que recibieron capital por parte de un fondo es de 13.6 años.

El documento muestra cuatro casos: Screencast y Carrot, MRP Fondos I, II y III e IGS (Banco de Tierra), de *start-ups* en las que invirtieron fondos especializados en *Seed Capital*, *Venture Capital* o bienes raíces. En total, se incluyen seis casos de organizaciones que tenían menos de siete años en operación (cuatro *start-ups*, y dos con siete o menos años operando).

La estrategia de la mayoría de los fondos establecidos en México, busca inversiones en empresas que aún están en etapa de crecimiento pero que ya han pasado el primer lustro de vida, y que, de alguna manera, han demostrado capacidad para mantenerse en el mercado. Sin embargo, en esta segunda edición del estudio predominan los casos de reciente creación, lo que también ejemplifica que los fondos de Capital Privado invierten en compañías que se encuentran en distintas etapas de su ciclo de vida.



De los nueve casos analizados, dos son del sector de Servicios Financieros, dos de Bienes Raíces, uno de Telecomunicaciones, Medios y Tecnología, uno de Manufactura, uno de Transporte, uno de Restaurantes y uno de Infraestructura.

Para los casos documentados, se buscó obtener información de tres variables al momento de la primera inversión y a la salida del fondo:

- Ventas
- Utilidad medida por el Ebitda¹/EBT² o TIR³ (para el caso de los proyectos de bienes raíces)
- Número de empleos

Se sumó el valor de estos indicadores para todos los casos y se obtuvieron:

- Múltiplos que dividen el valor de la variable en el año de la entrada del fondo (primera inversión de Capital Privado) entre su valor en el año a la salida del fondo o periodo bajo análisis
- CAGR, medida del crecimiento anual promedio del indicador durante el periodo que duró la inversión

Para cinco de los casos se obtuvo información de ventas y utilidad, para dos de los casos se obtuvo información de los tres indicadores, y para cinco casos no se obtuvo la información completa por distintas razones.

Los múltiplos y las tasas de crecimiento de la suma de las ventas y utilidad de los casos de éxito se compararon con los múltiplos y tasas de crecimiento de la suma de las ventas y utilidad para una muestra de 69 empresas de la lista "Las 500 Empresas más Importantes de México" de *Expansión*, que consiste en la lista de las empresas más importantes que mueven la economía del país, en un periodo de cuatro años de 2010 a 2013 (ver anexo en la página 46) con el fin de hacerlo más comparable con los 4.44 años en promedio en que los fondos mantuvieron su inversión. Luego del análisis cuantitativo, se analizan diversos impactos cualitativos que tuvieron los fondos en las empresas invertidas. A partir de la página 26, se presenta cada uno de los casos de éxito.

Número de casos analizados por sector	
Sector	Número de casos analizados
• Servicios Financieros	2
• Bienes Raíces	2
• Telecomunicaciones, Medios y Tecnología	1
• Manufactura	1
• Transporte	1
• Restaurantes	1
• Infraestructura	1

¹ Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización, por sus siglas en inglés

² Utilidad antes de impuestos

³ Tasa interna de retorno



Análisis de impacto



Impacto cuantitativo de los fondos en las empresas

Inversiones de Capital Privado

Ventas

Tomando de forma agregada las ventas de las cinco empresas que recibieron Capital Privado, para las cuales la variable de ventas fue compartida para realizar este estudio, se observó un múltiplo de crecimiento de 6.93 veces las ventas en el periodo⁴ en el que los fondos apoyaron a la administración de las compañías.

Lo anterior quiere decir que por cada peso que vendían estas compañías al inicio del periodo de análisis, vendían 6.93 pesos al final. En términos absolutos, las cinco organizaciones vendían en forma agregada \$3,319.4 mdp al inicio (año base) y terminaron con ventas por \$22,994.7 mdp⁵ al final del periodo.

Esto contrasta con el múltiplo de ventas observado para la muestra de empresas de "Las 500 de Expansión", que fue únicamente de 1.49 veces (o 1.49x) en un periodo similar.

En cuanto al crecimiento de las ventas, destacan los casos de éxito de *start-ups* como Carrot, Screencast, MRP Fondos I, II y III y el Banco de Tierra de IGS pero también lo hacen casos de empresas como IMC o Finae. El rediseño de la oferta o la expansión a nuevas geografías, locales e internacionales, tuvieron un contundente efecto en el incremento de las ventas.

6.93 veces fue el múltiplo de incremento en la suma de ventas que se observó en los casos de éxito de Capital Privado analizados



Pero los fondos de Capital Privado en conjunto con las empresas invertidas, además de generar crecimientos muy superiores al promedio de las industrias en las que operan, fomentan un crecimiento más sustentable porque diversifican el origen de los ingresos y crean portafolios de negocio más balanceados.

En casos como los de SAE Towers o IMC se ejemplifica la incursión a nuevas regiones geográficas para ganar mayor participación de mercado; MRP e IGS demuestran cómo la flexibilidad para ajustar el modelo de negocios puede tener un impacto positivo importante.

Por su parte, Carrot y Screencast muestran cómo un sólido plan de negocios, amplia capacidad de ejecución y el apoyo de un fondo, pueden llevar las ventas de cero a decenas, e incluso centenas, de millones en poco tiempo. Estas dos empresas junto con IMC son claros ejemplos de cómo los fondos apoyan

a las compañías a consolidar su mercado a través de adquisiciones de competidores.

En todos estos casos, los fondos en conjunto con las organizaciones lograron un portafolio de ingresos más equilibrado que permitió disminuir el riesgo de una alta exposición a una única fuente de ingresos. El resultado es claro: las compañías invertidas permanecen operando en todos los casos analizados y tienen mejores prospectos de crecimiento que antes de la llegada de los fondos.

Los fondos, además de tener una notable capacidad para seleccionar organizaciones con alto potencial de crecimiento, aportan su conocimiento en estrategia, operaciones, administración, finanzas, gobierno corporativo, contactos estratégicos y otras áreas para generar valor. Por ende, el fondo, además de aportar capital, es un importante catalizador del crecimiento del negocio.

⁴ Es importante mencionar que para el caso de Crédito Real lo que se consideró como variable de ventas es el valor total de la cartera de crédito vigente.

⁵ Cuatro años después del año base, en promedio.

58.54% fue la CAGR a la que creció la suma de las ventas de las empresas con inversión de Capital Privado

La suma de las ventas de las compañías analizadas creció a una tasa anual promedio de 58.54% en los cuatro años del periodo de análisis. Si comparamos esta tasa con el crecimiento alcanzado por las compañías de “Las 500 de Expansión”, cuyas ventas alcanzaron una CAGR de 10.55%, se puede constatar que las organizaciones con inversión de Capital Privado crecieron a un ritmo más acelerado. En un periodo menor a tres años, estos casos de éxito en promedio duplicaron las ventas de sus empresas.

También destacan casos como el de Crédito Real o Finae, ambas en el sector de Servicios Financieros, en las que los flujos invertidos por los fondos permitieron fortalecer el balance y lograr tasas de fondeo más atractivas. IMC y Finae son también ejemplos en los que una adecuada planificación estratégica se tradujo en ejecución para arrojar crecimientos anuales significativos en ventas.

Todas las *start-ups* analizadas representan evidencia sólida de que un plan de negocios bien pensado y ejecutado, combinado con fondos para invertir en el crecimiento, puede tener resultados contundentes.

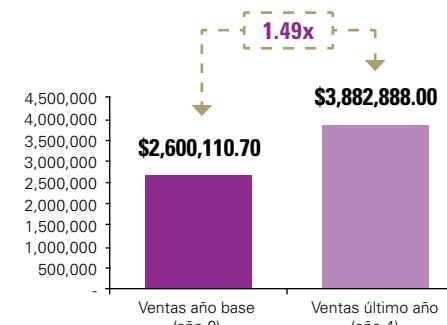
Ebitda/EBT

Los fondos de Capital Privado también inciden positivamente en la rentabilidad de las compañías. El múltiplo observado en la suma de la utilidad de las

Ventas de empresas con inversión de CP millones de pesos



Ventas de empresas de “Las 500 de Expansión” millones de pesos



Información agregada

Indicador	Empresas CP	Empresas 500
Número de casos con información	5	69
Ventas al inicio del periodo (millones de pesos)	\$3,319.40	\$2,600,110.70
Ventas al final del periodo (millones de pesos)	\$22,994.70	\$3,882,888.00
Años promedio de duración del periodo de análisis	4.00	4.00
Múltiplo	6.93	1.49
CAGR	58.54%	10.55%

Fuente: análisis hecho por KPMG con información de este estudio y de una muestra de “Las 500 de Expansión”.

cinco empresas con inversión de Capital Privado fue de 16.37.

En un periodo similar, las empresas de “Las 500 de Expansión” lograron un múltiplo de Ebitda/EBT de 1.54 que es aproximadamente la décima parte del logrado por las organizaciones con inversión del Capital Privado. Este crecimiento tan importante se logra con las sólidas habilidades administrativas y financieras de los fondos.

Para lograr estos resultados, desde el primer día de su inversión, los fondos llevaron a cabo procesos de planificación estratégica, como es el caso de SAE Towers, promoviendo el establecimiento de estrictos controles financieros, o crearon estrategias claras de crecimiento como en el caso de IMC y Screencast, además de que en todos los casos establecieron programas exhaustivos de medición y administración del desempeño, y alinearon los intereses de la gerencia y los accionistas mediante estrategias

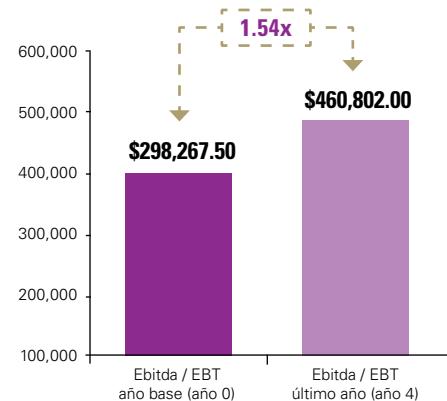
innovadoras de valuación como en el caso de Finae. El mayor múltiplo observado en la utilidad para los casos de éxito analizados fue de 27.30 y el menor fue de 1.32.

Por cada peso de utilidad generado en forma agregada al inicio del periodo, se generaron **16.37** pesos de utilidad al final por las empresas con inversión de Capital Privado

Ebitda / EBT de empresas con inversión de Capital Privado (millones de pesos)



Ebitda / EBT de empresas de "Las 500 de Expansión" (millones de pesos)



Información agregada

Indicador	Empresas CP	Empresas 500
Número de casos con información	5	69
Ebitda/EBT al inicio del periodo (millones de pesos)	\$148.00	\$298,267.50
Ebitda/EBT al final del periodo (millones de pesos)	\$2,422.20	\$460,802.00
Años promedio de duración del periodo de análisis	4.00	4.00
Múltiplo	16.37	1.54
CAGR	94.55%	11.49%

Fuente: análisis hecho por KPMG con información de este estudio y de una muestra de "Las 500 de Expansión".

Nota: para mayor información de los cálculos de las empresas de "Las 500 de Expansión", ver anexo en la página 46.

La CAGR a la que creció la suma de la utilidad medida por el Ebitda/EBT en los cinco casos con información fue de 94.55%, lo que implica que cada año la utilidad de las empresas creció esa misma cifra respecto al año anterior.

En un periodo similar, el Ebitda/EBT de las compañías de la muestra de la lista de *Expansión* creció a una CAGR de 11.49%, así que existe un diferencial de más de 83 puntos porcentuales de crecimiento. Esto demuestra la capacidad que tienen los fondos de Capital Privado para generar mejoras en la rentabilidad de las organizaciones invertidas.

Empleos

Como se ha mencionado, los beneficios de los fondos de Capital Privado no se limitan únicamente a las empresas en las que invierten, también generan junto con ellas externalidades positivas que

benefician a la sociedad. Un claro ejemplo de esto es la creación de empleos que son el resultado de asociaciones exitosas entre empresas con alto potencial y los fondos de Capital Privado.

Al igual que las variables de ventas y utilidad, se recopiló información de empleos. Estos fueron facilitados por dos organizaciones de las nueve en el estudio. En los casos restantes, no presentaron información ya que se trataba de compañías operando en segmentos que no eran intensivos en mano de obra, por lo que el impacto en el número de empleos no era relevante, o de inversiones muy recientes en las que aún no se materializan los impactos positivos de la asociación entre el fondo y la compañía.

El múltiplo de crecimiento en empleos de la suma de los casos fue de 11.02, al comparar el número de

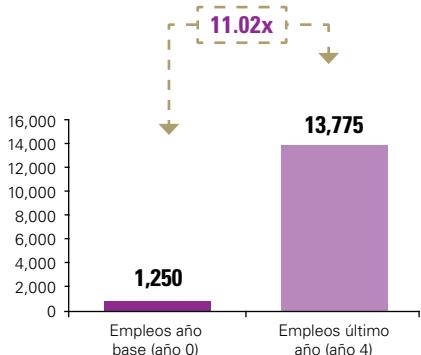
La CAGR a la que creció la suma de la utilidad medida por el Ebitda/EBT en los cinco casos de Capital privado con información fue de **94.55%**, lo que implica que cada año la utilidad de las empresas creció esa misma cifra respecto al año anterior

11.02 es el múltiplo observado en la suma de los empleos de las empresas en las que invirtieron fondos de Capital Privado

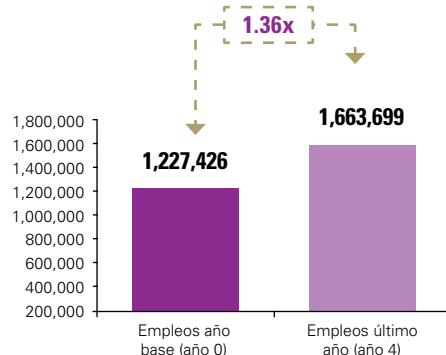
trabajadores al inicio del periodo de inversión con el número al final. Este impacto es sumamente relevante si se considera que una parte importante de estas inversiones se mantuvo pese a la pérdida de trabajos en la economía mexicana. Las empresas de estos casos de éxito, en lugar de recortar puestos de trabajo, generaron más de 12,500 empleos durante el periodo que duró la inversión de los fondos.

En cuanto a la creación de empleos en México, destaca el caso de IMC que sumó más de 12,000 empleos. La CAGR de la suma de los empleos fue de 77.07% durante el periodo de análisis.

Empleos en empresas de Capital Privado



Empleos en empresas de "Las 500 de Expansión"



Información agregada

Indicador	Empresas CP	Empresas 500
Número de casos con información	2	69
Empleos al inicio del periodo	1,250	1,227,426
Empleos al final del periodo	13,775	1,663,699
Años promedio de duración del periodo de análisis	4.00	4.00
Múltiplo	11.02	1.36
CAGR	77.07%	7.90%

Fuente: análisis hecho por KPMG con información de este estudio y de una muestra de "Las 500 de Expansión".

Inversiones de Capital Emprendedor

Las inversiones de Capital Emprendedor y Capital Semilla difieren de las inversiones de Capital Privado, principalmente, en cuanto a que se trata de *start-ups* creadas desde cero, o que llevan menos de cinco años en operación.

En este documento se analizan cinco empresas que cumplen con estas características. Cuatro son *start-ups*: Carrot, Screencast, MRP e IGS y una, el caso de Finae, tenía menos de siete años en operación. Adicionalmente, se tiene el caso de IMC que fue creada para consolidar el mercado de restaurantes.

Los fondos de Capital Emprendedor y Capital Semilla invierten en este tipo de empresas cuando sus niveles de venta son relativamente pequeños o nulos y, al igual que los fondos de

Capital Privado, buscan hacerlas crecer al mayor ritmo posible mediante una estrategia bien planeada durante un periodo de cinco a siete años en promedio para después salir de la inversión mediante la venta de la empresa. Al iniciar con ventas relativamente más pequeñas, este tipo de casos de éxito generalmente tiene tasas de crecimiento de ventas y de Ebitda mucho más altas que los proyectos más maduros.

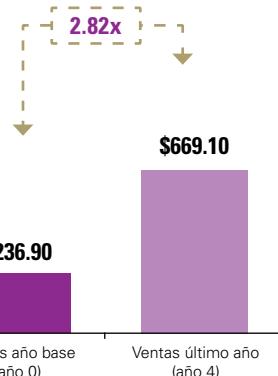
Los dos casos para los que se tiene información de ventas al inicio y al final de la inversión son de *start-ups*, por lo que el nivel de ventas inicial es cero. Para efectos de este análisis, se tomaron sus ventas al final del primer año de operación, y se compararon con las ventas en el último año completo disponible.

Estos dos casos presentaron una tasa anual de crecimiento de la suma de sus ventas de 51.49%,

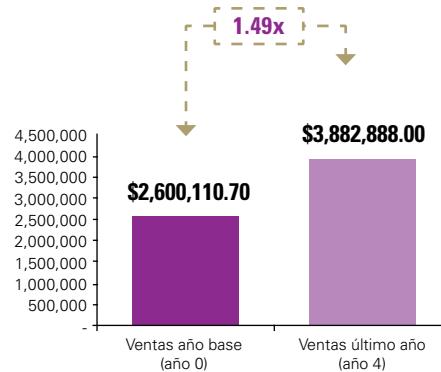
ya que pasaron de ventas conjuntas de 236.9 mdp al inicio de la inversión, a ventas de 669.1 millones al final del último periodo registrado. El múltiplo de ventas observado fue de 2.82. Si tomáramos las ventas iniciales de estas compañías como cero, el crecimiento y los múltiplos serían significativamente mayores.

Es importante mencionar que estas empresas solo tienen en promedio 2.5 años de existencia, por lo que aún no logran todo su potencial de desarrollo. En cuanto a la utilidad, la suma de las ventas de los dos casos pasó de \$44 millones al cierre del primer año de operación, a \$92 millones al final del último periodo registrado; esto implica un múltiplo de 2.09 y una CAGR de 34.32% en un promedio de 2.5 años.

Ventas de empresas con inversión de Venture Capital en millones de pesos



Ventas de empresas de "Las 500 de Expansión" en millones de pesos



Información agregada

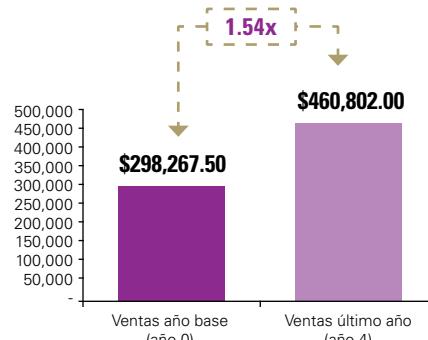
Indicador	Empresas VC	Empresas 500
Número de casos con información	2	69
Ventas al inicio del periodo (millones de pesos)	\$236.90	\$2,600,110.70
Ventas al final del periodo (millones de pesos)	\$669.10	\$3,882,888.00
Años promedio de duración del periodo de análisis	2.00	4.00
Múltiplo	2.82	1.49
CAGR	51.49%	10.55%

Fuente: análisis hecho por KPMG con información de este estudio y de una muestra de "Las 500 de Expansión".

Ebitda / EBT de empresas con inversión de Venture Capital en millones de pesos



Ebitda / EBT de empresas de "Las 500 de Expansión" en millones de pesos



Información agregada

Indicador	Empresas VC	Empresas 500
Número de casos con información	2	69
Ebitda / EBT al inicio del periodo (millones de pesos)	\$44.00	\$298,267.50
Ebitda / EBT al final del periodo (millones de pesos)	\$92.00	\$460,802.00
Años promedio de duración del periodo de análisis	2.00	4.00
Múltiplo	2.09	1.54
CAGR	34.32%	11.49%

Fuente: análisis hecho por KPMG con información de este estudio y de una muestra de "Las 500 de Expansión".

En estos casos los fondos participaron desde el desarrollo del plan de negocios, hasta la creación y ejecución de la estrategia de crecimiento,

el establecimiento de mecanismos de gobierno corporativo y el cierre de alianzas estratégicas con bancos u otras empresas.

Inversiones en bienes raíces

Los proyectos de inversión en Capital Privado en bienes raíces no se evalúan de la misma forma que los proyectos de Capital Privado o los de Capital Emprendedor. Generalmente, el indicador que se

utiliza para evaluarlos es la TIR. Esta tasa mide el retorno del capital invertido, considerando también el valor del dinero en el tiempo. Por lo tanto, se incluyó una sección por separado para analizar este tipo de inversiones.

En esta nueva edición, también se consideraron dos casos relacionados con bienes raíces, que operan en distintos segmentos del mercado.

- El Banco de Tierra de IGS se especializa en la compra, administración y venta de propiedades para el desarrollo de vivienda. IGS vende las tierras a desarrolladores de vivienda regionales de tamaño mediano, principalmente en el segmento de interés social. De acuerdo con IGS este proyecto obtiene tasas de retorno anuales de 21%
- También se consideró el caso de MRP que opera en el segmento de desarrollo y administración de propiedades comerciales en México. Para este análisis se evaluaron los resultados de sus fondos I, II y III que obtuvieron tasas anuales de retorno de entre 20% y 35%

Al igual que en los casos de Capital Privado y Capital Emprendedor, los casos de bienes raíces obtuvieron tasas de retorno muy superiores a las obtenidas por instrumentos de inversión tradicionales, por lo que representan una opción atractiva por los inversionistas, además de tener un riesgo relativamente bajo, dado que están respaldados por el valor de la tierra en la que se desarrollan. Al igual que en los demás casos de inversión de Capital Privado, los fondos que invierten en bienes raíces:

- Aportan el dinero para desarrollar los proyectos y comprar las tierras
- Aportan una estrategia bien definida y un amplio conocimiento en el mercado para comprar las tierras con mayor plusvalía en su segmento de especialidad
- Agregan el mayor valor posible a las propiedades
- Cierran las rentas o ventas al mayor precio posible, maximizando así el retorno para sus inversionistas



Impacto cualitativo

En el análisis de la edición anterior, se identificó el impacto positivo de los fondos de inversión en variables que no son directamente cuantificables, pero que soportan el desarrollo de las compañías y se traducen en beneficios cuantitativos. En esta nueva edición se confirmó el papel benéfico de los fondos en los siguientes temas.

Institucionalización

Quizá el beneficio cualitativo más común es la institucionalización de la empresa. Los fondos de Capital Privado tienen un interés muy particular: que las organizaciones en las que invierten sigan un proceso de institucionalización.

Mientras más institucional es una empresa, más se facilita la salida del fondo, ya sea mediante la venta a un comprador financiero o estratégico, o a través del listado en la Bolsa Mexicana de Valores. Una empresa más institucionalizada también es capaz de obtener con mayor sencillez recursos adicionales para financiar su crecimiento, a través de bancos u otras instituciones.

En todos los casos de éxito presentados en este documento,

los fondos establecieron programas de institucionalización que incluyeron, entre otros elementos:

- Creación de comités de gestión
- Establecimiento de una junta de gobierno que en todos los casos incluía a un miembro del fondo y, en muchos, a asesores externos
- Ejecución de programas de transparencia en el manejo de los recursos y en la remuneración a los empleados
- En la mayoría de los casos también se estableció auditoría de los estados financieros de las empresas por firmas reconocidas y transparentes

Relativamente poco tiempo después de la entrada de los fondos, las compañías analizadas habían avanzado de manera importante en el proceso de institucionalización, tenían un mayor acceso a nuevos inversionistas y otras fuentes de financiamiento, y poseían una mejor reputación en el mercado.

Orientación al desempeño y administración de riesgo

Una utilidad cualitativa adicional es que, prácticamente, todas las empresas en este estudio tenían una inclinación mucho más fuerte al desempeño cuando los fondos salieron.

Los fondos tienen una capacidad importante para alinear los intereses de los accionistas de la compañía con los de la dirección. Estos establecen

Después de la entrada de los fondos, las compañías analizadas avanzaron de manera importante en el proceso de institucionalización; tuvieron un mayor acceso a nuevos inversionistas y otras fuentes de financiamiento, y adquirieron una mejor reputación en el mercado

Durante el periodo de inversión, los fondos cambian la cultura y los valores de las organizaciones; su participación crea un impacto de largo plazo, mucho más duradero que el del propio periodo de inversión

programas de remuneración que van ligados al desempeño de la operación, lo que permite que toda la organización se mueva en la misma dirección, y se alcancen las metas fijadas más fácilmente.

La flexibilidad de MRP para adaptar su modelo de negocio con el fin de reducir la morosidad y el riesgo, resultó en un mejor retorno para sus accionistas.

La capacidad de SAE Towers para crear un nuevo modelo de interacción con sus clientes, le permitió reducir su exposición a la variación en los precios del acero y hacer más eficiente el uso del capital de trabajo, lo que potenció la rentabilidad.

Adicionalmente, se promueve una mayor transparencia en la determinación de sueldos, y se establecen planes de carrera que crean un mejor ambiente laboral.

Como ya mencionamos en la sección cuantitativa, los fondos también reducen el riesgo de mercado o riesgo operativo al que se enfrentan las compañías, equilibrando mejor los portafolios con el fin de crear una mayor certidumbre en cuanto al flujo de ingresos futuro.

Planeación estratégica

Una de las ganancias más importantes de un fondo es la definición de un plan estratégico que crea objetivos específicos de crecimiento en el corto y mediano plazo, y detalla la forma de cumplirlos.

Muchas veces, las compañías que crecen de manera acelerada no tienen definido un plan que determine el modelo de negocio y la estrategia.

En los casos analizados identificamos una serie de herramientas de planeación estratégica que los fondos utilizan consistentemente en todas las organizaciones en las que invierten. Estas fijan un rumbo claro para el negocio, y definen objetivos como: mercados, segmentos, penetración geográfica, clientes, precios, indicadores de desempeño, entre otros.

En todos los casos presentados, se llevó a cabo un profundo proceso de planeación estratégica. Escribir un plan de negocios con metas claras y alcanzables permitió a los cuatro casos de *start-ups* presentados en esta edición (Carrot, Screencast, MRP y Banco de Tierra de IGS), crear sólidos negocios desde cero, que crecieron posteriormente a tasas redituables.

En los casos de SAE Towers y Mexplus Puertos, los fondos reconfiguraron la estrategia de los negocios para transformarlos de compañías con pérdidas o crecimientos muy bajos, a negocios con crecimientos interesantes y excelentes prospectos.

Durante el periodo de inversión, los fondos cambian la cultura y los valores de las organizaciones, creando un impacto mucho más duradero que el del periodo de inversión.



Los fondos permiten a las compañías tener mayor acceso a fuentes de financiamiento, ya que dan certidumbre a bancos y otros proveedores de fondos, y cuentan con una amplia red de contactos y sólidas relaciones con la banca e instituciones crediticias

Profesionalización

La gestión activa de los fondos de Capital Privado también fomenta la profesionalización de los procesos de la empresa.

Una de las áreas prioritarias para los fondos es la financiera, y en la mayoría de los casos analizados, los fondos trabajaron activamente para establecer controles y definir procesos de inversión, reducción de costos y administración de los



flujos de efectivo para garantizar la continuidad de la operación y el crecimiento. Adicionalmente, los fondos fomentan una mayor eficiencia operativa, además de que transmiten su conocimiento específico en diversos temas.

Mayor acceso a financiamiento

Además de proveer capital de crecimiento inicial, la gestión de los fondos permite a las compañías en las que invierten, un mayor acceso a fuentes de financiamiento, debido a dos razones principales:

1. Los fondos dan mayor certidumbre a bancos y a otros proveedores de fondos, porque transparentan la actividad de las empresas
2. Cuentan con una amplia red de contactos y sólidas relaciones con bancos e instituciones crediticias que proveen recurrentemente financiamiento a las compañías en su portafolio. Cuando una nueva compañía se suma a las inversiones de los fondos, se abre una ventana de oportunidad para adquirir recursos adicionales. Cuando salen los fondos, las organizaciones

mantienen estas relaciones, con lo que pueden asegurar los recursos necesarios para operar en el largo plazo

Crédito Real, MRP y Finae exemplifican cómo la estructura de capital más robusta creada por los fondos, o un seguimiento adecuado de los índices de morosidad, permiten acceder a mejores condiciones de financiamiento en los mercados, e incluso, crear mayor certidumbre y retornos más atractivos para los inversionistas.

Expansión geográfica y consolidación de mercado

Una de las estrategias que los fondos utilizan más recurrentemente para potenciar el crecimiento de las empresas en las que invierten, es la expansión a nuevas geografías. En los casos analizados, hay ejemplos específicos de expansión geográfica local e internacional.

Antes de invertir, los fondos analizan el potencial de crecimiento tanto orgánico como inorgánico de las compañías, y trabajan desde el día uno en desarrollar programas estructurados de expansión.

Los fondos utilizan el profundo conocimiento que tienen en M&A para consolidar sus mercados mediante la compra de empresas que les permitan crear masa crítica; además de generar crecimiento, hacen a las compañías más atractivas al momento de la venta, y potencian el crecimiento, orgánico e inorgánico, a través de planes de expansión congruentes y de su experiencia en M&A



En esta edición del estudio se consideraron dos casos relacionados con bienes raíces, que operan en distintos segmentos del mercado. Al igual que en los casos de Capital Privado y Capital Emprendedor, los casos de bienes raíces obtuvieron tasas de retorno muy superiores a las obtenidas por instrumentos de inversión tradicionales

Los fondos utilizan el profundo conocimiento que tienen en temas de fusiones y adquisiciones (M&A, como se conocen en inglés) para consolidar sus mercados mediante la compra de empresas que les permitan crear masa crítica, que además de generar crecimiento, hagan a las compañías más atractivas al momento de la venta.

IMC, SAE Towers, MRP y Screencast son ejemplos claros de cómo los fondos potencian el crecimiento, tanto orgánico como inorgánico, a través de planes de expansión congruentes y de su experiencia en M&A.

Responsabilidad Corporativa y Sustentabilidad

Los fondos de Capital Privado también buscan beneficiar a las comunidades en las que operan sus inversiones. En la mayoría de los casos analizados, se establecieron programas de responsabilidad social y ambiental.

Estos programas, además de mejorar la percepción de la empresa, tienen beneficios tangibles que van desde la creación de infraestructura hasta programas de fomento a la salud de los empleados y sus familias.

Todas estas son mejoras cualitativas que se observan de manera general en las empresas invertidas; sin embargo, también hay otras externalidades positivas generadas por las inversiones de los fondos. Al invertir en sectores en crecimiento, los fondos a menudo promueven el desarrollo de sectores prioritarios. En esta edición, casos como los de Finae o Carrot confirman el impacto positivo de los fondos en sectores prioritarios y ambientales.

Transparencia fiscal

Otra externalidad positiva que generan los fondos es que promueven un cumplimiento puntual de las obligaciones fiscales, así que, además de generar mayores ingresos impositivos a los gobiernos federales, estatales y municipales mediante el crecimiento de las organizaciones en las que invierten, los fondos evitan las estrategias fiscales agresivas y promueven relaciones transparentes con el gobierno.

Una vez que los fondos salen de sus inversiones, las compañías en las que invirtieron tienen una cultura distinta y continúan con estas prácticas que, al final, les reditúan beneficios adicionales.



Conclusiones



Los fondos apoyan con capital y transferencia de conocimiento a organizaciones mexicanas, con una fuerte necesidad de recursos y un difícil acceso a las fuentes tradicionales de financiamiento, con el objetivo de incrementar su competitividad y que esto se traduzca en tasas de crecimiento más altas

Aunque la industria del Capital Privado en México, aún es pequeña comparada con la de otras economías, ha tenido un crecimiento significativo desde la creación de los primeros fondos. Estos continúan incrementando su importancia tanto por el monto de recursos que invierten, que creció a una tasa de 29.78% promedio anual en el periodo 2000–2013, como por los beneficios que generan en las compañías y la sociedad. Los fondos de Capital Privado que operan en el país, realizan inversiones en organizaciones de prácticamente todos los sectores de la economía de distintos tamaños y antigüedad.

Este nuevo análisis, que se suma al de la edición anterior, encuentra evidencia que sostiene que las inversiones de los fondos de Capital Privado y su involucramiento en los negocios en los que invierten, generan crecimiento de las ventas, utilidad y empleos a tasas superiores a las que crecen otras empresas. Asimismo, se identificaron externalidades positivas generadas por las asociaciones entre los fondos y las organizaciones, que benefician a la sociedad en general.

Se aprecian ganancias generadas por las asociaciones entre fondos y empresas relevantes para los siguientes grupos de interés.

Empresas invertidas

En primer lugar, se beneficia directamente a los propietarios de las empresas en las que invierten, dado que tras la inversión de los fondos, las compañías crecen más y ganan más. Las ventas de las empresas invertidas por fondos de Capital Privado crecieron a tasas promedio de 58.54% y las ventas de empresas que se asociaron con fondos de Capital Semilla o Emprendedor crecieron a una tasa promedio anual de 51.49%. Por otro lado, los fondos de bienes raíces obtuvieron retornos en un rango de 20% a 35% anual.

En el caso de la utilidad, las empresas de Capital Privado obtuvieron tasas anuales promedio de crecimiento del EBT o Ebitda de 94.55% y las de Capital Semilla o Emprendedor a tasas anuales promedio de 34.32%. Esto también beneficia la economía en su conjunto, puesto que al generar más ingresos y utilidad, se crea un efecto multiplicador que beneficia al sector en el que operan y a otros sectores. Las compañías establecen mejores prácticas, aumentan su productividad, lo que incide en el crecimiento de la economía.

Los fondos de Capital Privado orientan una buena parte de sus inversiones a pymes, con una fuerte necesidad de recursos, que no necesariamente tienen fácil acceso a las fuentes tradicionales de financiamiento.





De esta manera, los fondos llenan un vacío existente que soporta el desarrollo económico. Además de recursos, los empresarios buscan socios activos que agreguen valor adicional al negocio, y esa es precisamente la especialidad de los fondos.

El análisis de esta nueva edición respalda particularmente este hecho, ya que los cuatro casos de *start-ups* analizados difícilmente encuentran otra fuente de capital para iniciar sus negocios de no ser por los fondos de Capital Privado.

También se benefician los inversionistas que invierten su capital en los fondos, pues además de diversificar su cartera, pueden obtener mayores tasas de rendimiento que las que ofrecen los instrumentos tradicionales de inversión.

En este sentido, el beneficio en México no se limita a unos cuantos inversionistas privados con altas sumas de capital, dado que ahora los fondos de Capital Privado, mediante instrumentos como los certificados de capital de desarrollo (CKD, por sus siglas en inglés), pueden acceder a una parte de los recursos administrados por las administradoras de fondos para el retiro (afores), con lo que los propietarios de los fondos de pensión, es decir, los trabajadores mexicanos, también pueden acceder a los rendimientos generados por los fondos de Capital Privado.

Otros beneficiarios importantes de esta industria son los gobiernos en todos sus niveles. Además de apoyar el quehacer del gobierno en temas como desarrollo económico, los fondos soportan su actividad mediante la generación de una mayor recaudación fiscal. Al aumentar sus ventas, las organizaciones generan un mayor pago de impuestos de manera absoluta.

Por otra parte, los fondos establecen programas de transparencia fiscal, y son muy diligentes en el pago

de impuestos de las empresas en su portafolio, lo cual también incide en el monto relativo de los impuestos pagados.

Quizá el efecto más relevante que tiene la actuación de los fondos de Capital Privado es en la sociedad en general a través de las externalidades positivas que generan:

- Creación de empleos, con lo que más personas se suman a la población económicamente activa
- Incremento de los ingresos (por más empleos, mejor pagados), lo que permite mejorar la condición de vida de los empleados y generar demanda adicional en la economía. La suma de los empleos de los casos analizados creció a una tasa tasa anual compuesta de 77.07%
- Profesionalización de las empresas, aumento de empleos bien remunerados, lo que apoya el crecimiento del ingreso per cápita de la población
- Competitividad de las compañías invertidas, lo cual beneficia a los consumidores que tienen más opciones en el mercado
- Fomento de programas de responsabilidad social y ambiental

Los fondos no apoyan únicamente con capital, sino con transferencia de conocimiento a organizaciones mexicanas para lograr incrementar su competitividad. Esto se traduce en tasas de crecimiento más altas para poder ganar participación en los mercados nacionales y globales.

Se espera que la información aquí presentada sirva a empresarios, inversionistas, gobierno y reguladores, para difundir los beneficios del Capital Privado, y lograr que su participación en la economía converja hacia la de países con mayor actividad, donde su utilidad resulta relevante.

Casos de éxito





Banco de Tierra de IGS, altos retornos con un riesgo muy controlado

Antecedentes

IGS es un fondo de Capital Privado especializado en desarrollar proyectos de bienes raíces, que opera en cuatro segmentos principalmente: industrial, comercial, desarrollo de tierra y banco de tierra.

Con el objetivo de diversificar su cartera de proyectos y disminuir el riesgo ante la crisis de 2008, ese año IGS creó el Banco de Tierra con el objetivo de financiar la compra de tierra a los desarrolladores de vivienda regionales de tamaño mediano.

La inversión de Capital Privado

IGS identificó que existía un buen nivel de financiamiento tanto para los compradores de vivienda como para los desarrolladores, pero había pocas empresas que finanziaran específicamente la compra de la tierra. Por ello decidió levantar capital con sus inversionistas para destinar 300 mdp para el fondeo inicial del Banco de Tierra.

Posteriormente, cuando IGS levantó su primer CKD, destinó una proporción de los fondos levantados para el Banco de Tierra, sumando 250 mdp

adicionales a esta iniciativa, en el periodo 2011–2014.

También identificó que los fundamentos de mercado eran sólidos. El Banco de Tierra se especializaría en proyectos de interés social, un sector con una enorme necesidad de nuevos desarrollos. Hoy, el Banco de Tierra de IGS tiene un portafolio para construir más de 12,500 viviendas.

El impacto en el negocio

Una característica clave del modelo de negocio desarrollado por IGS para el Banco de Tierra es que se trata de un modelo a prueba de fallas, y su riesgo es significativamente bajo. IGS no especula con la tierra y, cuando decide comprar una reserva, ya tiene de antemano un desarrollador que se compromete a comprarla en un periodo determinado.

Adicionalmente, IGS utiliza su estructura para llevar a cabo un *due diligence* legal y ambiental detallado de cada terreno, y además adquiere un seguro de título que le da la ventaja de disminuir el riesgo y tener un segundo revisor (la aseguradora) de los terrenos.

Cada desarrollador, al comprometerse a comprar un terreno o terrenos, también se compromete a cumplir un programa específico de desarrollo y comercialización que es revisado y aprobado por IGS, quien recupera su inversión con la venta de cada casa, ya que aproximadamente 19% del valor total de la vivienda lo representa el terreno, por lo que, con cada venta, la organización obtiene aproximadamente 19%.

IGS se convierte en un garante (con los terrenos) para que se le otorgue financiamiento al desarrollador. Cada tres meses, IGS se reúne con cada desarrollador para revisar el programa de comercialización y evaluar los avances o retrasos.

Si el programa de comercialización va retrasado, IGS tiene mecanismos para incrementar el porcentaje que recibe por cada casa vendida, y así recuperar su inversión más rápido, e incluso puede reclamar la propiedad de las viviendas. Con todos estos candados, el Banco de Tierra de IGS logra retornos superiores a 21% después de impuestos para sus inversionistas, con un riesgo muy bajo.

Déficit de vivienda de interés social en México

De acuerdo con información de la Sociedad Hipotecaria Federal, en 2012, había un déficit aproximado de nueve millones de viviendas en México, en su mayoría, de interés social. Adicionalmente, las tendencias demográficas indican una mayor demanda por factores como el crecimiento de la población, el alto índice de formación de nuevas familias, el crecimiento de las zonas urbanas

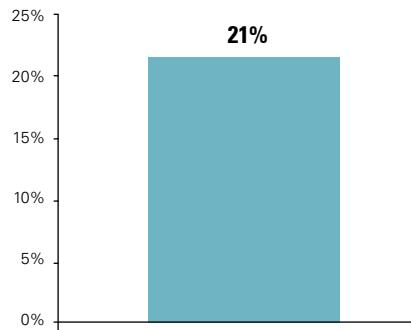
y la tendencia a la disminución en el número de ocupantes por vivienda.

Ante este panorama, la Comisión Nacional de Vivienda (Conavi) estima que se requieren aproximadamente 500,000 nuevas viviendas anualmente.

Por ello, el Banco de Tierra de IGS, además de ser un negocio con una demanda creciente en los próximos años, desempeña un

papel fundamental en el avance de este sector, ya que facilita la labor de los desarrolladores al liberarlos de la necesidad de invertir recursos adicionales en la tierra, mismos que pueden dedicar a la construcción de más vivienda. El Banco de Tierra enfoca su mercado a los desarrolladores regionales de tamaño mediano, que normalmente no tienen tanta disponibilidad de recursos como los grandes desarrolladores nacionales.

Banco de Tierra de IGS Tasa interna de retorno después de impuestos



Fuente: IGS.

Rezago habitacional histórico, 2000-2012 (millones de hogares y porcentaje)



Fuente: elaborado por SHF con ENIGH y MCS para distintos años, Inegi.

La relación retorno–riesgo que ofrece el Banco de Tierra de IGS es sumamente atractiva para sus inversionistas

Organizaciones como el Banco de Tierra de IGS desempeñan un papel fundamental en el avance del sector, al facilitar la labor de los desarrolladores liberándolos de la necesidad de invertir recursos adicionales en tierra, mismos que pueden dedicar a la construcción de más viviendas



Carrot, una opción de transporte sustentable en un modelo de negocio atractivo

Antecedentes

En 2012, Diego Solórzano cursaba el diplomado de emprendedores donde Fernando Lelo de Larrea y Federico Antoni presentaron el caso de Zipcar, que para entonces ya operaba en Estados Unidos, siguiendo un modelo creado en Suiza.

El modelo de negocio se basa en ofrecer autos que están distribuidos en estaciones por toda la ciudad, en renta por períodos cortos de tiempo. Los usuarios se inscriben pagando una cuota anual, y pueden llegar a las estaciones en el momento que quieran, para utilizar los autos por hora o por día, con tarifas que incluyen gasolina y seguro.

Diego Solórzano y Jimena Pardo, emprendedores, se sintieron atraídos por este modelo y se acercaron a Fernando y Federico, y a ALL Venture Partners México, para buscar Capital Semilla e iniciar las operaciones del modelo en México.

En febrero de 2012, Carrot, nombre con el que Diego y Jimena bautizaron a la compañía, ingresó a ALL Venture Institute para ser acelerada.

La inversión de Capital Privado

Una vez que el modelo de negocio se había “tropicalizado” para operar en México, se adquirieron los primeros tres vehículos como prueba piloto, financiados por los fundadores. Posteriormente, la empresa consiguió el apoyo del gobierno del Distrito Federal (en alianza con Ecobici, para obtener espacios de estacionamiento en la vía pública y un lanzamiento oficial), y logró aumentar su flota a 20 autos con una inversión semilla de ALL Venture Partners.

A menos de un año de operar, Carrot identificó un competidor potencial, propiedad de un *family office*. Con el apoyo de ALL Venture Partners se logró adquirir a dicho competidor y que este invirtiera en el desarrollo tecnológico y crecimiento de flotilla de Carrot.

En el segundo año de operación, Carrot recibió una segunda y tercera ronda de capitalización para alcanzar una flotilla de 300 autos en los siguientes dos años, y afianzó su posición como el único competidor en este nicho de mercado.

Además de una empresa verde, ALL Venture Partners vio en Carrot un negocio

con alto potencial de crecimiento, lo que facilitaría la entrada de nuevo capital. Además, el modelo de negocio resulta muy flexible, ya que si una estación no funciona se puede cambiar fácilmente a otro punto de la ciudad.

El impacto en el negocio

Además de ser el principal inversionista de la empresa, ALL Venture Partners desempeñó un papel clave al apoyar a los emprendedores a trasladar el modelo de negocio a México, logrando el apoyo del gobierno del Distrito Federal y negociando con el competidor potencial entrante para proteger el mercado de Carrot.

En este proceso se creó un plan de mercadotecnia muy detallado y específico, y se llevó el negocio a otras ciudades como Puebla, Monterrey y Guadalajara, logrando también el apoyo de los gobiernos locales. Hoy, Carrot crece a tasas superiores a 200% anualmente.

En resumen, la asociación de Carrot con ALL Venture Partners México permitió crear un modelo de negocio viable que además creciera de manera acelerada, protegiendo su mercado.

El uso de autos de Carrot tiene beneficios directos para el ambiente

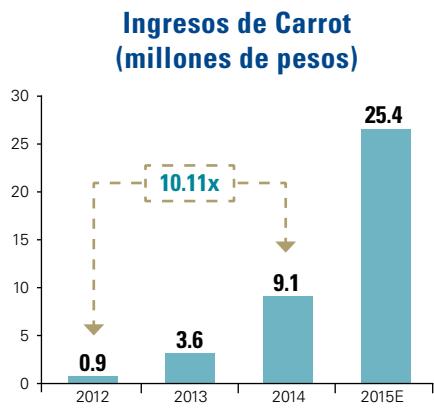
El concepto de Carrot, así como el de Zipcar y sus antecesores suizos, intentan propagar la idea de ser menos dependientes de un automóvil particular. Menos autos implican caminos más libres y menos contaminación.

De acuerdo con información de Zipcar, cada auto ofrece sacar de los caminos a 15 automóviles particulares. Si tenemos en cuenta que Zipcar tiene miles de autos en Estados Unidos,

tomando sus datos como fiables, el efecto de esta compañía y de compañías similares, como Carrot, es muy importante.

Zipcar considera que hasta 10% de la población adoptará esta forma de transporte en los próximos años. De acuerdo con información de su página web, 90% de los miembros de Zipcar manejan hasta 8,800 kilómetros menos cada año. Esto implica un ahorro de hasta 32 millones de galones de combustible.

El uso de automóviles de compañías como Carrot y Zipcar tiene un impacto muy positivo en el ambiente, más aún en una ciudad con graves problemas de contaminación atmosférica como México, D.F. Uno de los datos más sorprendentes de la información compartida por Carrot es que 40% de sus usuarios pospusieron la compra de un segundo coche.



Empresa: Carrot

Sector: renta de automóviles por períodos cortos de tiempo y con un nuevo modelo de negocio

Fondo: ALL Venture Partners México

Estrategia: Capital Semilla para un crecimiento acelerado

Impacto: crecimiento de los ingresos a más de 200% anual

ALL Venture Partners México permitió a Carrot tener acceso a capital y a alianzas estratégicas



Crédito Real, aceleración de un exitoso modelo de negocio de crédito al *retail*

Antecedentes

Crédito Real es una de las empresas financieras líderes en México enfocadas en el otorgamiento de crédito al consumo, que cuenta con una plataforma diversificada de negocio. La compañía ofrece productos a los segmentos bajo y medio de la población, los cuales históricamente han estado poco atendidos por las instituciones financieras. Los créditos al consumo que ofrece la compañía se caracterizan por tener montos de principal, que normalmente van de 3,000 a 30,000 pesos.

Crédito Real fue fundado en 1993 como una iniciativa de los socios de Mabe en asociación con GE Capital, buscando capitalizar la gran cantidad de clientes en las tiendas que vendían productos Mabe, quienes requerían un crédito para financiar sus compras.

Tras la crisis de 1994, GE Capital vendió su participación a los socios de Mabe, y Crédito Real continuó funcionando como una sociedad financiera de objeto múltiple (sofom) especializada y concentrada, principalmente, en créditos para financiar la compra de bienes duraderos.

En 2005, Crédito Real introdujo su línea de créditos con pago vía nómina, y, en 2007, la de créditos grupales. En este sentido, el modelo de Crédito Real es autosustentable, ya que cada originador, ya sea de créditos con descuento vía nómina, pymes, microcréditos o autos, comparte las ganancias y pérdidas derivadas de las operaciones de crédito, alineando así los intereses de los originadores con los de la empresa.

La inversión de Capital Privado

En 2007, los fundadores y principales accionistas de Crédito Real buscaban un socio que aportara capital, y que

agregara valor para acelerar el proceso de institucionalización y un eventual listado en la BMV.

Nexxus Capital reconoció inmediatamente el potencial de la empresa, ya que Crédito Real ofrecía principalmente crédito al consumo, operando eficientemente en nichos de mercado a los cuales la banca tradicional no llegaba.

La baja penetración del crédito en el país generaba una oportunidad atractiva de negocio, y los nichos que buscaba llenar Crédito Real tenían un fuerte potencial de expansión. Despues de negociar, Nexxus decidió invertir USD24.5 millones por una participación minoritaria en la compañía.

El impacto en el negocio

La meta de Nexxus era clara y era compartida con Crédito Real: además de fortalecer la estructura de capital de la empresa para potenciar el crecimiento orgánico e inorgánico, se tenía el firme objetivo de preparar a la compañía para una oferta pública inicial (OPI).

Crédito Real ya participaba en los mercados locales de deuda desde 1993, así que era una empresa relativamente institucional, pero Nexxus apoyó la aceleración de este proceso. Una de sus primeras acciones fue contratar a un nuevo Director de Finanzas en 2008, que mejorara los procesos de reporteo y la calidad y disponibilidad de la información.

Bajo esta línea, en 2010 Nexxus apoyó a Crédito Real a incursionar en los mercados internacionales de deuda, logrando la colocación de un bono por USD210 millones en Estados Unidos, lo cual reflejó el buen rumbo de la empresa hacia la institucionalización, así como el apetito que despertaba la empresa

en inversionistas tanto nacionales como extranjeros.

Nexxus también coordinó la compra de participaciones minoritarias en los tres principales originadores, con el fin de potenciar aún más el crecimiento mediante una mayor alineación de intereses con socios claves para el negocio.

Como empresa privada entre 2007 y 2012, Crédito Real creció su cartera 3.17 veces, y su utilidad neta 14.35 veces, manteniendo índices sanos de capitalización, eficiencia y cartera vencida, lo cual impulsó a la compañía a una exitosa colocación en la BMV en octubre de 2012.

Mediante la OPI se obtuvieron recursos primarios para continuar con el crecimiento orgánico e inorgánico de la compañía, y recursos secundarios para fondear la salida parcial de Nexxus y otros accionistas de la empresa. Nexxus dio por terminado su ciclo de inversión dentro de la empresa a finales de 2013.

Desde la colocación, Crédito Real ha continuado con ritmos acelerados de crecimiento tanto en cartera como en utilidad neta, alcanzando niveles de 13,409 mdp (cartera) y 1,173 mdp (de utilidad neta), al tercer trimestre de 2014, efecto que se ha visto reflejado en el precio de la acción, misma que se colocó en 22 pesos y que, al 30 de septiembre de 2014, se cotizaba en 38.01 pesos.

Crédito a un segmento de la población desatendido

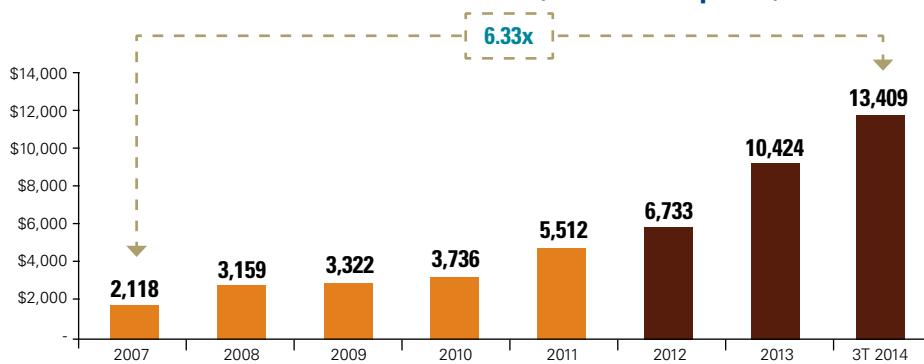
Crédito Real ofrece financiamiento a un nicho de mercado y un segmento de la población que históricamente no ha tenido alta disponibilidad. De acuerdo con el Banco Mundial, México tuvo una penetración del crédito al consumo de solo 4.1% del Producto Interno

Bruto (PIB) en 2013, mientras que países como Colombia o Brasil tienen 9% o 12.7%, respectivamente, y países como Canadá rebasan el 26% de su PIB.

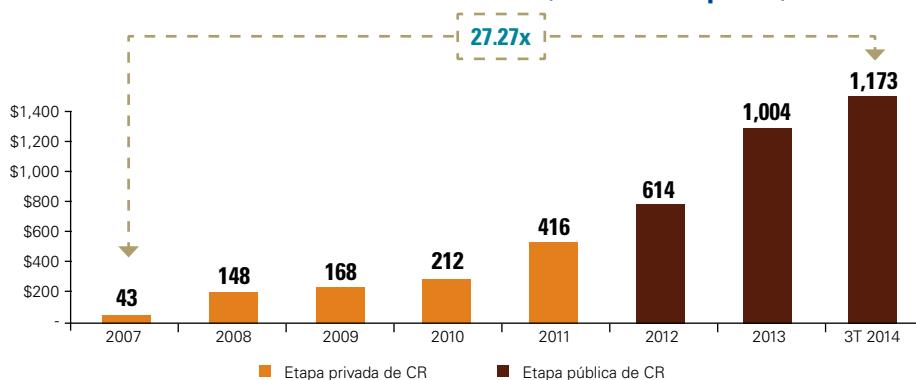
Si analizáramos los niveles de penetración en la población en los segmentos C, C-, D y E notaríamos

que la disponibilidad de crédito es mucho menor. Crédito Real atiende específicamente a estos segmentos en que la banca tradicionalmente no participa, permitiendo a su población adquirir bienes de mayor calidad que mejoran su nivel de vida.

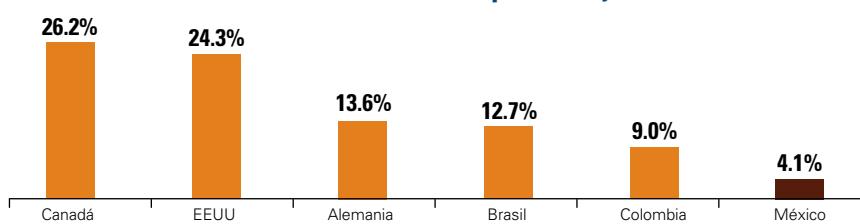
Cartera de Crédito Real (millones de pesos)



Utilidad neta Crédito Real (millones de pesos)



Penetración del crédito al consumo (crédito al consumo como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Mundial y Euromonitor, 2013.

Empresa: Crédito Real

Sector: Servicios Financieros
(crédito al consumo)

Fondo: Nexus Capital Private
Equity Fund III LP

Estrategia: institucionalización, fondeo
para crecimiento orgánico e inorgánico,
y preparación para OPI

Impacto: crecimiento de la cartera
y utilidad neta a una tasa anual de
crecimiento compuesto (TACC)
de 30.4% y 69.2%, respectivamente

Además de potenciar el crecimiento, Nexus apoyó a Crédito Real a acelerar y hacer más eficiente el proceso de su OPI en la BMV

Crédito Real permite acceso al financiamiento a segmentos de la población que no cuentan con otras opciones para la compra de bienes

Finae, financiamiento a un segmento clave para el desarrollo del país

Antecedentes

Finae es una empresa financiera de alto impacto social, enfocada en el otorgamiento de financiación a estudiantes que quieren estudiar una carrera universitaria y que no cuentan con los recursos para pagarla en una institución privada.

Creada en 2006, Finae surge ante la necesidad de incrementar el bajo porcentaje de jóvenes de entre 19 y 24 años que cursan una carrera universitaria. Francisco Vizcaya y un grupo de inversionistas mexicanos se trazaron el objetivo de crear un negocio rentable, que, además, apoyara el incremento del limitado porcentaje de estudiantes en ese rango de edad (cerca de 25%, según datos de Finae) que tiene acceso a una educación superior.

Los inicios de Finae fueron lentos, debido principalmente a la ausencia de liquidez derivada de la crisis global de 2008. En 2009, tras la capitalización lograda al invitar como inversionistas a Oasis Fund y a Social Alpha Investment Fund (ambos, fondos de Capital Privado

con sede en el extranjero y un enfoque en proyectos con trascendencia social), Finae comenzó a incrementar el número de créditos otorgados.

La inversión de Capital Privado

Posterior a la inversión de Oasis y Alpha, Finae trabajó con la aceleradora New Ventures para identificar alternativas para acelerar su crecimiento. Al mismo tiempo, los directivos de New Ventures estaban formando un fondo de Capital Privado que atendiera las necesidades de proyectos más pequeños de beneficio social, por lo que se asociaron con Adobe Capital para abrir una oficina en México y, junto con New Ventures, cerrar todo el ciclo de apoyo a las empresas.

Adobe se estructuró como un fondo *mezzanine*, es decir, que otorga deuda a compañías, misma que posteriormente puede ser convertida en capital. Finae fue la primera inversión de Adobe Capital en México. Además de la labor social, Adobe reconoció una oportunidad de negocio en un nicho totalmente desatendido por la banca tradicional.

Hasta 700,000 estudiantes no logran entrar a la universidad pública anualmente, y Finae les permite finanziarse una carrera en una universidad privada.

El impacto en el negocio

Los fondos, incluido Adobe, apoyaron a Finae a innovar y mejorar su producto. En lugar de que los estudiantes firmen un pagaré por el costo de toda la carrera que estudien, como hacen la mayoría de los competidores, Finae solo pide un pagaré por semestre, lo cual la diferencia del resto y la hace más transparente para los estudiantes.

Aunque Finae nació como una empresa institucional, Adobe apoyó el proceso y ayudó a Finae a crear la estructura de capital adecuada para bursatilizar su cartera en la BMV. Además de apoyar en el proceso de listado, Adobe le permitió a Finae acceder a mejores tasas de fondeo. Un innovador esquema de valuación creado por Adobe permitió a los accionistas de Finae y a los socios del fondo llegar a un acuerdo para la asociación.

Financiamiento a un segmento muy vulnerable y clave para un mayor desarrollo del país

La relevancia social de Finae es evidente. México es un país con aproximadamente 11 millones de jóvenes en edad de asistir a la universidad. De ellos, 50% cuenta con preparatoria, pero solo 20% termina la educación superior.

En las familias con menores niveles de ingresos, es decir, aquellas de nivel C, D y E, el porcentaje de población que estudia la universidad es mucho más bajo, y el sistema de educación pública es incapaz de absorber el número de estudiantes, por lo que la única opción disponible son las universidades privadas.

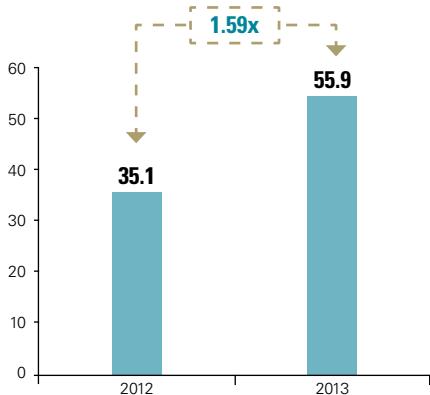
El alto costo de las universidades de paga impide a muchos estudiantes de bajos ingresos continuar su educación. Ese es exactamente el nicho que busca llenar Finae. Más de 80% de sus acreditados pertenecen a los segmentos C y D. 70% de los clientes de Finae representa a la primera persona de la familia que va a la universidad.

Finae ha sido evaluado por el Sistema de Calificación para Inversiones de Impacto Global (GIIRS, por sus siglas en inglés) con una calificación de 5 estrellas (el máximo posible), en reconocimiento a su alta incidencia en la sociedad.

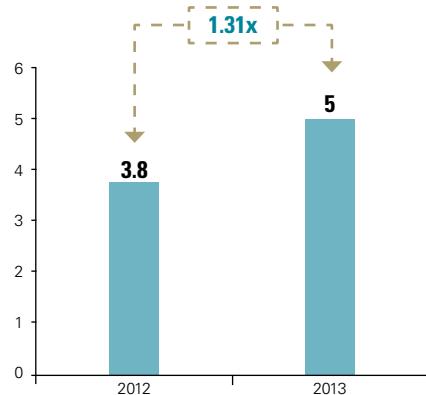
El proceso de calificación de GIIRS, aplicado por la organización B Lab, provee datos comparables de desempeño en aspectos sociales y ambientales de empresas de alto impacto en todo el mundo, que buscan inversiones de capital.

Los representantes de los distintos comités y grupos de trabajo de GIIRS incluyen a Goldman Sachs, J.P. Morgan, Prudential, Bank of America, Moody's Corporation, Risk Metrics, Bernstein Global Advisors, Harvard University y Rockefeller Foundation.

Ingresos Finae (millones de pesos)



Ebitda Finae (millones de pesos)



Empresa: Finae

Sector: financiamiento para educación universitaria

Fondo: Adobe Capital

Estrategia: fortalecimiento de la estructura de capital para acceder a mayor y mejor fondeo

Impacto: crecimiento de los ingresos a una tasa de 59%, y Ebitda a una tasa de 33.3%

Fuente: Adobe Capital.

Niveles de ingresos familiares (en pesos)

Población 19-24

Estudiantes universitarios

Distribución de cartera Finae*

A-B	\$85,000+-	► 7.5% 768,833	► 87.0% 668,885	► 4%
C+	\$35,000-84,999	► 13.6% 1,394,151	► 62.2% 867,167	► 13%
C	\$11,600-34,999	► 18.8% 1,927,208	► 18.7% 360,388	► 38%
D	\$2,700-11,599	► 52.1% 5,340,827	► 3.4% 181,588	► 43%
E	\$0-2,699	► 8.0% 820,089	► 0.8% 6,561	► 2%

*Datos a marzo de 2013

Además de tener un alto impacto social, Finae tiene un modelo de negocio rentable y sustentable



IMC, consolidación en un mercado masivo y con buenos rendimientos

Antecedentes

La historia de Compañía Internacional de Comidas (IMC, por sus siglas en inglés) se inició en 2006, cuando Advent International Corporation adquirió en México el 100% de las acciones de La Mansión, la cadena de restaurantes especializada en cortes de carne.

La Mansión, marca reconocida en México, tenía entonces 12 restaurantes y 700 empleados. El plan de negocios de Advent era comprar más cadenas de restaurantes aprovechando las economías de escala generadas para incrementar la rentabilidad. Hoy, IMC tiene más de 350 restaurantes en seis países de América.

La inversión de Capital Privado

El argumento de Advent para entrar en este segmento y consolidarlo, era apostar por las clases medias crecientes en América Latina que cada vez tienen mayor capacidad para comer fuera de casa, y lo buscan como una opción de entretenimiento.

Más allá de eso, Advent vio en este mercado un potencial enorme de crecimiento que permitía

importantes economías de escala. También identificó destacadas oportunidades de crecimiento en llevar franquicias que han probado su éxito en un país, e incrementarlas en otros países donde opera el fondo.

El impacto en el negocio

Después de la compra de La Mansión, Advent desarrolló un detallado plan de crecimiento tanto orgánico como a través de adquisiciones. El capital inicial invertido sirvió para comprar las acciones de la cadena, y para crear una reserva destinada al crecimiento.

En los siguientes cuatro años, Advent compró los restaurantes Champs Elysées y la cadena Bistrot Mosaico en México. También adquirió la cadena Frango Asado, en Brasil, además de la cadena Santana, en Puerto Rico; Ginos, en Colombia, y una más en República Dominicana.

En total, IMC, con el apoyo de Advent, ha realizado un total de 11 adquisiciones en la región. La fuerte capacidad de ejecución de M&A de Advent, y su alta experiencia en integración, lo cual es un proceso muy complejo, han sido factores claves en el éxito del crecimiento de IMC.

Cada vez que se adquiere una cadena, Advent desarrolla un detallado plan

de crecimiento orgánico. Los principales criterios de expansión consisten en buscar ubicaciones con niveles de tránsito estables y crecientes, en lugares como aeropuertos, centros comerciales y carreteras.

Mediante esta estrategia, un negocio de 12 restaurantes se convirtió en una corporación con más de 350 locales comerciales. Advent también invirtió fuertemente en el desarrollo de sistemas para crear un centro de servicios compartidos en el que se concentran las operaciones del grupo. Además de materializar las economías de escala, este centro les permitió eficiencias adicionales en la operación, lo cual se logró sin sacrificar la calidad de los alimentos, el servicio o la rentabilidad.

En 2011, Advent llevó a cabo la exitosa OPI de IMC en Brasil, y, como en la mayoría de sus negocios, se quedó como accionista para enviar señales positivas de continuidad y credibilidad al mercado. IMC ha evolucionado de un negocio de USD25 millones de ingresos en 2006 a una plataforma de USD634 millones en 2013. El Ebitda también creció de USD5 millones en 2006 a USD80 millones en 2013.

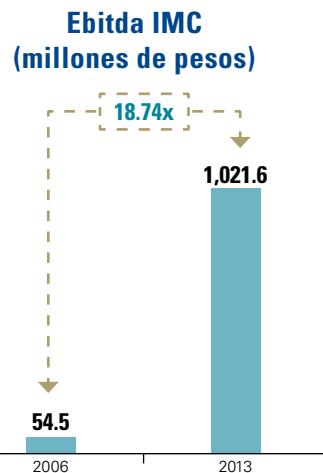
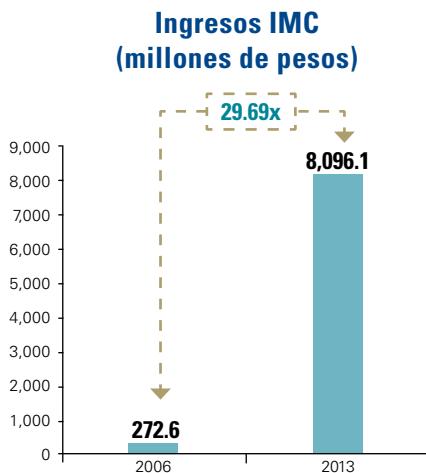
El fuerte crecimiento de IMC permitió sumar más de 13,000 nuevos empleos

La fuerte plataforma de crecimiento planeada y ejecutada por Advent permitió multiplicar los ingresos y las ganancias de IMC. Al mismo tiempo, la empresa pasó de 700 empleados que trabajaban

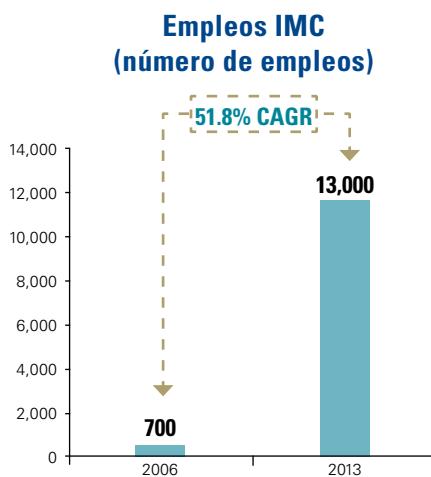
para La Mansión a más de 13,000 empleados en seis países.

Si bien no todos los empleados laboran en México, y no todos son nuevos puestos de trabajo, ya que muchos de ellos eran empleos ya

existentes que simplemente fueron transferidos mediante las adquisiciones sucesivas de Advent, el crecimiento orgánico ha permitido la creación de miles de empleos adicionales que benefician a las economías en las que operan.



Fuente: Advent International Corporation.



Empresa: International Meal Corporation (IMC)

Sector: cadenas de restaurantes

Fondo: Advent International Corporation

Estrategia: planeación de crecimiento orgánico y a través de M&A

Impacto: crecimiento de los ingresos con una TCCA de 62.3% anual, y del Ebitda a una TCCA de 52%

Advent utilizó sus fuertes capacidades de M&A e integración para transformar IMC, un negocio de unos cuantos restaurantes, en una organización con más de 350 locales

La estrategia de crecimiento de Advent permitió sumar miles de empleos adicionales a la operación de IMC



Mexplus Puertos, operador de terminales portuarias con activos estratégicos en el Golfo de México

Antecedentes

Mexpertos (Mexpertos), un operador portuario privado que inició operaciones en 1990 en el puerto de Altamira, Tamaulipas, tenía activos estratégicos subutilizados, alto nivel de apalancamiento y prometedoras oportunidades de crecimiento y expansión sin acceso a capital o financiamiento.

Mexpertos contaba con dos subsidiarias: Operadora de Terminales Marítimas, que posee una terminal de líquidos, y la Terminal Marítima de Altamira, con una terminal de granel en Altamira, Tamaulipas, y con infraestructura solo para manejar carga de importación.

Mexpertos se constituyó inicialmente con capital mexicano y extranjero, y deuda extranjera; sin embargo, luego de su fundación, los accionistas existentes no se encontraban en posición de hacer las aportaciones adicionales de capital necesarias para fondear la operación y mantener la infraestructura de la operación a granel, lo cual deterioró la calidad de los activos y causó un incremento sustancial en los pasivos, impactando negativamente los flujos de dicha operación, con daños importantes a Mexpertos, aunque la operación de líquidos continuaba operando de manera óptima.

Para 2010, la situación de la terminal de granel era muy complicada y corría el riesgo de desaparecer, poniendo también en riesgo la situación consolidada de Mexpertos.

La inversión de Capital Privado

El Central American Mezzanine Infrastructure Fund (Camif), gracias a la relación personal que ha tenido con el director general y presidente del consejo de Mexpertos, que data de dos décadas, identificó a Mexpertos como una compañía que, no obstante los problemas estructurales y financieros que le impedían el crecimiento, tenía oportunidades muy significativas de expansión.

Camif inició una asociación con el director general para hacer una reestructura completa del negocio, incluyendo adquirir el capital extranjero, reducir y reestructurar la deuda de la empresa, e invertir los recursos necesarios para poner nuevamente a Mexpertos en condiciones para competir en el mercado, y fondear sus numerosas oportunidades de crecimiento y expansión.

En 2010 se generó el acuerdo y el fondo aportó los recursos necesarios para consolidar las acciones y reestructurar sus pasivos. Camif vio una clara oportunidad en Mexpertos, que posee activos estratégicos en el Sector Portuario mexicano. Además, la creciente economía de México y las recientes reformas estructurales prometen fortalecer la demanda del tipo de servicios que presta Mexpertos.

El fondo también previó una creciente inversión en el Sector Petroquímico, que podía potenciar el crecimiento de Mexpertos.

El impacto en el negocio

Camif, junto con la gerencia de Mexpertos, desarrolló un plan que consistía en tres fases: consolidación del capital, reestructura de pasivos y la inversión para reactivar el crecimiento.

La inversión en el negocio se destinó principalmente al mantenimiento de los activos en ambas terminales, con el fin de incrementar su capacidad operativa y hacerlas eficientes, e introducir por primera vez maquinaria para atender exportaciones de productos sólidos a granel.

Camif también facilitó una expansión importante de la capacidad de almacenamiento de productos líquidos en Altamira.

Una fase clave de la etapa de inversión del fondo fue identificar una oportunidad para expandir las operaciones más allá de Altamira, invirtiendo en el puerto de Coatzacoalcos, Veracruz, para atender una creciente demanda, ya que se estaban realizando fuertes inversiones en la región, lideradas por Petróleos Mexicanos (Pemex).

A partir de su fundación, Mexpertos creció a tasas muy interesantes, pero posteriormente se estancó debido a los problemas derivados de su terminal de granel. Gracias a la mancuerna realizada entre la gerencia de Mexpertos y Camif, que se encargó del diseño e implementación de una estrategia de reestructuración del negocio, incluyendo una importante inversión del propio fondo, al momento de dicha inversión, se



generó un punto de inflexión en el desempeño de Mexpuertos, que comenzó a crecer y a generar utilidades.

Hoy, la terminal de líquidos de Altamira es una de las más importantes a nivel nacional (recientemente se ha realizado una expansión adicional de 15% de la capacidad), y la operación a granel continúa experimentando un crecimiento sólido con márgenes muy robustos.

Además de apoyar de manera importante en la definición de la estrategia de crecimiento de Mexpuertos, Camif desempeñó un papel clave en la estructuración del financiamiento de la empresa, con el que se creó mucho valor.

Mexpuertos ya era una empresa institucional, y con la entrada del fondo de inversión se fortalecieron sus controles. La empresa fue transformada en una sociedad anónima promotora de inversión (SAPI), preparándose para una posible OPI.

Además de esto, la reciente aprobación de la Reforma Energética crea prospectos de crecimiento muy interesantes para Mexpuertos en el mediano plazo.

Mexpuertos tiene una terminal de líquidos con capacidad de almacenaje de 80,000m³, y dos terminales de carga seca (Altamira, Tamaulipas, y Coatzacoalcos, Veracruz) que se especializan en la importación y exportación de productos a granel, incluyendo minerales, granos y fertilizantes, con capacidad de carga y descarga de 15,000 toneladas diarias, y capacidad de almacenaje de más de 125,000 toneladas.



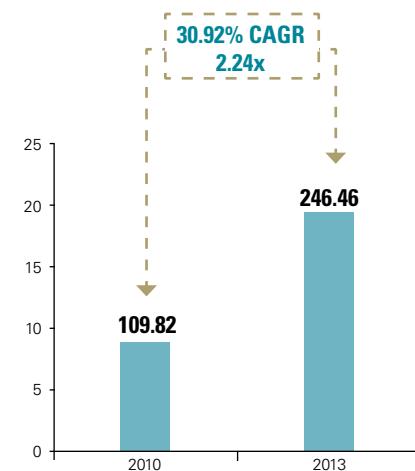
Empleo y ambiente

La inversión de Camif en Mexpuertos permitió evitar una situación de estrés financiero, que hubiera tenido repercusiones muy negativas para la viabilidad de sus operaciones, incluyendo los empleos que generaba.

En este sentido, la apertura de la nueva terminal de Coatzacoalcos permitió la creación de fuentes adicionales de empleo.

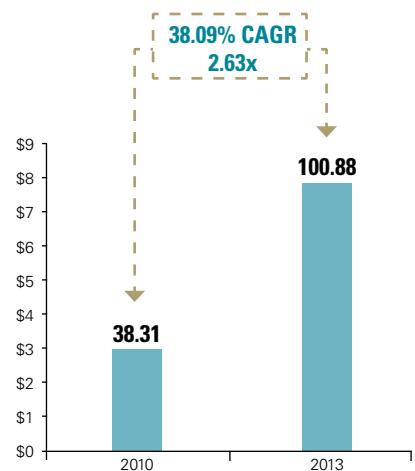
Posterior a la inversión del fondo, Mexpuertos terminó de certificar todas sus operaciones en ISO 14000 y 18000, generando prácticas que benefician al ambiente, así como la seguridad de sus empleados y clientes, mejorando significativamente la calidad de las operaciones de la empresa. Las terminales de Mexpuertos son de las pocas en México que cuentan con dichas certificaciones.

Ingresos Mexplus Puertos (millones de pesos)



Fuente: Camif.

Ebitda Mexplus Puertos (millones de pesos)



Empresa: Mexplus Puertos

Sector: terminales portuarias para la importación y exportación de líquidos y ganeles

Fondo: Camif

Estrategia: consolidación del capital, reestructuración de la deuda e inversión adicional en oportunidades estratégicas de crecimiento y expansión del negocio

Impacto: crecimiento de las ventas a una TCCA de 30.92% entre 2010 y 2013, y del Ebitda a una TCCA de 38.09% en el mismo periodo

La inversión de Camif en Mexpuertos permitió la generación de empleo y la mejora significativa en las áreas ambiental y de seguridad

MRP, rentabilidad sustentable para impulsar el crecimiento

Antecedentes

Mexico Retail Properties es una plataforma de inversión y administración de Capital Privado integrada verticalmente, líder en desarrollo y operación de centros comerciales en México.

MRP, con el apoyo y promoción de Black Creek Capital, levantó su primer fondo de Capital Privado en 2002, con una inversión institucional internacional y el mandato de desarrollar proyectos de bienes raíces comerciales, sustentado en las expectativas de crecimiento de este segmento.

Entre 2005 y 2008 levantó USD630 millones de capital, y acumuló un primer portafolio de 49 centros comerciales, mostrando un aumento constante en activos administrados y fondos comprometidos.

La inversión de Capital Privado

Los promotores de MRP hicieron un análisis detallado de la oportunidad en México, descubriendo un país con sólidos fundamentos macroeconómicos, un creciente consumo per cápita apoyado por financiamiento mayor, y una progresiva formalización del comercio.

Aprovechando este círculo virtuoso de desarrollo comercial, MRP hizo sus primeras inversiones en 2005,

implementando un único modelo de negocio: centros comerciales anclados por una tienda de autoservicio o club de precios, creando una mezcla con otros formatos como cines, formatos de tiendas y restaurantes más grandes.

MRP se enfocó en mejorar la calidad de su cartera de clientes, considerando este factor como clave, ya que le permitía disminuir el riesgo por morosidad, tener acceso a mejor deuda e incrementar los rendimientos para los inversionistas.

Además de proveer el capital, para asegurar la creación y preservación de los activos, MRP participó también como desarrollador, administrador y gestor de cada proyecto. En resumen, MRP es el ejecutor de toda la estrategia de inversión, desde el diseño del concepto hasta la entrega de la obra final, así como la posterior administración de las rentas y los centros comerciales.

Todo esto se logró con la integración de un equipo profesional con experiencia y resultados comprobados, un modelo reconocido con escala suficiente para generar economías, y la operación de toda la organización con procesos institucionales.

El impacto en el negocio

Los primeros tres fondos suman USD630 millones de capital proveniente de inversionistas

institucionales internacionales que, gracias al acceso a deuda en las condiciones más competitivas del mercado, suman USD450 millones más al dinero invertido.

Estos USD1,080 millones generaron 49 centros comerciales con casi 1 millón de m² de espacio rentable, convirtiendo a MRP en el operador de cartera de bienes raíces del segmento comercial más grande del país.

En diciembre de 2013, MRP recibió una oferta no solicitada por parte de Fibra Uno para comprar el portafolio de activos desarrollados con sus primeros tres fondos. El precio se cerró en 22,000 mdp, que al restar los USD630 millones de capital y los USD450 millones de deuda permitió obtener TIR para los distintos fondos en un rango de 20% a 35%. Esto convierte a MRP en uno de los pocos administradores con experiencia probada en desinversiones exitosas en México.

A la fecha, MRP continúa desarrollando activos con un nuevo fondo, levantado con recursos institucionales nacionales por medio de un CKD por 5,000 mdp, sumando 17 nuevos activos a su portafolio, y buscando replicar el modelo de sus primeros tres fondos.

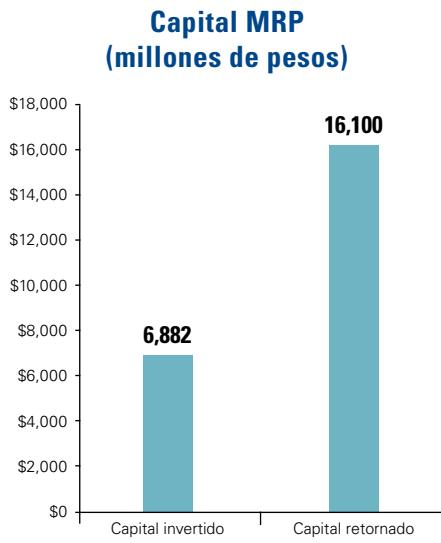
Formalización del comercio

La infraestructura creada por MRP y empresas similares contribuye a la formalización y profesionalización del comercio, además de edificar centros de recreación más organizados y seguros. Mucha gente utiliza los centros comerciales como lugares de esparcimiento

y reunión, lo que contribuye al desarrollo económico de la zona en que se establecen, ya que se necesitan servicios adyacentes, como transporte.

Adicionalmente, los centros comerciales desarrollados por MRP contienen elementos

sustentables que minimizan el impacto en el ambiente. Todos sus desarrollos tienen una planta de tratamiento de agua, e incluyen fuentes de energía renovable como la eólica y la fotovoltaica, para generar parte de la electricidad necesaria para la operación.



Empresa: MRP

Sector: desarrollo y operación de centros comerciales en México

Fondo: Mexico Retail Properties

Estrategia: creación de un modelo de negocio exitoso de desarrollo de centros comerciales en conjunto con una sólida gestión

Impacto: TIR del 21 al 35% en sus distintos fondos

Con casi 1 millón de m² de espacio rentable, MRP es el operador de cartera de bienes raíces del segmento comercial más grande del país



SAE Towers, escisión para el crecimiento

Antecedentes

SAE Towers fue fundada en Italia en 1926, y posteriormente estableció plantas en Brasil y México. Más tarde se integró a la división de manufactura de torres de acero de ABB, Ltd. Hoy, la empresa vende líneas de energía (torres) a los gobiernos de Estados Unidos y Canadá, principalmente, además de Brasil, México y otros países de América Latina.

La inversión de Capital Privado

La oportunidad de inversión en SAE Towers llegó a Acon Investments directamente a través del responsable de la división en ABB, Ltd. ABB buscó concentrarse en su negocio en Estados Unidos para deshacerse de los activos en América Latina, pero no tenía el conocimiento de cómo hacerlo.

La filial de Acon Investments en México, con más de 17 años de experiencia en operaciones en América Latina, tomó el proyecto e invirtió más de un año en desarrollar el plan de negocio para escindir la división de ABB. De esta manera, Acon Investments realizó una oferta a la central corporativa de ABB, y adquirió el negocio en marzo de 2007.

La tesis de Acon era aprovechar las inversiones de infraestructura planeadas por los gobiernos de América Latina, y los costos competitivos de las operaciones para expandir el negocio a Estados Unidos y Canadá.

El impacto en el negocio

La tarea era compleja: Acon conocía el potencial de la empresa, pero al momento de la adquisición SAE Towers tenía niveles muy bajos de utilización de su capacidad instalada, cercanos a 35%.

Una de las primeras estrategias implementadas por Acon fue establecer una oficina en Houston, con el fin de insertarse en el mercado de Estados Unidos. También buscó aprovechar el proyecto de interconexión SEAC Pack, que conectaría a México con América Latina y que requería una fuerte inversión en infraestructura eléctrica.

Todo esto llevó la utilización de la capacidad instalada de la planta hasta el 80%, cuando Acon vendió la empresa en 2010.

Asimismo, Acon creó un novedoso esquema para reducir su inversión en capital de trabajo. Se convenció a los clientes de que ellos compraran el acero necesario para la fabricación de

las torres a cambio de un descuento en el precio. Esto ayudó a SAE Towers a reducir significativamente el monto destinado a la compra de materias primas.

Acon, en conjunto con el grupo directivo de SAE Towers, también implementó un plan para reconstruir las relaciones y confianza con sus clientes, las cuales estaban deterioradas. También aprovechó las relaciones que tenía con clientes en otros negocios para crear oportunidades de negocio adicionales para SAE Towers. Asimismo, se trabajó en un proyecto de institucionalización de la empresa para crear controles y procesos más robustos, y hacerla más atractiva para los potenciales compradores.

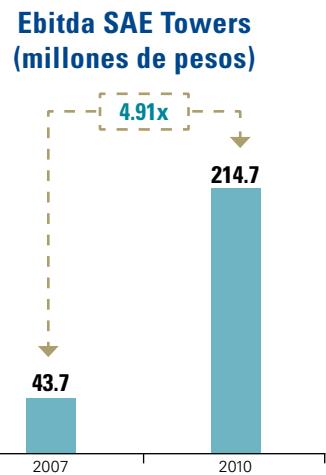
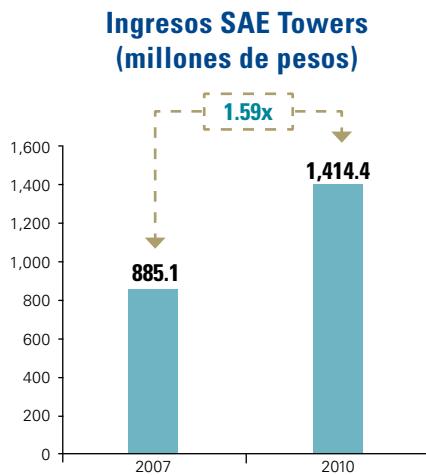
La oportunidad en la compra de SAE Towers por parte de Acon Investments fue clave para el éxito de la operación; poco después de la reestructuración de SAE y del establecimiento de la oficina en Estados Unidos hubo una avalancha de proyectos de infraestructura que beneficiaron a SAE y, dado que tenía capacidad instalada disponible para responder de manera más rápida al mercado, también tuvo una ventaja importante para establecer precios. De esta manera, SAE incrementó los ingresos de USD81 millones en 2007, a USD112 millones en 2012, y el Ebitda de USD4 millones a USD17 millones en el mismo periodo.

Empleos y sustentabilidad

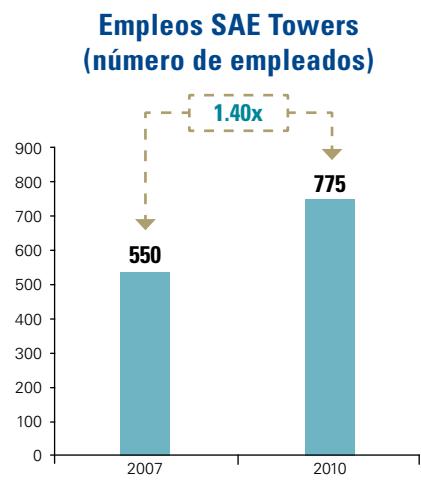
Aunque el crecimiento en el número de empleados no fue tan importante como en otras industrias más intensivas en mano de obra, la reestructuración de Acon Investments en SAE Towers incrementó el número de colaboradores de 550 en 2007 a 775 en 2010.

Adicionalmente, Acon estableció un proyecto de administración ambiental y social, que buscaba por un lado reducir el impacto de SAE Towers en el ambiente y, por otro, impactar positivamente el entorno social en el que opera la compañía.

Además, se logró la certificación ISO 14001 para las plantas de México y Brasil, hecho que legitimó y respaldó el esfuerzo de SAE Towers para reducir su huella ambiental.



Fuente: Acon Investments.



Empresa: SAE Towers	
Sector:	torres metálicas para líneas de energía
Fondo:	Acon Investments
Estrategia:	plan detallado de escisión y estrategia de crecimiento y reducción de costos
Impacto:	crecimiento de 8.3% anual en los ingresos, y 30.6% del Ebitda

La estrategia de capital de trabajo implementada por Acon en SAE Towers fue clave para incrementar los niveles de Ebitda

Además de crear más de 70 nuevos empleos en promedio anual, durante la inversión de Acon, SAE Towers certificó sus dos plantas, reduciendo su impacto ambiental



Screencast, menores costos y más clientes mediante el uso de nueva tecnología

Antecedentes

En 2010, Alejandro Serna, quien tenía una importante experiencia en medios, identificó un nicho de mercado para crear una compañía especializada en vender publicidad en las salas de cine.

La principal ventaja competitiva de su proyecto era que, a diferencia de otras compañías en este segmento que necesitaban editar la publicidad en cada película y distribuirla en cada sala donde sería exhibida, Screencast utilizaría una red de satélites que les permitiría manejar todo desde un centro de operaciones de red (NOC, por sus siglas en inglés).

Screencast tendría que poner un receptor satelital en cada sala, pero una vez montada la infraestructura todo podía hacerse a control remoto y, con solo apretar un botón, la publicidad editada en el NOC era transmitida en las salas antes de la película.

Esto permitía, una vez realizada la inversión en la infraestructura, simplificar la logística enormemente y, por lo tanto, disminuir los costos de emisión de publicidad. Alejandro Serna se acercó a una de las mayores

cadenas nacionales de cine para hacerle una propuesta para trabajar en conjunto de manera exclusiva.

La inversión de Capital Privado

Alejandro Serna también se acercó a LIV Capital, buscando fondos para financiar el proyecto de Screencast. Este no era el típico proyecto para LIV Capital, que normalmente invierte en empresas que ya operan; sin embargo, el fondo ya tenía inversiones en medios y conocía la experiencia de Serna en el mercado.

Además de firmar un contrato de exclusividad, el trato que buscaba cerrar Serna garantizaría la entrada a la cadena con mayor número de salas en el país, así como un flujo de ingresos muy atractivo y estable.

La inversión total necesaria para establecer la red satelital, el NOC y los receptores en las salas era de USD4 millones. Cuando Screencast firmó el contrato de exclusividad con la cadena de cines, LIV Capital decidió entrar como socio y financiar la operación.

Además de un canal de distribución importante y exclusivo, el fondo identificó un crecimiento muy interesante, ya que los más

bajos costos de distribución de Screencast permitirían segmentar su oferta y llegar a muchos clientes más, incluidos negocios medianos que antes no podían acceder a este tipo de publicidad. También veían potencial en firmar acuerdos con otras cadenas y cines independientes.

El impacto en el negocio

LIV Capital apoyó el robustecimiento del modelo financiero de Screencast, y la identificación de nuevas oportunidades de crecimiento. Se hallaron sinergias en publicidad en exteriores, así que, utilizando la experiencia en adquisiciones del equipo de LIV Capital, se compró una empresa con 18 pantallas digitales en exteriores, que se han ido incrementando.

El éxito de Screencast fue evidente desde el inicio: de 80 clientes que tenía el anterior operador de la publicidad de la cadena de cines, Screencast llegó a más de 200. Durante 2010, Screencast generó 236 mdp en ingresos y 44 de Ebitda. Para 2013, tuvo 660 millones en ingresos y 92 de Ebitda.

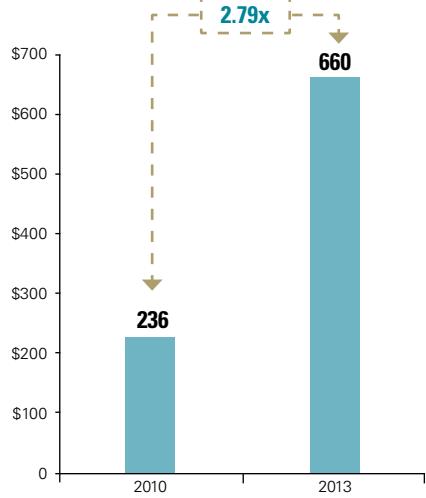
Una nueva tecnología permite reducir costos y hace accesible la publicidad en cines para pequeñas y medianas empresas

Aunque Screencast no es una empresa con un fin social directo, sí tiene un impacto positivo en pequeñas y medianas empresas. La tecnología de Screencast permite automatizar el proceso de transmisión de publicidad y con ello reducir de manera importante el costo y el tiempo invertido en el proceso.

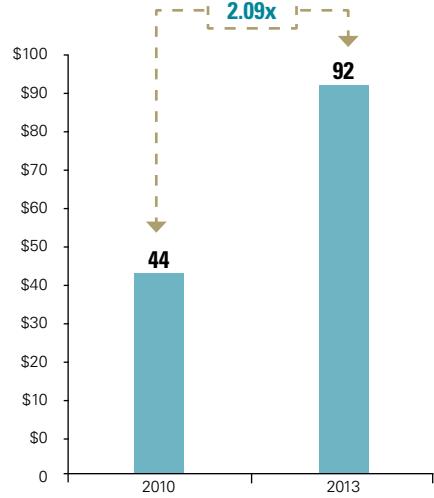
Esto le permite a Screencast ofrecer precios hasta 70% menores que los de otros competidores que no utilizan tecnologías satelitales. Los costos menores permiten a pequeñas y medianas empresas, que de otra manera no podrían pagar publicidad en cines, tener acceso a este tipo de publicidad,

así como exponer sus productos y servicios a una audiencia mayor, con lo que se crea un mercado más competitivo y no exclusivo para empresas enormes.

Ingresos Screencast (millones de pesos)



Ebitda Screencast (millones de pesos)



LIV Capital apoyó a Screencast para potenciar su crecimiento rápidamente

Los precios más competitivos de Screencast permiten a pequeñas y medianas empresas acceder al mercado de publicidad en cines





	Ventas (millones de pesos)		Empleos		Utilidad (millones de pesos)	
Indicador	2009	2013	2009	2013	2009	2013
ABA Seguros	\$4,852.00	\$6,034.00	1,565.00	1,500.00	\$399.40	\$796.00
Alsea	\$8,587.10	\$15,719.00	20,372.00	31,309.00	\$103.70	\$663.00
América Móvil	\$394,711.00	\$786,101.00	55,627.00	163,524.00	\$76,913.50	\$74,974.00
American Express Company México	\$6,830.00	\$8,853.00	4,204.00	2,587.00	\$987.00	\$1,858.00
Asur	\$3,131.00	\$5,446.00	830.00	981.00	\$797.00	\$2,333.00
Banco del Bajío	\$7,194.40	\$9,130.00	2,952.00	3,885.00	\$712.00	\$1,130.00
Banregio Grupo Financiero	\$4,225.00	\$7,745.00	1,848.00	2,775.00	\$473.30	\$1,433.00
Cerrey	\$2,155.30	\$1,475.00	884.00	896.00	\$125.20	\$82.00
CICSA	\$14,134.80	\$18,818.00	11,088.00	11,467.00	\$705.20	\$2,072.00
Coca-Cola de México	\$13,496.00	\$11,031.00	376.00	542.00	\$3,045.00	\$2,633.00
Coca-Cola FEMSA	\$102,229.00	\$156,011.00	67,426.00	84,922.00	\$8,970.00	\$11,782.00
Coconal	\$2,230.20	\$3,489.00	1,915.00	2,918.00	\$104.00	\$453.00
CompuSoluciones	\$1,741.50	\$2,666.00	239.00	420.00	\$55.80	\$76.00
Consorcio ARA	\$7,113.20	\$5,736.00	7,241.00	5,461.00	\$757.90	\$464.00
Corporación Moctezuma	\$6,783.40	\$7,959.00	1,040.00	1,148.00	\$1,670.30	\$1,478.00
El Puerto de Liverpool	\$46,716.50	\$74,105.00	32,707.00	47,012.00	\$3,786.50	\$7,703.00
Eli Lilly de México	\$4,607.20	\$4,377.00	1,106.00	1,023.00	\$630.40	\$410.00
Exportadora de Sal	\$1,743.50	\$1,831.00	1,243.00	1,364.00	\$218.50	\$166.00
Fábrica de Papel San Francisco	\$2,158.00	\$3,267.00	959.00	1,365.00	\$303.80	\$195.00
Fomento Económico Mexicano	\$196,103.00	\$258,097.00	127,179.00	209,232.00	\$15,082.00	\$22,155.00
Fragua Corporativo	\$19,146.80	\$28,955.00	16,359.00	23,507.00	\$609.30	\$963.00
Gas Natural Fenosa México	\$21,687.70	\$18,159.00	1,059.00	942.00	\$1,658.60	\$1,620.00
Grupo Aeroportuario del Centro Norte	\$1,896.30	\$3,418.00	972.00	1,007.00	\$471.00	\$1,201.00
Grupo Aeroportuario del Pacífico	\$3,266.20	\$5,228.00	980.00	878.00	\$1,199.40	\$2,246.00
Grupo Bafar	\$5,231.00	\$11,064.00	7,806.00	10,471.00	\$161.10	\$518.00
Grupo BAL	\$88,045.00	\$135,535.00	39,303.00	51,044.00	\$7,836.00	\$9,108.00
Grupo Bimbo	\$116,353.00	\$176,041.00	102,000.00	125,416.00	\$6,081.00	\$4,778.00
Grupo Carso	\$66,035.60	\$85,871.00	70,377.00	70,953.00	\$7,339.40	\$14,963.00
Grupo Cementos de Chihuahua	\$9,128.70	\$8,406.00	2,543.00	2,590.00	\$385.50	\$51.00
Grupo Coppel	\$40,252.30	\$80,341.00	60,845.00	84,361.00	\$4,215.40	\$11,485.00
Grupo Famsa	\$14,917.50	\$15,048.00	16,192.00	17,589.00	\$103.10	\$661.00
Grupo Financiero Banamex	\$115,535.20	\$120,882.00	40,000.00	44,794.00	\$18,755.70	\$21,639.00
Grupo Financiero Banorte	\$55,933.00	\$104,439.00	19,311.00	27,549.00	\$5,853.60	\$14,279.00
Grupo Financiero BBVA Bancomer	\$137,709.20	\$142,358.00	32,568.00	28,309.00	\$21,612.40	\$37,871.00
Grupo Financiero HSBC	\$45,136.30	\$40,992.00	19,222.00	17,527.00	\$1,865.30	\$3,715.00
Grupo Financiero Inbursa	\$26,567.20	\$40,418.00	5,994.00	6,851.00	\$8,067.80	\$16,316.00

Los múltiplos y las tasas de crecimiento de la suma de las ventas y utilidad de los casos de éxito se compararon con los múltiplos y tasas de crecimiento de la suma de las ventas y utilidad para una muestra de 69 empresas de la lista de "Las 500 Empresas más Importantes de México" de *Expansión*.

	Ventas (millones de pesos)		Empleos		Utilidad (millones de pesos)	
Indicador	2009	2013	2009	2013	2009	2013
Grupo Financiero Santander México	\$64,226.70	\$73,514.00	11,860.00	14,260.00	\$11,825.40	\$20,878.00
Grupo Gigante	\$9,518.40	\$19,166.00	15,504.00	19,019.00	\$812.80	\$1,746.00
Grupo Herdez	\$8,265.60	\$13,180.00	3,497.00	8,790.00	\$746.10	\$608.00
Grupo Industrial Maseca	\$10,347.50	\$16,436.00	3,399.00	4,397.00	\$881.60	\$1,768.00
Grupo Mexicano de Desarrollo	\$2,161.10	\$2,394.00	1,241.00	1,485.00	\$116.90	\$89.00
Grupo México	\$65,597.30	\$119,302.00	23,002.00	29,980.00	\$11,692.10	\$28,648.00
Grupo Minsa	\$4,520.80	\$6,906.00	1,405.00	1,758.00	\$215.00	\$273.00
Grupo Modelo	\$81,861.60	\$88,603.00	36,707.00	32,934.00	\$8,630.00	\$48,510.00
Grupo Palacio de Hierro	\$13,865.00	\$21,402.00	9,370.00	11,221.00	\$642.80	\$1,094.00
Grupo Ruba	\$3,602.70	\$3,503.00	539.00	717.00	\$167.80	\$304.00
Grupo Simec	\$19,333.50	\$24,369.00	4,378.00	5,117.00	\$1,269.20	\$990.00
Grupo Televisa	\$52,352.50	\$73,791.00	24,362.00	32,047.00	\$6,007.10	\$10,234.00
Grupo Xignum	\$1,411.40	\$36,722.00	2,406.00	18,352.00	\$299.30	\$225.00
Impresora y Encuadernadora Progreso	\$1,140.60	\$1,275.00	309.00	372.00	\$19.80	\$6.00
Industrias CH	\$22,263.90	\$27,646.00	5,104.00	6,174.00	\$1,119.20	\$1,468.00
Industrias Peñoles	\$44,813.00	\$66,551.00	8,547.00	11,140.00	\$5,198.30	\$4,761.00
Infonavit	\$67,906.00	\$95,794.00	3,966.00	4,143.00	\$11,168.00	\$17,432.00
Kimberly-Clark de México	\$24,702.20	\$29,678.00	6,949.00	7,798.00	\$4,151.70	\$4,619.00
Mecalux	\$748.70	\$1,264.00	446.00	469.00	\$52.40	\$142.00
Médica Sur	\$1,784.40	\$2,256.00	1,986.00	2,083.00	\$242.50	\$380.00
MetLife México	\$34,475.40	\$48,026.00	1,125.00	3,430.00	\$2,559.20	\$4,854.00
Mexichem	\$30,699.00	\$66,007.00	9,372.00	17,345.00	\$2,948.00	\$1,059.00
Monex Casa de Bolsa	\$1,362.00	\$1,343.00	222.00	206.00	\$230.80	\$212.00
Nafin	\$21,036.00	\$23,293.00	1,013.00	976.00	\$570.00	\$1,802.00
Organización Soriana	\$88,637.30	\$105,028.00	76,800.00	80,907.00	\$2,868.30	\$3,117.00
Pfizer	\$7,025.40	\$11,173.00	2,500.00	1,500.00	\$944.60	\$635.00
Pinfra	\$3,342.80	\$5,822.00	1,732.00	2,211.00	\$600.30	\$2,190.00
Quálitas Compañía de Seguros	\$8,823.90	\$14,957.00	7,021.00	3,194.00	\$246.20	\$831.00
Smurfit Kappa Cartón y Papel de México	\$5,155.20	\$6,592.00	3,434.00	3,774.00	\$72.90	\$281.00
TV Azteca	\$9,968.00	\$12,058.00	5,000.00	4,167.00	\$1,401.00	\$1,149.00
Walmart de México	\$270,451.20	\$420,577.00	176,463.00	243,842.00	\$16,806.10	\$22,717.00
Banobras	\$19,086.00	\$26,206.00	953.00	1,000.00	\$1,657.00	\$3,380.00
Vector Casa de Bolsa	\$2,042.50	\$13,009.00	482.00	772.00	\$50.00	\$130.00
Sumas	\$2,600,110.70	\$3,882,888.00	1,227,426.00	1,663,699.00	\$298,267.50	\$460,802.00
CAGR de las sumas (2009 - 2013)		10.55%		7.90%		11.49%
Multiplo de las sumas (2009 - 2013)		1.49		1.36		1.54

asesoria@kpmg.com.mx
kpmg.com.mx
01 800 292 KPMG



KPMG MÉXICO



KPMGMX

amexcap.com
+52 (55) 5083 5090-92
+52 (55) 4633 7980



@AMEXCAP



amexcapTV



Víctor Esquivel
Partner, Private Equity Group
Deal Advisory
+ 52 (55) 5246 8371
esquivel.victor@kpmg.com.mx

Oscar Silva
Partner, Global Strategy Group
Deal Advisory
+ 52 (55) 5246 8725
osilva@kpmg.com.mx

Todd McClurkan
Partner, Transaction Services
Deal Advisory
+ 52 (55) 5246 8725
toddmcclurkan@kpmg.com.mx

Saúl Villa
Partner, M&A
Debt Advisory / Real Estate
Deal Advisory
+52 (55) 5246 8371
svilla@kpmg.com.mx

Federico Hernández
Partner, Valuations
Deal Advisory
+52 (55) 5246 8371
federico.hernandez@kpmg.com.mx

Ignacio Sosa
Partner, M&A Tax
Deal Advisory
+ 52 (55) 5246 8251
isosa@kpmg.com.mx

Carlos Vargas
Partner, M&A Tax
Deal Advisory
+ 52 (55) 5246 8382
carlosvargas@kpmg.com.mx

Antonio Ruiz Galindo
Presidente, Amexcap
+52 (55) 3098 9000
aruizgalindo@igs.com.mx

René Fernández
Presidente Comité Difusión, Amexcap
+52 (55) 5292 1691
rene.fernandez@newgrowthfund.com

María Ariza
Directora General, Amexcap
+52 (55) 5083 5090-92
mariza@amexcap.com

Patricio Velarde
Subdirector, Amexcap
+52 (55) 5083 5090-92
pvelarde@amexcap.com



La información aquí contenida es de naturaleza general y no tiene el propósito de abordar las circunstancias de ningún individuo o entidad en particular. Aunque procuramos proveer información correcta y oportuna, no puede haber garantía de que dicha información sea correcta en la fecha que se reciba o que continuará siendo correcta en el futuro. Nadie debe tomar medidas basado en dicha información sin la debida asesoría profesional después de un estudio detallado de la situación en particular.

"D.R." © 2015 KPMG Cárdenas Dosal, S.C. la firma mexicana miembro de la red de firmas miembros de KPMG afiliadas a KPMG International Cooperative ("KPMG International"), una entidad suiza. Blvd. Manuel Ávila Camacho 176 P1, México, 11650. El nombre y logo de KPMG, así como "cutting through complexity" son marcas registradas o marcas de KPMG International Cooperative ("KPMG International"), una entidad suiza.
Todos los derechos reservados.

