

La entrada de fondos de inversión en el sector de telecomunicaciones (1)

Raúl L. Katz*
Analista asociado
ENTER

La inversión de grupos de capital privados en el sector de las telecomunicaciones se está reactivando en los últimos años, tras una etapa de relativa retracción. Sólo que, a diferencia del anterior período de auge, coincidente con los años de la llamada burbuja de Internet, la más reciente se está centrando en obtener el control de operadores incumbentes.

Esta nota (primera de dos) analiza cuantitativamente esos movimientos inversores, así como las estrategias que subyacen tras ellos.

Introducción

La entrada de grupos de inversión privados *-private equity groups-* en la industria de telecomunicaciones no es un fenómeno nuevo. En particular, comenzaron a invertir en la industria, particularmente en Estados Unidos, a partir de la apertura a la competencia del segmento local anunciada por la Telecommunications Act de 1996. La mayor parte de esas inversiones desembocó en la bancarrota de los nuevos entrantes.

En los últimos años, sin embargo, han comenzado a invertir de nuevo, esta vez con objetivos más ambiciosos: la toma de control de incumbentes. En este último período, el área geográfica de inversión no es solamente América del Norte sino también otras, en otros continentes. Este cambio de estrategia y transacciones como las de Eircom en Irlanda y TDC en Dinamarca, han abierto una discusión sobre el impacto que estas operaciones pueden tener en un sector de infraestructura y servicios públicos. ¿Hasta qué punto el énfasis en alcanzar rentabilidad financiera en el corto plazo puede afectar el ritmo de inversión e innovación? ¿Cuál puede ser, en última instancia, el impacto del alto apalancamiento *-deuda-* en la sostenibilidad de las compañías adquiridas? ¿Cuál es la contribución de los operadores controlados por los grupos de inversión privados a la creación de puestos de trabajo?

El propósito de esta nota es mostrar en términos cuantitativos las inversiones de los citados grupos que están siendo dirigidas al sector de telecomunicaciones y estudiar sus diferentes estrategias. Una nota posterior estudiará el impacto inicial de algunas transacciones en las cuestiones planteadas por quienes critican esta nueva tendencia.

* El autor es Director de Investigación de Estrategia del Columbia Institute for tele-Information (EEUU). El autor agradece la contribución analítica de Aryeh Sand, analista en el CITI.

Fases de inversión privada en el sector de telecomunicaciones

Como se ha mencionado al principio, la entrada de grupos de inversión privados en la industria de telecomunicaciones no es un fenómeno nuevo. El proceso comenzó en los años de la burbuja de Internet (2000-1) cuando fondos privados invirtieron 54,000 millones de dólares estadounidenses (USD) a nivel mundial en el sector. Aproximadamente, el 80 por 100 de esta inversión se realizó en Estados Unidos, donde la mayoría de las operaciones se concentró en los operadores CLEC (cuadro 1).

1. Inversiones más importantes en telecomunicaciones 2000-01 Millones USD

| Operador | Grupo inversor | Monto invertido |
|-------------------|-------------------|-----------------|
| XO Communications | Forstmann, Little | 1.501 |
| IDT | Hicks Muse | 431 |
| Windstream | Welsh Carson | 405 |
| McLeod | Forstmann Little | 275 |
| BTI | Welsh Carson | 270 |
| Birch telecom | KKR | 218 |
| Bharti | Warburg Pincus | 262 |
| Convergence Comm. | TCW | 246 |
| Ntelos | Welsh Carson | 225 |
| Eircom | Providence | 128 |
| IPCS | Blackstone | 120 |
| Horizon PCS | Apollo | 107 |
| Metrored | Fidelity | 90 |
| US LEC | Bain Capital | 89 |
| 360 Networks | Providence | 82 |

Fuente: Thomson Financial, análisis del autor

Gran parte de estas compañías terminó declarándose insolvente, lo que determinó que los grupos de inversión redujeran sustancialmente su inversión en el periodo siguiente (2002-3), a sólo 6.800 millones de dólares (USD) a nivel mundial. Pese a que la crisis en la industria tuvo un centro de gravedad importante en América del Norte, esta región continuó siendo preeminente en este periodo. Sorprendentemente, la suma invertida por adquisición se mantuvo deci-

didamente alta, lo que determinó que disminuyera el número de transacciones. Por otra parte, también comenzó a apreciarse cómo algunos grupos comenzaron a concentrar su inversión en telecomunicaciones alrededor de unos pocos operadores (cuadro 2).

2. Inversiones más importantes en telecomunicaciones 2002-03 Millones USD

| Operador | Grupo inversor | Monto invertido |
|--------------------|---------------------------|-----------------|
| Metro PCS | Flagship, Accel, Primus | 1.100 |
| Bharti | Warburg Pincus | 805 |
| Vonage | Momentum | 396 |
| Diveo | Flagship, Northwest, Alta | 353 |
| Citynet | Carlyle, Great Hill | 296 |
| Broadview | Opus Capital | 296 |
| McLeod | Forstmann Little | 278 |
| IP Communications | DLJ, GE, Brookwood | 237 |
| IP Wireless | Oak Hill, Doll, Bay | 170 |
| FDN Communications | Media Communications Prt | 143 |

Fuente: Thomson Financial, análisis del autor

Finalmente, en el tercer periodo (2004-5), la inversión de los grupos privados aumentó significativamente, reflejando confianza en el sector. En estos dos años, la inversión a nivel mundial llegó a 22.200 millones USD, manteniendo una sostenida concentración en América del Norte.

El cambio notable ha ocurrido en el periodo siguiente (2006-7), cuando los grupos privados han comenzado a invertir con la intención, no ya de impulsar nuevos operadores,

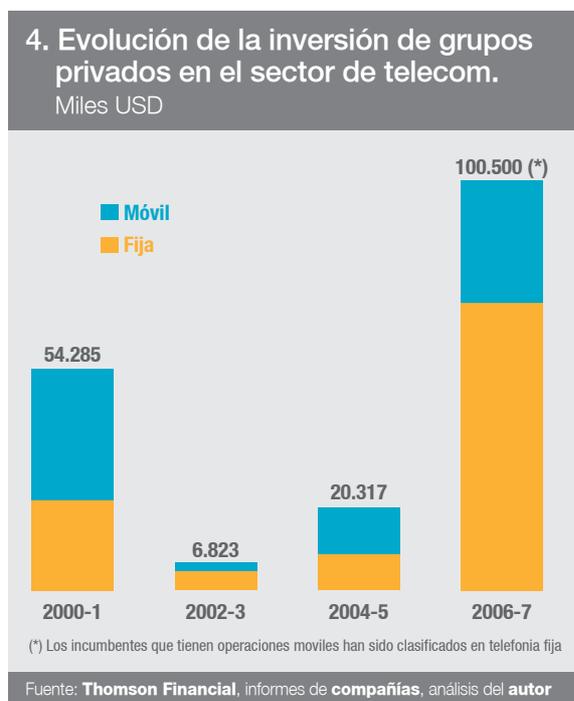
3. Inversiones más importantes en telecomunicaciones 2006-07 Millones USD

| Operador | Grupo inversor | Monto invertido |
|-------------------------|--|-----------------|
| Bell Canada (Canada) | Ontario Teachers Union y otros | 51.700 |
| Alltel (móviles) (EEUU) | TPG, Goldman Sachs | 27.500 |
| TDC (Dinamarca) | Apax, Blackstone, KKR, Permira, Providence | 13.200 |
| Eircom (Irlanda) | Babcock & Brown | 2.900 |
| One (Austria) | Mid Europa | 1.880 |

Fuente: informes de compañías, informes de fondos, análisis del autor

sino buscando tomar el control operativo y financiero de compañías incumbentes. Tres meses antes del final de este período, se puede estimar que la inversión supera ya la cifra de 102.000 millones USD (cuadro 3).

En conclusión, la evolución del volumen de inversión de los últimos siete años no es sorprendente desde el punto de vista que refleja el carácter cíclico del sector. Sin embargo, lo es en el sentido que el capital privado está considerando la inversión orientada hacia el control de incumbentes como estratégica y está dispuesto a apoyar esta estrategia con importantes recursos (cuadro 4).



Habiendo mostrado la tendencia creciente de la inversión de grupos privados en el sector, corresponde analizar hasta qué punto esta estrategia responde a un modelo homogéneo.

Modelos de inversión

En términos generales, se observa que las inversiones tienden a seguir estrategias diferentes, que pueden ser agrupadas en cuatro modelos:

- Alto apalancamiento -deuda- /ingeniería financiera
- Asociación entre grupo privado y operador de telecomunicaciones
- Racionalización de la estructura de la industria
- Inversión a corto plazo

El modelo de alto apalancamiento contempla la compra del operador en alianza con la gestión existente en el momento de la compra. Los fondos se obtienen mediante el apalancamiento de los activos del operador. La proposición de valor hecha por el grupo privado es que, al no cotizar la acción en el mercado de valores, la gestión del operador se torna más eficiente (menos cortoplacista), lo que permite mejorar la calidad de las operaciones. Las críticas que se han hecho de este modelo consideran que termina generalmente en un vaciamiento de los activos estratégicos del operador (asset-stripping) y reducción de la tasa de inversión en innovación, con las implicancias negativas en la calidad del servicio público.

Las dos grandes transacciones que constituyen ejemplos de este modelo son la compra de Eircom (Irlanda) por Babcock y Brown, y la de TDC (Dinamarca) por Apax, Blackstone, KKR, Permira y Providence. Sin duda, ambas compañías vieron crecer su tasa de endeudamiento de forma notable tras la compra, alcanzando niveles mucho más altos que la media del sector. En cuanto a su

5. Evolución de deuda e inversión de capital en TDC y Eircom

| | Apalancamiento de deuda | | Capex / ventas |
|------------|-------------------------------|-----------------|----------------|
| | Deuda neta / EBITDA | Deuda / capital | |
| Eircom (*) | Antes de transacción (2000) | 1,0 | 25% |
| | Después de transacción (2006) | 6,9 | 80% |
| TDC | Antes de transacción (2005) | 4,0 | 27% |
| | Después de transacción (2007) | 5,1 | 94% |

(*) Eircom tuvo dos transacciones.: 1) 2001 [Valentia] y 2) 2006 [Babcock & Brown]

Fuente: informes de compañías, inf. de analistas, análisis del autor

inversión de capital, no se observa una reducción apreciable (cuadro 5).

Como puede observarse en el cuadro 5, el Como refleja el cuadro 5, el apalancamiento de Eircom y TDC crece a niveles significativamente superiores que los de otros operadores europeos (cuyo rango deuda neta/EBITDA se extiende de 1,3 para Telenor a 2,9 para Telecom Italia). Por otra parte, la inversión de capital disminuye, pero continúa situada dentro del rango de los operadores europeos que han reducido su capex en los años siguientes a la crisis del Internet.

El segundo modelo -asociación entre grupo privado y operador de telecomunicaciones- es una estrategia reciente basada en la complementariedad entre activos del capital privado y la industria. De acuerdo con este modelo, el grupo de inversión contribuye con capital y el operador, con experiencia y capacidades. Esta alianza compra un operador con el objetivo de crear valor y culminar con la venta del activo después de un plazo de alrededor de cinco años, o con la transferencia del activo al operador adquirente porque éste considera que puede integrarlo dentro de la empresa.

Un ejemplo de este modelo es la reciente adquisición del tercer operador móvil de Austria, One, por la alianza entre France

Telecom y el grupo de capital privado Mid Europa. En esta operación, France Telecom no contribuye con capital, sino con capacidad y su marca Orange, mientras que Mid Europa aporta recursos financieros. Este modelo podría llegar a popularizarse en el futuro inmediato.

El tercer modelo de racionalización de la estructura de la industria sitúa al grupo de inversión privado como agente central de un proceso de consolidación (roll-up). De acuerdo con esta estrategia, el capital privado identifica un sector con condiciones estructurales favorables a la consolidación y, mediante la alianza con ejecutivos que tienen experiencia en la integración de operadores, comienza a comprar activos para integrarlos en una compañía que se beneficia de economías de escala y eficiencias operativas. Una vez alcanzada una masa crítica significativa en la integración de activos, la compañía se vende a otro operador. Este modelo es muy común en el ámbito de operadores rurales en Estados Unidos (EE UU).

El sector de operadores rurales de telecomunicaciones en EE UU es extremadamente fragmentado, siendo considerado un producto de la intervención reguladora a comienzos del siglo XX, cuando el gobierno estadounidense intervino para frenar el

6. Creación y venta de Madison River Communications

