



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Private Equity y Venture Capital: ¿en qué se fijan los gestores españoles en el momento de optar por una alternativa de inversión?

Autor: Jesús Bécares Sánchez

Director: Susana De los Ríos Sastre

Madrid

Abril de 2018

Resumen:

El sector del *private equity* y *venture capital* se ha revitalizado en Europa después de la crisis financiera de 2008, incluso en aquellos países con una industria de capital riesgo no muy desarrollada, como es el caso español. En concreto, en España la evolución del sector ha sido positiva desde 2014 y las perspectivas siguen siendo buenas. No obstante, se trata de un sector poco conocido en su operativa interna, es decir, que goza de una cierta opacidad. El principal objetivo de este trabajo es tratar de identificar factores claves que guían la actuación de los gestores del sector de capital riesgo español, con el propósito de poder compararlos con los resultados obtenidos en otros países con una industria más evolucionada. Entre otros aspectos, se analizan los siguientes: los objetivos en términos de rentabilidad y su medición, la forma de llevar a cabo la decisión de inversión, su estructura de capital, las fuentes de valor que identifican en las compañías objetivo y que les llevan a invertir en ellas, las mejoras que aplican a nivel de gobierno corporativo, la determinación del valor terminal y las condiciones y modos de realizar la desinversión.

Palabras clave:

capital riesgo, estructura de capital, gobierno corporativo, inversión, valoración.

Abstract:

The private equity and venture capital industry has been revitalized after the financial crisis of 2008 in Europe, even in those countries with a non-developed private equity or venture capital industry, such as Spain. Specifically, in Spain the evolution of the industry has been positive since 2014 and the outlook remains good. However, it is a industry little known in its internal operations, in other words, it has a certain degree of opacity. The main objective of this work is to identify key factors that guide the performance of the managers of the Spanish industry, with the purpose of being able to compare them with the results obtained in other countries with a more evolved industry. Among other aspects, the following are analyzed: the objectives in terms of profitability and its measurement, the way to carry out the investment decision, the capital structure, the sources of value that they identify in the target companies and that lead them to invest in those companies, the improvements that apply at the of corporate governance level, the estimation of the terminal value and the terms and methods of disinvestment.

Keywords:

capital structure, corporate governance, private equity, valuation, value creation, venture capital.

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN.....	1
1.1.	Justificación del interés de la cuestión	1
1.2.	Objetivos	7
1.3.	Metodología	7
1.4.	Estructura	9
2.	ESTADO DE LA CUESTIÓN Y REVISIÓN TEÓRICA.....	11
2.1.	Inicios históricos	11
2.2.	Concepto de capital riesgo: <i>Private Equity</i> vs. <i>Venture Capital</i>	11
2.3.	Métodos habituales de medición de los rendimientos	13
2.4.	Rendimientos históricos y riesgos	16
2.5.	Características de los gestores y plantilla de los fondos	22
2.6.	Características de los gestores de la empresa participada	22
2.7.	Lo que ocurre realmente en la empresa adquirida	24
3.	ANÁLISIS EMPÍRICO.....	27
3.1.	Cuestiones generales	27
3.2.	Determinación de la rentabilidad, sus objetivos, métodos de medición	28
3.3.	La decisión de inversión	31
3.4.	Estructura de capital	33
3.4.1.	Fondos propios	33
3.4.2.	Apalancamiento	33
3.5.	Fuentes de valor	35
3.5.1.	Gobierno corporativo e incentivos	37
3.6.	Valor terminal, métodos y momento de desinversión	40
4.	CONCLUSIONES.....	45
5.	BIBLIOGRAFÍA.....	48
6.	ANEXO I (Cuestionario Base utilizado en las entrevistas)	52

ABREVIATURAS

ASCRI: Asociación Española de Capital, Crecimiento e innovación.

CAPEX: *Capital Expenditures* (inversión en activos fijos).

CAPM: *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de Valoración de Activos Financieros).

CFO: *Chief Financial Officer* (Director Financiero).

EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* (beneficio antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones).

EE. UU.: Estados Unidos de América.

EV: *Enterprise Value* (Valor de la Empresa).

EVCA: *European Private Equity & Venture Capital Association*.

fig.: figura.

LBO: *leverage buy-out*.

MBA: *Master in Business Administration* (Maestría en Administración de Negocios).

MOIC: *multiple on invested capital* (Múltiplo del Capital Invertido).

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

PME: *Public Market Equivalent* (Equivalente de Mercado Público).

R.U.: Reino Unido.

ROI: *Return on investment* (Retorno de la Inversión).

TIR: Tasa Interna de Retorno.

UE: Unión Europea.

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (Coste Medio Ponderado de Capital).

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación del interés de la cuestión

La industria del capital riesgo representaba algo más de 180 billones en el año 2000 a nivel mundial (Kaplan y Schoar, 2005). Su crecimiento viene dándose a pasos agigantados, pues representaba en 2006 más de un trillón de dólares en activos en todo el mundo, dos tercios de ellos manejados por fondos de *buy-outs*^{1 2}. Además, la captación de fondos ha crecido inexorablemente: de 5 billones de dólares en 1980 a más de 400 en 2006 (Phalippou, 2007). Ya en 2011, solo los inversores institucionales tenían invertidos más de \$ 2 trillones en fondos de capital riesgo en todo el mundo. (Ang, Chen, Goetzmann y Phalippou, 2013).

También desde mediados de los noventa la industria del capital riesgo en EE.UU. ha ido creciendo de manera significativa, como los estudios que tratan sobre sus efectos, no así las investigaciones que tratan de explorar debidamente las acciones tomadas por los gestores de fondos de capital riesgo. (Gompers, Kaplan y Mukharlyamov, 2016)

Según *Invest Europe* (2016), que es la asociación que representa al capital riesgo europeo, estos fondos manejaron en 2015 carteras por valor de 600.000 millones de euros; y captaron durante ese año 73.800 millones de euros, lo que supone una cifra récord, que no se daba desde 2008, con anterioridad a la crisis de ese año suponiendo un incremento del 37% con respecto a 2015. No obstante, los fondos que capaces de captar nuevo capital fueron unos pocos menos de 400, un 9% menos que el año anterior, lo que indica una posible tendencia hacia menos fondos, pero de mayor tamaño. Los fondos *buy-out* incrementaron la captación de fondos en un 71% hasta los 56,3 billones, siendo

¹ De acuerdo con *Invest Europe* (2016), Fondos *buy-out* son aquellos fondos que adquieren las empresas mediante la compra de participaciones mayoritarias o de control, financiando la transacción a través de una combinación de capital y deuda, es decir realizan *leverage buy-outs*.

² Según Dávila y Fernández (2013) una *leverage buy-out* se realiza de la siguiente manera: una compañía *newco* creada ad hoc para la operación se endeuda para pagar las acciones del *target* y, generalmente, después se fusionará con él. Después, mediante los flujos de caja que genere el negocio se repaga la deuda, minimizando así el capital invertido por el fondo. Para que la deuda sea sostenible debe haber bajo apalancamiento operativo y predictibilidad de los flujos de caja

más importante el aumento en los fondos más grandes. Por su parte la captación de los fondos de *venture capital* creció hasta los 6,4 billones, superando el record alcanzado en 2007.

El total invertido se mantuvo estable en 52,5 millones, de los que aproximadamente un tercio se invirtieron fuera del territorio europeo. En total se invirtieron en poco menos de 6.000 compañías de las cuales el 83% eran PYME.

Con respecto a los fondos *buy-out*, las transacciones en el *middle-market* aumentaron en un 25% en 2015, pero las más pequeñas se redujeron en un 10%, y las grandes y las *mega-buy-outs* cayeron en un 17% y un 34% respectivamente. El *venture capital* aumento un 2% hasta los 4,3 billones invertidos en más de 3.000 compañías.

Bienes de consumo y servicios fue el área en el que se realizó mayor inversión 28% por montante (fig. 1) y 17% por número de compañías invertidas (fig. 2) seguido de Tecnologías de la información y la comunicación (20% y 32%) y productos y servicios empresariales (20% y 18%)

En 2015 se desinvirtió en 3.500 empresas lo que supuso una cuantía total € 38,5 billones al precio en que se realizó la inversión. Fue un 15% menos que en 2015, pero esto es debido a que dicho año fue excepcional, ya que 2016 sigue la tendencia de la media de desinversiones desde 2012 a la actualidad.

Por montante total, los métodos de desinversión más importantes fueron (fig. 3) las ventas a otra firma de capital riesgo (29%), venta a otra compañía (28%) y oferta pública (17%). (7% a los directivos, 5% a instituciones financieras)

La captación de los fondos de capital riesgo europeos en 2016 estaba bastante concentrada, proviniendo alrededor de un tercio de América del Norte y otro de Europa Central, contando los países del Sur tan solo un 4,9%. No obstante, a nivel de inversión, los países del Sur reciben el 12% de la misma, igual porcentaje que los países germano-parlantes, mientras que Francia y Benelux reciben un 34%, otro 29% lo reciben R.U. e Irlanda.

Inversión Europea por Volumen

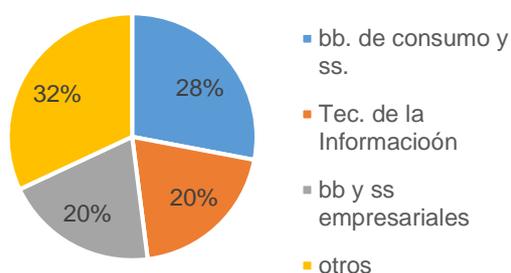


Fig. 1

Inversión Europea por nº de operaciones



Fig. 2

Desinversión Europea por volumen

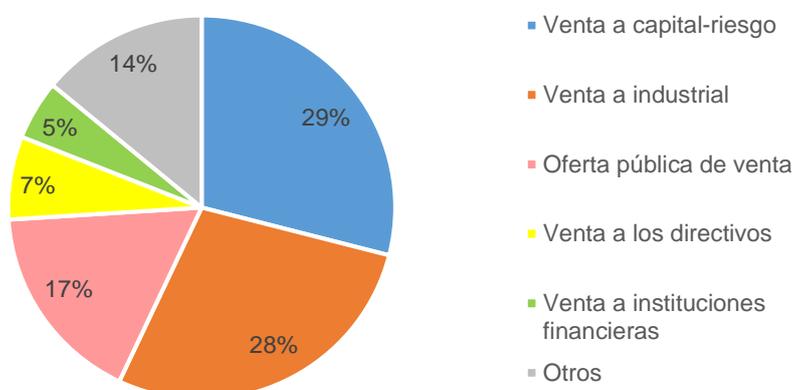


Fig. 3

Fuente: elaboración propia a partir de Invest Europe (2016)

En lo referente al mercado español, de acuerdo con el informe ASCRI (2017), en el ejercicio 2016 las entidades nacionales de capital riesgo captaron 2.271 millones de euros, lo que supone un aumento cercano a 48,5% atendiendo a las cifras del año anterior. De esa cantidad, corresponde a los fondos de *private equity* €1.702 millones de euros, frente a los 568 millones que captaron los fondos de *venture capital*. Mientras tanto, ese mismo año, el volumen de inversión de los fondos de capital riesgo nacionales fue de 1.018 millones de euros correspondientes a 521 inversiones. Estos se suman a los 2.601 millones de euros que los fondos capital riesgo extranjeros invirtieron en España ese año para dar un total de 3.619,7 millones en total, que se repartieron de la siguiente forma:

- Los fondos nacionales fueron líderes en *middle market* (fig. 4) con una inversión en este tramo de (717,5 millones de euros, de un total de 1.238,5) y los

extranjeros en *large market* (2.080,2 millones de euros, de los 2.380,7 totales). Es notable hecho de que el 54% de la inversión total (1.959 millones) se concentre en 8 (Hotelbeds, MásMovil, Tinsa, Garnica, Invent Farma, Cupa, Renovalia Energy y Telepizza) empresas en forma de 9 operaciones de financiación de fondos internacionales en el sector del *large market*.

- Los datos de inversión en volumen (fig. 5) tienen a la Hostelería/Ocio a la cabeza (25,7%, fruto principalmente de las inversiones en Telepizza, Hotelbeds y el grupo VIPS), seguido de Productos de Consumo (10,6%), Comunicaciones (9,6%), Informática (8,1%) y Energía y Recursos Naturales (8%).
- Por otro lado, si nos centramos en el número de operaciones (fig. 6) de inversión total, la cosa cambia, siendo el primer sector el de la Informática (el 41,4% de las empresas en las que se invirtió pertenecía este sector), por delante del de Productos de Consumo (8,2%), al que siguen Medicina y Salud (7,9%) y Biotecnología /Ciencias de la vida (5,8%).

Inversión en España en millones de €

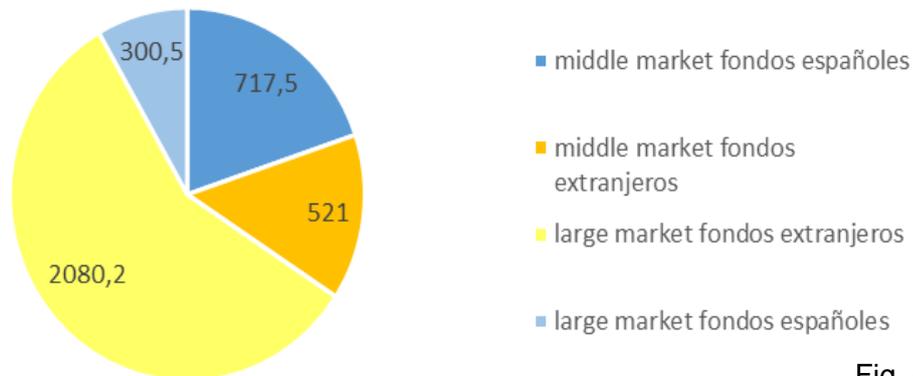


Fig. 4

Inversión por Volumen

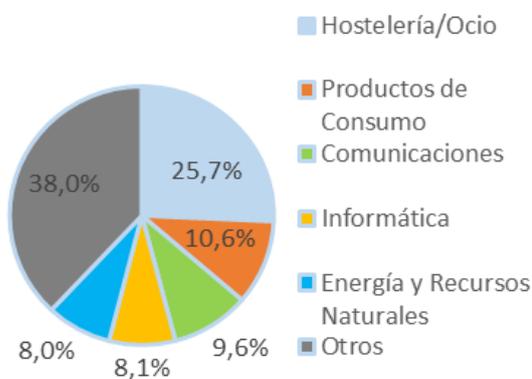


Fig. 5

Inversión por número de operaciones



Fig. 6

Fuente: elaboración propia a partir de ASCRI (2017)

El volumen del sector no es nada despreciable, según Dávila y Fernández (2013): “*El private equity equivale al 2% de la capitalización bursátil del mercado de empresas cotizadas, lo que representa el 1% de las empresas de la OCDE.*”. Lo cual hace que sea un gran motor económico.

Por otra parte, el capital riesgo supone en España una participación de 20.329 millones de euros en 2.759 empresas que emplean a 331.000 trabajadores. Siendo así una importante fuente de financiación y un estímulo mayúsculo para la actividad empresarial y emprendedora a la vez genera desarrollo económico y mejora de productividad gracias al apoyo que presta con la toma de participación en la sociedad invertida. Es más, según el último informe publicado ASCRI (2012) sobre el impacto económico de esta actividad, tampoco se puede dejar a un lado la importancia que este tipo de fondos suponen para la innovación empresarial, aportando a las empresas participadas mayor capacidad de generar patentes que la media y comercializando los productos dependientes de las mismas más rápidamente. Esto es sin duda una enorme fuente de ventaja competitiva en sectores de alta innovación como la informática, medicina, y ciencias de la vida que explica porque son estos sectores predilectos de los fondos de capital riesgo.

En cuanto a los países favoritos de Europa de dicha industria, según un estudio realizado por Groh, Liechtenstein y Lieser (2010), Reino Unido junto con Irlanda son considerado en base a un análisis realizado incluyendo 40 criterios distintos, los mejores países para realizar inversiones de capital riesgo, les siguen los países nórdicos y Alemania, que es ligeramente más atractiva que la media europea. Los países mediterráneos, es decir, Francia, Italia, España y Grecia salen mal parados en este estudio., sobre todo estos dos últimos que ocupaban respectivamente los puestos 21 y 23 de los 25 países que conforman la base del análisis. En España, especialmente malos son los datos para el *venture capital*, mientras que para *private equity*, en especial, para los fondos *buy-out*, los datos son cercanos a la media.

Reino Unido no se diferencia mucho del resto de países en la mayoría de criterios, pero tiene dos puntos clave que le hacen encabezar la lista: las reglas de protección del inversor y el tamaño y liquidez del mercado de capitales.

No obstante, según el último informe ASCRI (2017) no se puede olvidar que: “*La salida de Reino Unido de la Unión Europea debería representar para España la ocasión para conseguir que parte de los inversores y de los empresarios que decidan*

relocalizar sus negocios en otros estados miembros de la UE se sientan atraídos por lo que puede ofrecer España”, demostrando que el Brexit puede suponer una oportunidad muy buena para el resto de países de la Unión Europea que puedan ser capaces de absorber la inversión que salga de Reino Unido, y si España desempeña correctamente su papel, podría posicionarse como uno de los más importantes puntos del sector de cara a la UE.

No obstante, para que el mercado español se desarrolle debidamente existen ciertos aspectos en los que valdría la pena mejorar. A modo de ejemplo, y viendo el éxito del sector en Estados Unidos, Marco-Izquierdo (2004) recomienda ciertas tendencias de dicho mercado, que podrían y deberían adoptarse en el mercado español. En primer lugar, lo que necesita la industria es la agregación de fondos y explica sus ventajas: mejores oportunidades de inversión, creación de marca y facilidad para la diversificación. En segundo lugar, enuncia: *“En España todavía existen oportunidades para crear valor mediante el desarrollo de habilidades para estructurar y desinvertir la transacción”*. Y por último también recomienda la especialización, ya que en el viejo continente los fondos tienden a ser más generalistas.

Es, por todo esto, que el de capital riesgo es un sector que no puede pasar desapercibido, por su importancia a nivel económico y su crecimiento los últimos años, que no hace más que anunciar una mayor importancia del mismo en los años venideros. Es por ello que resulta imprescindible responder a la pregunta que da título a este trabajo de fin de grado: *¿en qué se fijan los gestores en el momento de optar por una alternativa de inversión?*

Ya que es un hecho que es constatable que, a pesar de su abrumadora trascendencia, envergadura y alcance, en este sector no existen estudios suficientes que consigan descifrar qué es lo que lleva a los gestores a tomar la decisión de inversión.

1.2. Objetivos

La pregunta de investigación a la que se pretende responder con este estudio es la siguiente: En España, ¿en qué se fijan los gestores de *private Equity* y *venture capital*³ a la hora de seleccionar una opción de inversión?

Para ello, es preciso dotar la investigación de unos objetivos que permitan entender la situación del capital riesgo en España, así como la estrategia que se ha llevado a cabo tanto en este país como en otros lugares del mundo, y contextualizar el estudio a través del marco conceptual claro.

El objetivo principal de este trabajo es analizar el mercado de capital riesgo en España y determinar en qué medida la actuación y preferencias de las entidades que en él operan se asemeja a la de Estados Unidos, que es el mercado más estudiado en este aspecto.

Es para ello imprescindible estar al tanto de ciertos factores. Los que se van a estudiar pueden ser considerados los más importantes:

- La determinación de la rentabilidad y los objetivos en términos de la misma.
- Factores clave en la toma la decisión de inversión.
- Estructura óptima de capital: Fondos propios y apalancamiento.
- Principales fuentes de valor al realizar una operación. Especial mención al gobierno corporativo.
- Valor terminal y desinversión.

1.3. Metodología

En primer lugar, para efectuar este estudio se ha elaborado un examen y revisión crítica de la literatura hasta la fecha, que mediante el análisis cualitativo de la misma pretende dilucidar el estado actual de la cuestión, asimismo, trata de averiguar que se sabe de otros mercados para contraponerlos a lo que se ha investigado del español. En definitiva, mediante el examen de literatura e investigaciones previas se trata de

³ En adelante, se utilizará capital riesgo para hacer referencia a *private equity* y *venture capital*, mientras que estos términos se utilizarán cuando se quiera hacer referencia a uno solo de los tipos de fondos.

determinar en qué medida se ha respondido a la pregunta de investigación en otros estudios, así como qué ha sido lo que se ha aportado al estado de la cuestión mediante esas respuestas.

En segundo lugar, se han realizado entrevistas en profundidad y directamente cara a cara con gestores de fondos de capital riesgo en España con el objetivo de realizar una breve aproximación al sentir general del mercado en este país, así como obtener respuestas reales más allá de los datos meramente económicos agregados que se han podido obtener en estudios e informes previos. Durante el transcurso de las entrevistas los gestores tuvieron que responder a un cuestionario basado en el del estudio de Gompers et al. (2016) pero traducido y adaptado al mercado español (ANEXO I). No obstante, al tener lugar una entrevista personal, el cuestionario en realidad servía como estructura principal, pero las entrevistas eran más abiertas, siguiendo el transcurso de las mismas un formato semiestructurado y siendo así más flexibles las preguntas y respuestas. La primera entrevista tuvo lugar el día 22 de febrero de 2018 y la última entrevista tuvo lugar el día 15 de marzo de ese mismo año.

Hay que destacar que, al realizarse estas entrevistas en profundidad, se garantizó la confidencialidad de las respuestas. Con el objetivo de proteger la identidad de las personas y fondos participantes, el tratamiento de la información se realizará, en la medida de lo posible, de una forma agregada, no siendo posible desglosarla, tratando de no dar información que pueda llevar a desvelar la identidad sobre qué personas y fondos accedieron a realizar el cuestionario. La importancia de este pacto de confidencialidad radica en que es la garantía de respuestas más cercanas a la realidad por el menor sesgo de deseabilidad de los gestores y por el menor riesgo que supone revelar los mecanismos de toma de decisiones.

La muestra se compone de un grupo de gestores de fondos entrevistados, entre ellos tanto socios como otros cargos técnicos dentro del mismo. Representaban a fondos que poseían las siguientes características:

- Eran generalistas, y uno especializado en el sector inmobiliario.
- La inmensa mayoría venían operando durante los 10 últimos años, aunque una pequeña parte durante menos de tres años.
- Todos ellos tenían oficinas en Madrid y uno, adicionalmente, en otra capital europea.

- Operaban principalmente en España, aunque algunos tenían también como ámbito de actuación Portugal u otros países de la UE.
- La mayoría reconocían dedicarse al capital de expansión, actividad que generalmente compaginaban con la de *LBO*. Uno de ellos era un fondo de deuda.
- En cuanto al tamaño de su plantilla, la mayoría tenían entre diez y veinticinco empleados. Era inusual que tuvieran un número superior o inferior
- La mayoría de sus inversiones se centraban en empresas con un *EV* de entre 25 y 100 millones de euros.

El estudio trata de un análisis cualitativo de las respuestas dadas por los gestores de fondos a las entrevistas que tuvieron como base el cuestionario (ANEXO I). Dicho análisis trata de determinar cuál es la metodología de trabajo de estos gestores.

Los datos obtenidos, por ser la muestra reducida, no pueden considerarse directamente extrapolables a toda la población, si no que han de servir para ser cotejados con los datos de estudios previos para concebir una idea y arrojar luz sobre el sentir general del mercado.

1.4.Estructura

Podemos dividir el trabajo de investigación en 4 bloques principalmente, a saber:

El primero de ellos, en el que nos encontramos, trata, a modo introductorio la finalidad del estudio, la actualidad del tema y su relevancia y la necesidad del estudio. Asimismo, anticipa qué contenido se va a poder encontrar en el estudio y cómo se ha llevado a cabo la investigación.

En el segundo bloque se pretende generar un marco teórico que explique los principales conceptos y procesos relativos a capital riesgo que pueden estimarse precisos para comprender esta investigación.

En tercer lugar, se trata de exponer los resultados de un cuestionario que se ha realizado a los responsables de gestionar los fondos de capital riesgo de España, para después analizar y valorar sus respuestas, para poder entender cuáles son sus motivaciones a la hora de invertir.

El cuarto y último bloque en el que se divide esta investigación trata de exponer a modo de conclusiones los resultados del estudio, con el objetivo en mente de tratar de avanzar en la tarea de testar si los estudios anteriores sobre este sector, su crecimiento, las motivaciones y frenos de sus gestores a la hora de invertir, etc. son aplicables a la generalidad del mercado español, o existen elementos distorsionadores.

2. ESTADO DE LA CUESTIÓN Y REVISIÓN TEÓRICA

2.1. Inicios históricos

Según Dávila y Fernández (2013) existe amplia discrepancia a la hora de determinar la fecha de nacimiento del capital riesgo: “*remontándose algunos al siglo XV, cuando en Europa se financiaban grandes expediciones marítimas a través de préstamos*”.

Para Brown (2012) no se puede hablar del inicio histórico del capital riesgo hasta 1946, fecha que marcaría el comienzo del capital riesgo moderno. Ese año se crea el *American Research & Development Corporation* como medio para proveer de capital a las inversiones realizadas en nuevos negocios por los veteranos de la Segunda Guerra Mundial. La principal premisa era que combinando una vasta inversión con gestores expertos, se podría beneficiar al mismo tiempo a las nuevas empresas que conseguirían financiación y desarrollo más rápidamente y, por otro lado, a los inversores, que gozarían de retornos por encima de la media. El afianzamiento de la industria del capital riesgo tendría una importancia esencial para el desarrollo de *Silicon Valley*, creando una simbiosis de la que, tanto las empresas tecnológicas del afamado Valle, como los fondos de capital riesgo, obtuvieron pingües beneficios y se potenciaron mutuamente.

En España, es en 1972 cuando aparecería la primera entidad de capital riesgo gracias a la intervención del Instituto Nacional de Industria, a Cajas de Ahorro regionales y también a inversores minoritarios: la Sociedad para el desarrollo Industrial de Galicia.

2.2. Concepto de capital riesgo: *Private Equity vs. Venture Capital*

Tal como expone Brown (2012), las inversiones del capital riesgo van dirigidas a activos no comercializados en mercados públicos. Esto conlleva que estas operaciones financian a compañías nuevas que no tienen suficiente trayectoria como para emitir acciones al público o compañías ya establecidas, pero se hallan en busca de una reestructuración de sus actividades operativas o que están pasando por dificultades financieras.

Lo primero de todo es entender los términos para saber en qué campos nos movemos, ya que en España capital riesgo ha sido tradicionalmente un término difuso y ambiguo, y más aún la diferencia entre *private equity* y *venture capital*, que se han utilizado en numerosas publicaciones como sinónimos.

Según el artículo 2 de la Ley 22/2014, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (BOE, 2014), se entienden por entidades de capital-riesgo (ECR): “*aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores*”. Su objeto principal según el artículo 9.1 de esa misma ley, consiste en la toma de participaciones temporales en empresas no inmobiliarias ni financieras que no coticen en un mercado de valores o equivalente dentro de la UE o la OCDE. Dicha actividad comprende, según el preámbulo de la citada ley, tanto lo que tradicionalmente se ha denominado *venture capital*: “*destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas*”, como el *private equity*: “*inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad*” que implica lógicamente operaciones de mayor calibre, siendo habitual que deban ser financiadas a través de deuda.

Por su parte, según ASCRI, (entidad sin ánimo de lucro y que representa a la industria del capital riesgo), el capital riesgo: “*consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto mayoritaria como minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento*”. Esta actividad, no cesa tan solo con la financiación, sino que, con el objetivo en mente de crear valor, estos fondos de capital riesgo además colaboran con las entidades participadas. Para ello tratan de proporcionar un enfoque diferente del negocio, que aporta credibilidad, profesionalización y especialización del equipo gestor y facilitan herramientas y esquemas de retribución que permitan converger el interés de los directivos con el de los accionistas. Tras todo esto, y al conseguir el objetivo de aumento de valor que se esperaba con la inversión, estos fondos proceden a desinvertir, normalmente, teniendo ya la compañía de la que salen un grado de madurez suficiente y un plan de negocio adecuado.

Si bien existen una gran cantidad de similitudes entre las dos formas de inversión, también existen diferencias. Fundamentalmente, el *private equity* implica invertir en empresas en crecimiento o ya consolidadas, mientras que el *venture capital*, supone

inversiones a empresas, a menudo a la vanguardia tecnológica o de innovación, en sus estadios iniciales, cuando apenas han empezado a desarrollarse, con el riesgo que esto supone debido a la incertidumbre del proyecto.

Para ilustrar el funcionamiento de un fondo de capital riesgo, Dávila y Fernández (2013) concluyen que se puede dividir el ciclo de negocio del capital riesgo en cuatro pilares esenciales.

- Fundraising: sería el primero de los pasos, que supondría la creación del vehículo de captación de fondos y creación de compromiso.
- Inversión: tras la captación del capital, da comienzo la tarea de estudio del mercado encaminada a detectar oportunidades de inversión, valorar proyectos, decidir y negociar operaciones.
- Gestión: realizada la inversión, el siguiente paso constaría en el diseño de planes de dirección de la compañía en la que se ha invertido, tanto a corto, como a largo plazo, tales como mejoras de gobierno corporativo y operativas entre otras.
- Desinversión: llegado ese punto, llega el momento de desinvertir. El modelo de desinversión está muy influido por la situación macroeconómica, los mercados, el sector en concreto y demás factores. Los tipos de salida tradicionales son, recompra de las acciones por parte de los anteriores accionistas, venta a otro fondo de capital riesgo, oferta pública de venta y venta a un comprador estratégico, es decir, otra empresa del sector (y marginalmente, la asunción total de la pérdida).

Una vez analizados los datos existentes, se puede concluir que los principales motivos por los que se permite entrar a un fondo de capital riesgo en el capital de una empresa mediante una operación de este tipo son: reestructuración, jubilación, problemas hereditarios, falta de beneficios, bajas perspectivas de crecimiento y ausencia de flujos de caja positivos.

2.3.Métodos habituales de medición de los rendimientos

Al ser un tipo de inversión que precisa de experimentados equipos y medios sofisticados de valoración de las compañías es evidente que este tipo de fondos cobran comisiones

altas en comparación con otras alternativas. Las altas comisiones son sostenibles siempre y cuando la rentabilidad también sea mayor que la que ofrezcan otros productos de inversión que impliquen menores gastos por esta vía.

Existe disparidad de criterios para medir la rentabilidad de una inversión de capital riesgo, pero para que las distintas medidas sean comparables, todos los parámetros relevantes deben tratarse de manera idéntica. Por esta razón y con la finalidad de facilitar un consenso para realizar el cálculo de los rendimientos, la EVCA⁴ (2006) ha desarrollado los principios para su estandarización, llegando a recomendar los siguientes métodos para medir los retornos del capital riesgo:

- TIR retorno bruto de todas las inversiones:

Se tienen en cuenta todas las salidas de efectivo (inversiones) y entradas (desinversiones: ventas, intereses y dividendos, reembolsos del principal de préstamos, etc.) que tienen lugar entre el fondo en relación con todas sus inversiones. También se tienen en cuenta las plusvalías latentes de la cartera (inversiones que se han revalorizado, pero de las que no se ha repartido esta rentabilidad).

No incluye por otra parte, intereses o cargos (como las remuneraciones al fondo) de ningún tipo.

- Retorno Bruto de las inversiones materializadas y latentes:

Para las inversiones ya materializadas, en este retorno se tiene en cuenta tanto las salidas como las entradas de los flujos de caja. Para las inversiones parcialmente materializadas las salidas de efectivo se repartirán entre las inversiones realizadas y latentes en base a un prorrateo en función de las fechas de cada salida de efectivo. Ni los deterioros de valor (*write-down*) ni las asunciones de pérdidas parciales o totales (*write-off*) deben incluirse en este nivel.

Para las inversiones latentes, el rendimiento toma en cuenta todas las salidas de efectivo (inversiones) y las entradas (intereses y dividendos) en la medida en que se refieren a la cartera latente. Las minusvalías y las pérdidas asumidas sí deben incluirse en este nivel.

⁴ Actualmente y desde el 1 de octubre de 2015 esta asociación se denomina *Invest Europe*. Se trata de la asociación que representa a fondos e inversores de capital riesgo a nivel europeo.

- El retorno neto al inversor:

Para medir el rendimiento neto de los inversores tiene en cuenta los flujos de efectivo que tienen lugar desde el fondo y hacia los inversores, netos de los honorarios de gestión pagados al gestor del fondo, de los intereses de la deuda y todos los demás cargos profesionales y auxiliares aplicables que paga el fondo por el desarrollo de las actividades de inversión, administración y desinversión de la cartera (honorarios de los servicios jurídicos y de consultoría entre otros). También se debe contabilizar el valor de la cartera latente (que consiste en inversiones totalmente o parcialmente latentes y que también incluyen efectivo y otros activos), después de deducir los intereses y comisiones ya devengado.

Cuando la cartera se materializa / distribuye completamente, el rendimiento neto efectivo es el flujo de efectivo que regresa a los inversores.

Definiéndose estas tres metodologías de cálculos de retornos se ha intentado unificar los distintos criterios, al menos, a nivel europeo.

Pero además la EVCA (2004) quiso dejar claro la definición y el cálculo de la TIR, así como de otro concepto interesante en el sector del capital riesgo, el *Public Market Equivalent (PME)*, de tal forma que los expuso de la siguiente manera:

- La tasa interna de retorno (TIR) es una tasa descuento que iguala el valor actual de todos los flujos de caja a 0, de tal forma que⁵:

$$\sum_{t=0}^T CF_{t1} (1 - TIR)^{-t} = 0$$

Siendo aquí t la vida del fondo.

No obstante, hay que tener en cuenta que esta forma de medición parte de una hipótesis poco realista, ya que implica que los flujos de caja generados por el fondo podrán ser invertidos a una tasa igual a la TIR. Por ello hay que dudar de la TIR en general como medida de rendimiento. Sin embargo, bajo algunas suposiciones podría decirse que la TIR podría considerarse como una medida de desempeño absoluto.

⁵ Siendo aquí t la vida del fondo.

- Por su parte, el *Public Market Equivalent (PME)* es una medida especial de la industria del capital riesgo cuyo significado es: la ratio de una unidad monetarias netas que retorna en una inversión en capital riesgo entre lo que una inversión de la misma cuantía en mercados públicos, como índices cotizados, retornaría. Se calcula de la siguiente forma⁶:

$$PME = \frac{\sum_{t=1}^T cf_t \prod_{i=t+1}^T (1 + r_i)}{\prod_{t=1}^T (1 + r_t)}$$

Hay otra medida muy extendida para medir el rendimiento de una inversión en el sector del capital riesgo. Se trata del múltiplo del capital invertido o *MOIC*, también llamado múltiplo *cash-on-cash*. Su cálculo mide la cantidad de veces que en el resultado final de una inversión está contenida la inversión inicial. La fórmula para calcularlo no depende del tiempo, lo que está en absoluto contraste con la TIR, en la que el factor tiempo es muy importante. Su cálculo es el siguiente:

$$MOIC = \frac{\text{Retornos totales}}{\text{Capital invertido}}$$

2.4. Rendimientos históricos y riesgos

La rentabilidad de los fondos de capital riesgo, a pesar de ser una industria bastante estudiada, al menos en Estados Unidos, es un asunto sobre el que existe controversia. Esta cuestión ha dado lugar a cantidad de estudios e investigaciones que, aunque guardaban cierta semejanza, han llegado a conclusiones con elementos esenciales dispares. Normalmente se ha estudiado la actuación de estos fondos desde los años 80 hasta la actualidad, esto es así por el hecho de que es una industria que empezó a desarrollarse seriamente en los 80, para alcanzar un volumen considerable en los 90,

⁶ Donde r_t es el retorno del mercado (índice de referencia) r_i es el retorno del fondo de capital riesgo y cf_t es el flujo de caja positivo normalizado (distribución) del fondo en el periodo t . En este contexto, los flujos de caja positivos se normalizan dividiendo cada uno de ellos entre el valor presente de todas las inversiones, es decir, el valor presente de todos los flujos negativos. De esta forma, los flujos de caja se normalizan a una inversión inicial con un valor presente de € 1.

debido a una cierta tendencia del mercado en tal momento gracias a los buenos resultados cosechados la década anterior. La culpa de estas discrepancias de resultados y esta incertidumbre sobre la rentabilidad global del sector se debe principalmente a la dificultad para hallar fuentes adecuadas de información, por ser este sector muy opaco.

Según Loos (2005) La TIR bruta media ponderada en el periodo 1983-2003 de los LBO para las transacciones realizadas en naciones europeas es, en general, mayor que cuando se realizan en EE.UU. La media de TIR en las *buy-outs* europeas es del 53%, aunque existen grandes diferencias entre el rendimiento de los estados: 67% Suiza, 58% Benelux, 53% España, 24% Reino Unido, 23% Francia y 8% Italia; frente a los EE.UU. 46% y Canadá 40%. Además, se rechazó la hipótesis de que el rendimiento bruto de las transacciones no es significativamente mejor o peor para un fondo o grupo de fondos concreto, idea a la que se llegaría basándose en la teoría del mercado eficiente de Fama (1970).

Como se puede observar, se trata de tasas internas de retorno brutas muy superiores a lo que podría considerarse normal. No obstante, según Phalippou (2007), no ocurre lo mismo con las rentabilidades netas, pues solo merece la pena invertir en el primer cuartil de los fondos de capital riesgo puesto que, dadas sus altas comisiones, estos fagocitan la rentabilidad que sacan por encima del mercado. Y es que de acuerdo con Brown (2012) en la industria del capital riesgo existe una mayor volatilidad con respecto a otros tipos de inversiones. De hecho, en EE.UU. la diferencia de rentabilidad entre el primer cuartil de fondos y el último (puestos 25º-75º) es de 11,38 puntos porcentuales en términos de TIR bruta, mientras que en las compañías de gran capitalización de los mercados públicos de EE.UU. la diferencia entre estos cuartiles era solo de 1,26 puntos porcentuales, casi 10 veces menos.

Es verdad que son unas comisiones bastante altas en comparación con otras herramientas de inversión. Hay que tener en cuenta que Kaplan y Schoar (2005) determinan que la mayoría de los fondos utilizaron un esquema de compensación nada desdeñable, consistente de una comisión de administración anual de 1,5% a 2,5% y un interés o participación de las ganancias de 20%. Coinciden con Phalippou (2007) en la existencia de una tradicional heterogeneidad en las rentabilidades de los fondos de capital riesgo, que conlleva que ciertos fondos consigan rentabilidades netas muy por encima del mercado mientras que otros no logren ni siquiera batirlo.

La heterogeneidad de las rentabilidades, como es obvio, sería causada por las distintas habilidades de los gestores de los fondos, pero en gran medida también por la escasa escalabilidad de las inversiones y, sobre todo, del capital humano, es decir, resulta una tarea extremadamente dificultosa para los fondos de capital riesgo encontrar personal que controle las labores propias de los empleados de esta industria. En especial a la hora de crear nuevos fondos es prácticamente imposible encontrar personal de alto nivel, con la experiencia y las capacidades tan desarrolladas como los gestores de los fondos ya existentes (Kaplan y Schoar 2005).

Existe un punto más a tener en cuenta ya que según demuestran diversos estudios como el de Kaplan y Schoar (2005) y el de Higson y Stucke (2012), esta es una industria marcadamente cíclica, al menos durante las 3 últimas décadas (1980-2008), siendo notablemente más altos en la primera mitad de cada década, para bajar después acusadamente durante la segunda mitad de la década. Estos ciclos desembocan en grandes financiaciones a fondos mediocres cuyo fruto son retornos pobres. Estos ciclos son un indicio de que, aunque en un momento dado muchos fondos pueden batir al índice de referencia, fondos que obtienen una mayor rentabilidad consistentemente lo logran gracias a un gobierno corporativo que proporciona mayor valor añadido y no por factores intrínsecos de la industria.

Según Ljungqvist y Richardson (2003) el diferencial de la TIR neta de los fondos de *private equity* frente al S&P 500 era de alrededor de 2,1 puntos porcentuales para los fondos nacionales de EE.UU. y de 2,7 si se enriquecía la muestra con diversos fondos internacionales.

Estos resultados son consistentes con los de Harris, Jenkinson y Kaplan (2014), los cuales se encontraron con que los fondos de capital riesgo tenían mejores resultados que en estudios anteriores y que habían batido al índice S&P 500 en un 3% neto anual. Para ser exactos el exceso de rentabilidad de los fondos sobre el S&P 500 es, en media ponderada del capital, del 3,7%, y el de su mediana, del 3%. El uso del S&P es habitual, puesto que es la más ampliamente usada aproximación a la rentabilidad de los mercados de EEUU. Pero los fondos de capital riesgo también tienen un mejor comportamiento que otros índices menos usados como el Nasdaq, el Russell 3000, y el Russell 2000 (*small cap*). Las inversiones en capital riesgo son ilíquidas, por ello es lógico este resultado como prima que exigen los inversores en estos fondos, ya que invertir en activos de este tipo supone necesariamente una mayor iliquidez. Asimismo, la iliquidez

supone el subsiguiente coste asociado a una inversión comprometida que se mantiene en el tiempo, así como la mayor incertidumbre en los flujos de caja que supone con respecto a invertir en índices y valores cotizados. Es cuestionable el hecho de que sea más adecuado usar la mediana como medida de rentabilidad, ya que no existe ningún obstáculo para que los inversores de capital riesgo puedan mantener una cartera bien diversificada compuesta por una amplia variedad de activos diferentes (participaciones en los fondos), de tal forma que la media sería la forma más precisa de medir el rendimiento.

Harris, Jenkinson y Kaplan (2014) también demostraron que los fondos de *venture capital* han batido de manera sustancial al mercado público hasta los noventa, desde entonces sus retornos han sido tan bajos que la rentabilidad acumulada neta de comisiones es un 5% inferior al S&P 500. Por otro lado, con respecto al *PME*, este es de 1,27 para los fondos de *buy-outs*, notándose marcadamente los ciclos a final de cada década, y de 1,45 para los fondos de *venture capital*, con ciclos menos acusados, pero siendo el *PME* menor que 1 desde el año 1999 con excepción del 2005 (lo que significa que estos últimos años invirtiendo la misma cantidad inicial tanto en el fondo de *venture capital* como en el índice cotizado, los retornos de aquel serían inferiores a los de este).

Este exceso de rentabilidad frente al mercado también es consistente con los resultados de Higson y Stucke (2012) que sostienen que los fondos *buy-out* liquidados entre el 1980 y 2008 (exceptuando los más jóvenes fundados durante 2006 a 2008), en términos de TIR bruta anual, excedían en 8,4 puntos su propia rentabilidad neta y en 12,2 puntos porcentuales a los del S&P 500. Esto supone un exceso de rentabilidad neta frente al índice de unos 3,8 puntos porcentuales. No obstante, solo el 60% de los fondos tenían un diferencial positivo sobre la TIR del S&P, y la media de los retornos era mucho mayor que la mediana. Esto significa que había unos pocos fondos con unos retornos mucho mayores que arrastran hacia arriba la rentabilidad media del sector. En otras palabras, unos pocos fondos acumulan la mayor parte de los excesos de rentabilidad, que estarían repartidos de una forma, al menos, moderadamente desigual.

Estos resultados también son avalados por un informe de la consultora Bain (2016) que afirma que a nivel global los fondos de *private equity* tienen un mejor rendimiento neto de comisiones que los mercados públicos de todas las áreas geográficas estudiadas (EE.UU., Europa, Asia y el Pacífico) para casi cualquier horizonte temporal. Asevera también que, en la línea de lo ocurrido en los últimos tiempos, durante el periodo de

2013 a 2016 las operaciones de *private equity* han superado de nuevo rentabilidad del índice de referencia más extendido el S&P 500. Y concluye que, a la luz de los datos más recientes, los retornos a 10 años de *private equity* superaron al S & P 500 en un 3,7% anual neto de comisiones.

Estos resultados son algo diferentes a los que exhibían Kaplan y Schoar (2005) hace unos años, cuando se encontraron con que los retornos netos de los fondos de capital riesgo eran semejantes en media a los rendimientos del índice S&P 500, no obstante, existía gran heterogeneidad entre los distintos fondos, teniendo mejores rendimientos los más grandes y experimentados, los cuales también se ven menos influidos por los ciclos de la industria.

Esta heterogeneidad estaría formada, según Dávila y Fernández (2013) por un componente exógeno, pues el rendimiento del capital riesgo está relacionado en cierta medida con los mercados, y por otro componente endógeno, influida por la dificultad de los gestores de replicar los resultados de un fondo a otro, por la imposibilidad de escalar las inversiones, y por la rápida evolución del sector capital riesgo que ha conllevado el aumento de la competencia dentro del mismo.

Por su parte, Ang et al. (2013) determinaron que el capital riesgo en EE.UU. es más volátil que el S&P y, aunque existe valores muy diversos dentro de la industria, tiende a aportar una rentabilidad neta de comisiones muy similar a este índice. También se llegó a la conclusión de que esta industria tiene una Beta (del modelo *CAPM*) considerablemente superior a 1, por lo tanto, sus retornos esperados son mucho más sensibles que los del mercado, es decir, pueden proporcionar rendimientos sustancialmente elevados, pero muchos de estos fondos son ciertamente inestables y, por consiguiente, también pueden experimentar fuertes bajadas de valor.

Por otro lado, es preciso remarcar que, también en Europa, según la EVCA (2004), el tamaño, al igual que en Estados Unidos, sí importa, y considera demostrado que la TIR de los fondos de mayor tamaño ha sido históricamente más alta. Asimismo, se ha demostrado la existencia de una histórica relación negativa entre el *PME* y el tiempo que se tarda en efectuar la distribución de los retornos de la inversión a los inversores en el fondo.

En la búsqueda de esta razón por la que algunos fondos obtienen mayores rentabilidades, Strömberg (2009) concluyó que los fondos de capital riesgo que

invierten durante recesiones económicas tienen un rendimiento significativamente mejor que los fondos de capital riesgo que invierten en auge. Por otra parte, también demostró que no existen evidencias de que el apalancamiento de los fondos de capital riesgo conlleve un mayor riesgo sistémico al sistema financiero o este aparejado a mayores recesiones. De hecho, incluso cuando una compra apalancada (LBO) termina con problemas financieros, un factor que ayuda a contrarrestar el efecto de los mismos en la economía es que, en el momento en el que aparecen estos problemas, la empresa ha aumentado de valor con respecto al momento en que se realizó la transacción.

Según los resultados de Demarías y Tarradellas (2016) la mayor rentabilidad de los fondos de capital riesgo es un hecho y viene explicada por la prima de iliquidez, una recompensa adicional a los inversores por la inmovilización de activos a largo plazo.

Por último, cabe recalcar también que estos dos últimos autores son críticos con la forma de evaluar los resultados, pues medir los resultados de un fondo que invierte en un tipo determinado de empresas (el fondo de capital riesgo) en comparación a un índice que aglutina a las mayores empresas de un país (S&P 500, IBEX, etc.) es poco adecuado. Recomiendan a los inversores, por la disparidad en los resultados de los distintos fondos, ser especialmente cuidadosos al seccionar un fondo, y basarse en la experiencia logros de sus equipos gestores. Esto debe dar lugar a que quepa la duda de si el S&P 500 es un índice adecuado frente al cual medirse, debido a las diferencias claras entre una inversión en capital riesgo y otra en una cartera diversificada de acciones del S&P 500, como es la falta de liquidez de las participaciones en fondos de este tipo y la ausencia total de un mercado público de las mismas, además de rendimientos difícilmente medibles hasta que el fondo es liquidado por completo. Divergen también ambos tipos de inversión en tamaño y apalancamiento. Un argumento más para acentuar la incertidumbre acerca de esta referencia lo brinda el estudio de Gompers et al. (2016), pues ante la pregunta que realiza a los gestores sobre cuál pensaban que era su índice de referencia, estos lo tienen mayoritariamente claro. Entendían que los inversores de los fondos de capital riesgo estadounidense buscaban rendimientos absolutos, pues consideraban que sus inversores tenían necesidades en términos absolutos.

2.5. Características de los gestores y plantilla de los fondos

En el ya citado estudio de Gompers et al. (2016) se demostró que el perfil del socio fundador, atendiendo a su carrera profesional previamente desarrollada, influye de manera relativamente relevante en la estrategia seguida a la hora de gestionar un fondo de capital riesgo. De hecho, los resultados obtenidos sobre la gestión del fondo eran dispares en función de cuál hubiese sido la dedicación previa del gestor, siendo notables las diferencias entre los provenientes directamente del mundo del capital riesgo, los que anteriormente habían desempeñado cargos de carácter puramente financiero (banca de inversión, banca comercial o dirección financiera) y los que pertenecían a la rama operacional o de negocio (consultoría, dirección general o actividades comerciales). Entre las peculiaridades cabe destacar las siguientes:

- Si habían pertenecido al mundo financiero, eran algo más tendentes a la ingeniería financiera y a invertir en la dirección de las empresas en las que participaban.
- Si antes habían pertenecido a otro fondo de capital riesgo, preferían mejorar las operaciones de las compañías en las que invertían (a través de reducir costes, cambiar el equipo directivo, optimizar procesos productivos, etc.).
- Por último, aquellos procedentes de lo operacional, optaban por una estrategia intermedia entre las dos anteriores.

Los resultados entran dentro de lo esperado, pues cada gestor tiene experiencia en un ámbito concreto en el que se siente más cómodo y, tiende ligeramente a tomar sus decisiones en base a lo que le ha reportado éxito profesional en años previos.

2.6. Características de los gestores de la empresa participada

Leyendo la prensa de negocios, queda claro que algunos gerentes tienen una reputación de, por ejemplo, ser financieramente conservadores o favorecer el crecimiento impulsado por adquisiciones. Según lo que pudieron demostrar Bertrand y Schoar (2003), en media, los gerentes que tienen un título de *MBA* siguen estrategias financieramente más agresivas que los que carecen del mismo. Otra de las

características que hacían a los gestores ser más arriesgados desde el punto de vista financiero era la juventud, pues cuanto mayor era la edad, más conservadores eran en este punto.

En términos generales existen dos grandes tipos de gerentes, los que parecen ser más agresivos desde el punto de vista financiero, buscando mayor de apalancamiento financiero, tratando de minimizar la cantidad de capital y la caja operativa, así como practicar políticas de adquisición más activas. Y los gerentes parecen preferir un crecimiento de las compañías inorgánico, más externo. Los gerentes que participan en adquisiciones y diversificaciones más externas también muestran niveles más bajos de *CAPEX* e *I+D+I*. Concluyen que los directores de las empresas participadas por un fondo de capital riesgo de las generaciones más jóvenes y los graduados de *MBA* participan en menos *I+D+I*. Estos últimos, además, pagan menos dividendos en promedio. Sin embargo, existe una fuerte relación positiva entre los efectos de la generación y la política de dividendos, siendo los de más edad tienden a retener mayores niveles de beneficios.

Además, se pudo concluir que gestores provenientes del ámbito financiero generan mucho más impacto en las variables de la estructura de capital, mientras que los que vienen de negocio se caracterizan por llevar a cabo una política de adquisiciones más potente.

Existen, a juicio de estos autores, dos interpretaciones para la existencia de distintos estilos de dirección según la personalidad del director. El primero supone que los gerentes gozan de amplia autonomía en la toma de decisiones, debido seguramente a fallas en el área de gobierno corporativo. La segunda interpretación implicaría que existe una cierta coincidencia entre los rasgos específicos de un gestor y las necesidades de su empresa. La junta directiva contrataría a gestor idóneo en función de su estilo de dirección, lo cual supone que, no siendo las únicas piezas clave a la hora de determinar un estilo de gestión de una compañía, son una herramienta muy importante a la hora de implementarlo.

Acharya et al. (2013) concluyen, además, que los gestores que previamente habían realizado una carrera dentro del mundo operacional (como consultores, o gerentes de negocios) eran capaces de conseguir un mayor rendimiento operativo que los que provenían del mundo financiero (como banqueros y contables). Estos últimos no lograban un componente operacional tan bueno, pero, por el contrario, lograban mejor

rentabilidad en el componente financiero de las operaciones, gracias a las reestructuraciones y la ingeniería financiera.

Un estudio de Kaplan, Klebanov y Sorensen (2012), investiga las características que debe tener el director general de una empresa que se ve envuelta en una operación de capital riesgo y las relaciona con el rendimiento de dicha compañía. Sus conclusiones destacan como las habilidades esenciales y más importantes del gestor de la compañía intervenida la autoconfianza y el optimismo en la dirección. Esto es consistente con diversos estudios que ya aseguraban que estas habilidades en un director general se traducen en una mayor rentabilidad, como es el caso del llevado a cabo por Malmendier y Tate (2005) o los más recientes de Graham, Harvey y Puri (2009) y Gervais, Heaton y Odean (2009).

Por otra parte, Kaplan et al. (2012) también determinó que los mejores directores generales son aquellos firmes en sus convicciones, por encima de los que saben escuchar, dado que la rentabilidad de la inversión correlaciona más con la determinación y firmeza del gestor que con las habilidades de ejecución de las operaciones de la compañía, y ambas variables son más mucho más importantes que las habilidades interpersonales o de trabajo en equipo lo que es consistente con Bolton, Brunnermeier y Veldkamp (2009) y con Gervais, et al. (2009). Por último, también concluye, al igual que había hecho previamente Murphy y Zabojnik (2004), aunque sin un resultado totalmente claro a nivel estadístico, que los directores generales que ya se encontraban previamente a la operación de capital riesgo no son más exitosos que los que son fichados de fuera, lo cual es contradictorio con Khurana (2002) que recomienda centrarse en los directivos ya iniciados en la actividad y evitar el gasto de dinero, tiempo, formación y esfuerzo que supone fichar directores generales de fuera.

2.7.Lo que ocurre realmente en la empresa adquirida

El estudio de Acharya et al. (2013) demuestra que el rendimiento positivo de los fondos de capital riesgo, no solo se debe al apalancamiento financiero o la mera suerte, sino que tiene una relevancia especial saber escoger el momento oportuno del mercado para invertir en sectores con buen rendimiento y realizar reestructuraciones operacionales en la compañía. Al aislar el rendimiento generado por el apalancamiento del rendimiento

no-apalancado u operacional, y contraponiéndolo al de empresas cotizadas comparables, se llega a la conclusión de que los mejores rendimientos no provienen del apalancamiento de las operaciones. El componente operativo, a pesar de sufrir variaciones muy acusadas entre las distintas transacciones, es en media positivo y estadísticamente significativo, suponiendo una porción importante de la rentabilidad incluso en aquellas etapas donde el sector del capital riesgo ofrece unos retornos menores que los índices cotizados que se suelen usar de referencia a batir. Este rendimiento, es mayor en las empresas más grandes y maduras.

Guo, Hotchkiss y Song (2011) llegan a la conclusión de que las ganancias por el rendimiento operativo de las empresas que forman parte de la cartera de inversión de un fondo de capital riesgo son comparables o superiores a las observadas para las demás empresas de la industria con características similares a la comprada. El *ROI* es significativamente positivo para la muestra en general. Por otro lado, se analiza que, mientras en los años 80 el apalancamiento era muy alto, después de dicha época ha bajado, no obstante, los retornos son mayores cuando el acuerdo se financia con una mayor proporción de deuda bancaria. Este alto apalancamiento ofrecería beneficios en parte por su tradicional función de escudo fiscal, pero también porque unos niveles altos de deuda pueden suponer una presión adicional que ejerza de presión disciplinaria frente a los directivos, contribuyendo a su vez en la reducción de costes de agencia.

Kaplan (1989) constata una mejora en los resultados operativos de las adquisiciones del tipo (*buy-outs*) de empresas cotizadas ejecutadas entre 1980 y 1986. En los tres años posteriores a la compra, estas empresas experimentaron aumentos de los ingresos operativos y de los flujos de cajas netos, así como disminuciones en los gastos. Estos cambios eran seguidos por incrementos de valor de mercado de alrededor del 77% contando desde dos meses antes del anuncio de la compra hasta la venta realizada por el fondo. La evidencia sugiere que los cambios operativos que llevaron a mayores beneficios, eficiencia, rentabilidad y revaloración se deben a mejores incentivos en lugar de despidos.

Este último estudio también concluye que solo el 15% de los directores generales y el 25% de los presidentes dejaron la firma. Los equipos directivos poseían antes de la adquisición algo menos del 5,9% de las acciones de las compañías que dirigían, mientras que después, y gracias a los incentivos, esta cifra se llegaba a elevar hasta algo más del 22,5%.

Con respecto a los empleados que siguen en las compañías tras una adquisición por un fondo de capital riesgo, las perspectivas según Boucly, Sraer y Thesmar (2009), sin ser nefastas, no son las más deseables. Para las compras apalancadas, la evidencia es que en EE. UU. y R.U. el empleo y los salarios crecen en las empresas que experimentan adquisiciones de este tipo, pero lo hace a un ritmo algo más lento que en otras empresas similares, con lo que también coincide Kaplan (1989). La excepción es Francia, donde las empresas que se benefician de adquisiciones apalancadas experimentan un crecimiento del empleo y un crecimiento salarial significativamente más elevados que otras empresas similares. A conclusiones similares llegaron Davis et al. (2011), pues según su estudio el empleo tras una *buy-out* se incrementa, pero no con la misma intensidad que en otras empresas de la industria siendo estos resultados son moderadamente variables entre los distintos sectores de la economía, e incluso en las *greenfield investment* (en las cuales una compañía empieza sus operaciones desde cero en un mercado nuevo y distinto) la tasa de creación de empleo por empresas pertenecientes a un fondo de capital riesgo es mayor que el resto.

Además, conforme el estudio de Popov y Roosenboom (2009) tanto en Europa como en Estados Unidos, las inversiones de capital riesgo se traducen un posterior aumento del registro de patentes por parte de la empresa en la cual se ha invertido, es por ello que deben ser consideradas un estímulo a la innovación.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1. Cuestiones generales

Muchos son los estudios que, en Estados Unidos, han buscado relatar las consecuencias de las adquisiciones realizadas por los fondos de capital riesgo, y en especial, estas investigaciones se han centrado en los efectos a nivel operativo. Mediante estos estudios se ha podido demostrar que las adquisiciones que realizan estos fondos tienen consistentemente mejoras en el desempeño operativo del target o a nivel de productividad (Kaplan y Strömberg, 2009). No obstante, sigue siendo un tema ampliamente desconocido como realizan las decisiones de inversión. Pocos estudios afrontan esta cuestión, de vital importancia para conocer la dinámica de trabajo de los mismos y su verdadero funcionamiento que es, en gran parte, desconocido, y ha sido históricamente obviado cuando se ha estudiado la industria. Existen un número considerable de estudios que las mejoras en el desempeño de las empresas adquiridas, otros estudios se han centrado principalmente en demostrar su rentabilidad y su capacidad y consistencia para batir a los mercados públicos de acciones. Sin embargo, existen unas pocas investigaciones interesantes que tratan de dar algo de luz a este asunto.

La investigación del presente trabajo trata de arrojar luz sobre dicha cuestión en el mercado español, pero como se ha expuesto en la sección 1.3 de metodología, esta tarea se llevará a cabo sin desagregar los datos más de lo absolutamente necesario por motivos de confidencialidad.

Durante el análisis del mercado español se comparará con el de EE.UU. por lo que se hará continuamente mención al estudio de Gompers et. al (2016) que se circunscribía a ese ámbito geográfico. Hay que tener en cuenta que mientras los detalles de la muestra del presente estudio se definían en el apartado 1.3 de metodología, los del estadounidense son algo distintos. En ese sentido, en nuestro país la mayoría de las firmas son generalistas, al igual que el 75% de nuestra muestra, mientras que, en Estados Unidos, las firmas de capital riesgo se consideran generalistas en tan solo un 37%, especializándose por industria en un 50% de los casos.

Lo primero que ha quedado claro de las entrevistas que se han llevado a cabo es que todos los empleados que trabajan en las entidades de *private equity* se dedican, en términos generales, prácticamente sin distinción a todas las actividades que pueden desarrollarse en el seno de la misma. De este modo, no había personal especializado en buscar posibles transacciones distinto del que configuraba el acuerdo de inversión y, solo excepcionalmente, se podía distinguir a los que realizaban dichas funciones de los que se dedicaban a captar fondos o tenían funciones dentro de las sociedades participadas. Es un hecho entonces que existía muy poca especialización entre la plantilla. En EE.UU. algo más de la mitad de la plantilla se dedicaban a las transacciones y un 30% adicional, a labores relacionadas (Gompers et al., 2016).

La segunda afirmación que las entrevistas permiten mantener es que, en los últimos 5 años, se está favoreciendo ligeramente al sector de la atención sanitaria, cerrándose más acuerdos en relación con el mismo, que con otros.

3.2.Determinación de la rentabilidad, sus objetivos, métodos de medición.

Con respecto a la forma de medir la rentabilidad que consideran más importante para sus inversores, y por tanto la que más influía al capital riesgo en sus inversiones, el fondo centrado en inmuebles, consideraba que esta medida era únicamente la TIR neta, otros que *MOIC*, y la mayoría eligieron ambas. Aquí existen notables diferencias con respecto a EE.UU. donde la inmensa mayoría de los inversores, superior al 90%, valoraban las inversiones mediante la tasa interna de retorno y el múltiplo del capital invertido, y en torno a 70% incluían otros tipos de múltiplos, además alrededor de un 20% incluían el valor actual neto ajustado de la inversión o descuentos de flujos de caja basados en el *CAPM*. Al parecer, valorar más allá del *MOIC* o la TIR no es frecuente, e incluso usarlas conjuntamente como se hace prácticamente siempre en EE.UU. (Gompers et al. 2016), es común en España, pero no está generalizado.

Ninguno de los entrevistados eligió una TIR comparada al rendimiento de fondos pretéritos o al rendimiento actual de ningún índice bursátil, lo que es coherente con Gompers et al. (2016) que afirman que en general los gestores consideraban que su

obligación era obtener retornos absolutos. Por ello, no se fijaban un índice público de referencia y desatendían el alfa de la gestión (que mide el exceso de rentabilidad frente al mercado). La atípica relevancia otorgada al retorno absoluto llama poderosamente la atención, especialmente, dada la importancia que tiene en las actuales corrientes financieras el alfa de la gestión.

La explicación más apropiada a dicho fenómeno es que los gestores están convencidos de que sus inversores buscan la rentabilidad absoluta porque tienen obligaciones en términos absolutos, ya que los mayores inversores en estos fondos son los fondos de pensiones (Gompers et al. 2016). Esto sin embargo no puede estar tan claro en los fondos españoles, pues como se verá en el apartado estructura de capital, teniendo estos su importancia, no son tan representativos como se examinará en el apartado 3.4.1 de fondos propios.

Respecto a la rentabilidad que anuncian los fondos españoles a sus inversores en términos de TIR, los gestores se decantan por un 25% TIR, aunque depende de cada fondo si con dicho dato se referían a TIR bruta o neta de comisiones y gastos, y la *MOIC* rondaba 2,5-3; el fondo de deuda, ofrecía tasas más modestas, de un 12% de TIR neta y *MOIC* 1,5; el inmobiliario, en concordancia con el párrafo anterior, no comercializaba *MOIC*, pues no le daba importancia como medida de medición de la rentabilidad, y la TIR neta era del 14%. Existen diferencias llamativas entre alguno de los primeros fondos, por ejemplo, en uno se comercializa una TIR más alta (dado que eran iguales, pero esta era neta y la segunda bruta) y el otro una *MOIC* mayor; esta diferencia ha de deberse sin duda a que los dos fondos tienen unos los periodos de inversión distintos, de tal manera que el que tiene la TIR menor mantiene su inversión más tiempo para alcanzar un *MOIC* mayor que el otro, por ser este último múltiplo independiente del tiempo.

Es lógico que tanto el fondo de deuda, por no ser capital, y el fondo inmobiliario, por tener bajo su cartera bienes raíces tangibles, no puedan exigir tanta rentabilidad a sus inversiones, y en concordancia, no puedan ofrecer una TIR tan alta a sus inversores.

Esta rentabilidad se mantenía estable en los fondos con respecto a la que ofrecían hace 5 años, si bien es cierto que alguno no existía hace tanto tiempo; y con respecto al de deuda, hace años era mayor, pero bajó debido a la mayor competencia en el mercado crediticio y el aumento de liquidez.

De acuerdo a Gompers et al. (2016) los fondos estadounidenses comercializaban una TIR bruta del 20-25% para los inversores (cerca de un 50% de los fondos comercializaban esa rentabilidad), las más bajas comercializadas era de entre el 15-20% (15,6%), y solo la del 10,9% de los fondos era superior al 30. Como se puede apreciar los fondos españoles ofrecían rentabilidades por debajo de las más bajas estadounidenses, pero una buena parte de ellos se situaban en el 25%, por encima de la media estadounidense.

Toda la muestra del presente estudio tenía generalmente como objetivo, cuando analizaban la posibilidad de realizar una transacción, una TIR bruta coherente con la que anunciaban a sus clientes. El fondo de deuda exigía un 13% de TIR bruta y *warrants* sobre el prestatario para beneficiarse si su negocio prosperaba y cumplir sus objetivos de TIR bruta. Alguno tenía cierto margen de unos dos puntos porcentuales hacia arriba o hacia abajo en la rentabilidad que exigía a una inversión, frente a la rentabilidad que ofrecía a sus clientes con el objetivo de poder maniobrar y valorar mejor cada inversión. No deja de ser curiosos que uno que anunciaba una TIR neta del 25% exigía a sus inversiones una TIR bruta solo de entre el 25% y el 30%, lo cual hace pensar que o sus honorarios son muy ajustados o quizás los datos que facilitó al respecto no sean totalmente precisos.

En España la TIR objetivo se ajustaba en función del riesgo del proyecto y, en el fondo inmobiliario, también dependiendo del apalancamiento, y cuando que invertían en mercados emergentes quienes lo hacían, crecía por este hecho. Los que utilizaban *MOIC* también lo variaban con respecto al riesgo.

Todos ellos coincidían en exigir una rentabilidad mínima a cualquier inversión (tasa crítica de rentabilidad) del 8%, y en considerar el reparto de dividendos apalancados muy poco importante para la rentabilidad de los fondos, aunque hay quien les dio algo de importancia, también quien no le dio ninguna.

Finalmente, a la hora de evaluar el rendimiento de las operaciones realizadas, el fondo de deuda respondió que no procedía dicha evaluación, lógicamente, pues solo cedía efectivo a cambio de una rentabilidad ya predeterminada. Solo el inmobiliario utilizaba el valor actual neto y el flujo de caja libre para los accionistas, y todos coincidieron en la importancia de la TIR, así como la mitad de ellos del *MOIC*. Una parte pequeña de ellos dijo utilizar siempre todos los métodos para evaluar las operaciones (salvo valor actual neto).

Todo ello implica que, a pesar de la tradicional importancia académica de la valoración por descuento de flujos caja con el objetivo de hallar el valor actual neto, tanto en España como en EE.UU., muy pocos gestores de capital riesgo le dan importancia. Estos prefieren centrarse en tasas internas de retorno y en el *MOIC*, lo que contrasta con lo que se enseña en los principales *MBA* de las más prestigiosas escuelas de negocios de Estados Unidos que es de donde procedían buena parte de los encuestados, donde se le otorga un peso destacado a la valoración a través de flujos de caja descontados (Gompers et al. 2016). Esto va en la misma línea que lo que ocurre con el modelo de *CAPM*, muy usado también en escuelas de negocio, pero ampliamente ignorado por los gestores de capital riesgo. Cabe preguntarse a qué se debe tal metodología de trabajo. Quizás la potencia del resto de herramientas utilizadas por los gestores haga innecesario el complejo método de descuento de flujos de caja y opten por ahorrárselo; o también puede ser debido a que las deficiencias del modelo de descuento de flujos de caja (como, por ejemplo, el excesivo peso del valor residual de las inversiones) se acentúen en la industria del capital riesgo, haciéndolo poco práctico.

3.3.La decisión de inversión.

Con miras a cumplir estos objetivos de rentabilidad, los fondos españoles invertían en entre un 2% y un 5% de todas las oportunidades de negocio que inicialmente les llegaban, subiendo hasta el 15% en el más especializado, lo que puede tener sentido en base a dos realidades. En primer lugar, al estar especializado se puede buscar mejores oportunidades de inversión ya que conoce mejor la industria y los brókeres más afines también pueden sugerirles proyectos más adecuados a sus preferencias. En segundo lugar, debido a una euforia por el momento coyuntural del mercado inmobiliario, que está viviendo momentos de considerables alzas continuadas.

En los generalistas, en este proceso se puede apreciar dos cribas importantes. La primera antes de llegar a ser discutida en el comité de inversión o justo después de serlo, a la que sobrevivían entre un 15% y un 50%. La segunda, era una *due dilligence* limitada para la que normalmente no se contrataban servicios externos (por lo que no consumía muchos recursos) y tras la cual estos porcentajes bajaban a entre un 5% y un 10%. El último paso era una profunda *due dilligence* que daba como resultados los

datos expuestos anteriormente. Por su parte, en el fondo más especializado el proceso era similar, pero con unos porcentajes mucho más altos, esto puede ser debido a dos motivos. En primer lugar, al estar especializado se puede buscar mejores oportunidades de inversión ya que conoce mejor la industria y los brókeres más afines también pueden sugerirles proyectos más adecuados a sus preferencias. En segundo lugar, debido a una euforia por el momento coyuntural del mercado inmobiliario, que está viviendo momentos de considerables alzas continuadas.

Esta última criba, la *due dilligence*, no parece ser considerada por los gestores tan importante como las anteriores a pesar de ser el momento donde más información nueva y completa se recibe. Los gestores a menudo presumían de que esto fuera así, dado que suponía que la *due dilligence* les daba la razón y porque prácticamente todas las empresas que seleccionaban para realizarla pasaban ese filtro. De tal forma que, exponían que solo realizaban una *due dilligence* cuando estaban muy seguros de que la operación era viable y con alto índice de éxito, por suponer la *due dilligence* un consumo de recursos, tiempo y dinero importante para los fondos.

Esto parece recordar a una especie de “instinto financiero”, un exceso de confianza que puede implicar que se afiancen, a la hora de invertir, modas y tendencias que poco tienen que ver con el raciocinio financiero. Como concluyeron Lord, Ross y Lepper (1979), cuando una persona; en este caso, el gestor; tiene una convicción o creencia formada; en este caso, que pueda obtener unos retornos futuros altos en determinada inversión; es muy complicado hacerle cambiar de opinión, ni siquiera con información nueva que le contradiga, en este caso, los posibles resultados de la *due dilligence* que demuestren que, racionalmente, no se trata de una inversión tan extraordinaria como piense.

El órgano que finalmente tomaba la decisión de inversión en todos los fondos era el Comité de Inversión, aunque su mecanismo variaba entre los distintos fondos, una característica común era que ninguno de los fondos tenía miembros externos en él. En unos fondos se tomaban las decisiones por unanimidad, en algún otro, por mayoría y en en la mayoría de los fondos por consenso con poder de veto.

De los acuerdos cerrados, entre el 70% y el 90% eran ofertas en exclusividad, es decir, no había subasta, no obstante, esto no aplica al fondo de deuda que siempre concedía los créditos después de que sus invertidos hubieran recurrido a bancos.

3.4.Estructura de capital.

3.4.1. Fondos propios.

El capital de las entidades de capital riesgo que accedieron a la entrevista procedía de fuentes muy heterogéneas y no tenía una estructura similar entre sí. No obstante, cabe decir que solo en uno de los fondos el 85% del capital provenía conjuntamente de fondos de pensiones y aseguradoras, mientras que en la mayoría este porcentaje bajaba a entre el 30% y el 50%. Específicamente los fondos de pensiones representaban entre el 10% y el 45% y las aseguradoras entre el 15% y el 45%. En otro de los fondos, estos porcentajes eran 0%, dado que todo procedía íntegramente de inversores privados individuales.

Los inversores privados y familiares tenían un peso más o menos importante en todos los fondos, como ya se ha señalado, uno de los fondos era totalmente familiar, el resto estaban participados por este tipo de inversores entre un 2% y un 15%. La inversión media por partícipe de cada inversor en estos fondos era también muy variable, siendo en alguno de ellos claramente inferior a 5 millones de euros, en la mayoría superiores a 10 millones (entre 10 y 25 y entre 10 y 40) y en algún otro se encontraba entre ambos grupos.

Solo en uno de los fondos la mayor parte de este capital provenía de fuentes internacionales, representando más del 85%, pero en el resto se encontraba en porcentajes nada destacables.

3.4.2. Apalancamiento.

Los fondos de capital riesgo en España como tanto en EE.UU. le dan una importancia destacada a la ingeniería financiera. En este campo, que puede englobar distintas medidas con la finalidad de mejorar las cuentas de la compañía, es especialmente importante determinar la estructura óptima de capital cuando se va a intervenir en una compañía.

En España las inversiones se realizaban con el propio capital del fondo y deuda a un 50% en todos los casos menos el fondo especializado en deuda, que aseguraba que en las operaciones en las que intervenía, la deuda solía llegar hasta el 70%. Esto tiene sentido si pensamos que su negocio es principalmente la *mezzanine* (deuda intermedia o subordinada) dado que al tener que exigir unos tipos de interés muy superiores al mercado de la deuda *senior*, ya que tiene que entrar en operaciones donde los que prestan esta última no quieren entrar, como en sociedades que vayan a tener alrededor de un 70% de deuda en su balance. Por su parte, los demás utilizaban para cerrar sus operaciones siempre acciones comunes y, eventualmente, preferentes y bonos convertibles. Normalmente la deuda rondaba 4 veces *EBITDA*, llegando algunos a no querer más de 3,5 y otros a soportar hasta 4,5. El estudio de Gompers et al. (2016) arroja resultados significativamente parecidos en este aspecto, pues concluye que los gestores en EE.UU. preferían una ratio de deuda sobre capital de 55% y que la deuda equivaliese a 3,9 veces el *EBITDA* en media.

Existen diversas teorías sobre la estructura de capital óptimo que son las consideradas las más útiles para el sector:

- La primera enuncia que el nivel de deuda debe ser aquel que encuentre un equilibrio entre el valor creado por el escudo fiscal de intereses de la misma y los posibles costes asociados a situaciones de insolvencia financiera, es decir, igualar el beneficio marginal del escudo fiscal de los intereses al coste marginal esperado de las dificultades financieras en las que la compañía incurriese (Myers, 1977).
- La segunda propone que lo preferible es agotar primero las fuentes de financiación más baratas, primeramente, la deuda segura, posteriormente, la deuda más arriesgada y finalmente, recurrir a capital (Myers, 1984).
- La tercera es mucho más dependiente de las dinámicas del mercado y la situación macroeconómica. Considera que la estructura óptima se genera obteniendo deuda cuando los tipos de interés se consideran bajos y capital cuando los mercados de capital están sobrevalorados (Baker y Wurgler, 2002).

Para saber cuánta deuda podían pedir prestada en una transacción, ninguno de los gestores entrevistados tenía en cuenta la posibilidad de que la deuda forzara mejoras operativas ni trataba de usar tanta deuda como le permitiese el mercado. Aunque cada uno prefería uno u otro criterio, todos valoraban mucho las tasas de interés en relación a

lo que la empresa podía pagar, la maximización de beneficios entre el escudo fiscal y los gastos asociados a una insolvencia y la industria donde la firma operaba. Es bastante semejante a la situación en EE.UU. donde, por orden de importancia, se valoraban en primer lugar, los tipos de interés y la capacidad de la compañía para hacer frente a los pagos que suponen estos intereses y, en segundo lugar, el sector en el que opera la compañía. (Gompers et al. 2016).

Se puede concluir de lo anterior que la primera teoría de Myers (1977) es más residual en EE.UU. que en España, que segunda teoría de Myers (1977) no tiene aceptación en el sector, y finalmente, que la más adeptos tiene es sin lugar a dudas la de Baker y Wurgler (2002).

La deuda que utilizan los fondos españoles es casi toda bancaria. Este tipo de deuda supone entre el 80% y 100% de la deuda total, correspondiendo el resto a *mezzanine* o *leasings*. El vencimiento de la deuda bancaria ronda los 6-7 años para los que intervienen en capital de empresas, mientras que para el fondo de inmuebles llega a los 15, la *mezzanine* tiene un vencimiento de un año más y el *leasing* siempre es menor a 5 años. La deuda total es, generalmente, igual al capital que aportaban los fondos que intervenían en capital, siendo algo más variable en el fondo de inmuebles (entre 40% y un 55% de deuda y el resto capital). Por otra parte, las empresas en las que participa el fondo de deuda tienen un 75%, de deuda suya, *mezzanine* y no amortizable antes de un determinado periodo de tiempo para cumplir objetivos de rentabilidad, un 25% de deuda bancaria, esta última con una madurez de 4 años y la primera de alrededor de 7, con el requisito de que nunca fuera antes de la deuda *senior*.

El fondo inmobiliario remarcó la importancia de cubrirse contra el riesgo de tipo de interés, coherente también con el hecho de que era el que más relevancia daba al apalancamiento. Solía hacerlo mediante la consecución de préstamos a tipo fijo o a tipo variable más derivados tipo *swaps* de tipo de interés, muy probablemente porque se viera inmerso en una gran cantidad de hipotecas para adquirir su cartera de inversión.

3.5.Fuentes de valor

Queda claro, por la forma de funcionar del sector, que lo más importante en el momento de realizar una inversión para un gestor de capital riesgo es que exista la oportunidad de

generar valor. Esto es debido a que la materialización de dicha oportunidad supone la revalorización de lo adquirido, lo cual es necesario de cara a generar rentabilidad con su posterior venta.

De cara a evitar posibles errores de inversión e identificar la realidad y suficiencia de las fuentes de valor todos contrataban, antes de invertir, servicios externos para llevar a cabo la *due dilligence*. Generalmente no internalizaban ninguna función y los servicios externos tenían toda la carga de trabajo de la misma: contabilidad, aspectos legales, fiscales, operacionales, etc. Otra vez, la excepción era el fondo especializado que no contrataba externos para llevar a cabo indagaciones operacionales ni sobre la industria.

Las principales fuentes de valor que observaban los gestores entrevistados a la hora de elegir una operación eran reducir los costes, mejorar el gobierno corporativo, los incentivos a directivos y empleados y que la compra se efectuase a un precio bajo. Unos niveles por debajo se encontraba la posibilidad de sustitución de los directivos, aspecto que se comentará en mayor profundidad en el apartado 3.5.1 del trabajo, sobre gobierno corporativo. Uno de los entrevistados destacó que las operaciones debían tener sentido industrial, especialmente si eran *follow-on* (que a raíz de una salgan más oportunidades) en vistas de poder aprovechar sinergias. Este tipo de operaciones *follow-on* eran muy valoradas por el fondo inmobiliario, que veía en ellas las posibilidades de hacerse con el control de bloques de edificios o pequeños barrios e incluso poder realizar mejoras sobre estos.

Para conocer e implementar las mejoras operativas, de reducción de costes, aumento de beneficios y eficiencia, debían diseñar previamente un plan de negocio para la compañía. Solo el fondo especializado en su sector no contrataba expertos en la industria para ayudarle con sus planes operativos, lo cual es lógico, al ser este experto en su industria y tener confianza en su criterio por encima del de terceros, mientras que los otros tres reconocieron tener que contratar asesores externos, posiblemente ya que, por el hecho de ser generalistas, podían identificar negocios con potencial, pero sin ayuda de expertos no supieran desarrollarlo por carecer de conocimientos sobre la industria y la competencia del sector concreto. Por el contrario, en EE.UU. solo un 32% de los gestores reconoció que contrataba servicios externos de consultoría estratégica para desarrollar planes operacionales de desarrollo del negocio, pero más de un 75% aseguraba usar algún tipo de servicio externo como asistencia en las operaciones,

realización de *due dilligences*, o una vez ya habían invertido, como asesoramiento del consejo de la invertida o servicios de los gerentes externos (Gompers, 2016).

Mientras tanto, los resultados del estudio de Gompers et al. (2016) exponen que el 100% de los gestores tenían la expectativa de materializar la rentabilidad a través de aumentar el valor del negocio y el 97% que además se podrían rentabilizar gracias a las mejoras del negocio a nivel operativo. Demás factores eran bastante menos apreciados, especialmente la refinanciación de la empresa que solo era mencionada por un 36% de los encuestados como uno de los generadores de rendimientos de la operación. Para realizar este aumento del valor el 70% creían que era necesario un aumento de los ingresos, pero solo el 36% lo relacionaron con una disminución de los costes, esto demuestra que crecer es considerado por los gestores más importante que la eficiencia en costes, aproximadamente un tercio esperaban aumentar el valor mediante un cambio del plan estratégico o del modelo de negocio. Por otro lado, mejorar los incentivos de los empleados (61%) y el gobierno corporativo (46%) también son muy valorados.

Esto supone la existencia de ciertas diferencias entre EE.UU. España. En primer lugar, si bien ambos grupos de gerentes coincidían en la importancia de los incentivos y del buen gobierno corporativo y buscaban mejoras a nivel operativo, en España estas últimas tenían en gran medida importancia de cara a aumentar la eficiencia y reducir costes mientras que en EE.UU. se buscaban la creación de una marca de prestigio, mejorase su imagen, y que aportase valor mediante la búsqueda de aumentos de los ingresos de las operaciones y evitando los gastos, de tal forma que en el futuro sus ofertas pudieran resultar más amistosas a los *targets* y menos contrarias a la opinión pública. Ambos creían que la refinanciación no tenía mucha importancia para su propósito y, los españoles además buscaban comprar barato. Esto no se debía a la intención de generar arbitraje, porque ninguno confiaba en poder hacerlo, pero quizás sí a la esperanza de cubrirse frente a posibles dificultades que surgieran si mediante mejoras operativas no pudiesen aumentar el valor del negocio subyacente.

3.5.1. Gobierno corporativo e incentivos

Con respecto a los fondos entrevistados, varios realizaban inversiones en capital de empresas y dos no, por ser fondos de inmuebles y deuda, por lo que a estos dos últimos

no les aplica esta sección, ya que no podían realizar mejoras de este tipo, uno porque desde su posición de acreedor no tiene dicha facultad, y otro porque compraba inmuebles, y en ellos no existe gobierno corporativo ni empleados.

Hay que destacar la importancia que los gestores de fondos le daban a la correcta estructuración del gobierno corporativo. El correcto Gobierno Corporativo es considerado aquel capaz de alinear los intereses de directivos y accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Por ello, las firmas de capital riesgo, sabedoras de las consecuencias perjudiciales de una situación de desalineación (falta de compromiso de los gestores, incremento de los costes de agencia, etc.), deben alinear los incentivos de los directivos con los intereses de los accionistas (en este caso el fondo) en la búsqueda del mayor beneficio mutuo generando ventajas recíprocas (Jensen, 1986). Esto se puede conseguir recompensando a los empleados, y especialmente a los directivos de la empresa intervenida, cuando esta genere mayores beneficios; aumentando el compromiso de los directivos retribuyéndoles en parte mediante acciones de la compañía, etc.

Cabe destacar que históricamente los fondos de capital riesgo han tenido fama de buscar su propio beneficio ignorando las necesidades de la empresa y a sus trabajadores y directivos. No obstante, al menos en EE.UU., con el fin de lavar su imagen y que los *targets* sean más receptivos a sus ofertas, esto está cambiando últimamente (Gompers et al., 2016). Entre otras cosas, estos fondos buscaban mantener alineados a accionistas y directivos y también, como ya se ha dicho, trataban de mantener en plantilla a directivos y trabajadores e implementar mejoras de negocio más populares, normalmente con el fin de aumentar los ingresos, más que de reducir los gastos y mejorar la eficiencia.

De hecho, según Cumming, Siegel y Wright (2007) las transacciones efectuadas por los fondos de capital riesgo dependen en su rendimiento, en buena parte, de alinear muy bien los incentivos de los directivos a la creación de valor de la compañía, así como de mejorar los mecanismos de gobierno corporativo. Lo que no pudieron probar es si los beneficios consecuencia de las implementaciones de estos nuevos mecanismos de gobierno corporativo después de las adquisiciones de capital riesgo se podrían obtener sin la intervención de fondos de este tipo.

En concordancia con ese estudio, mejorar el gobierno corporativo de la participada es, a juicio tanto de gestores españoles como estadounidenses, una de las claves para tener éxito en una inversión. Normalmente se consideraba lo mejor conseguirlo mediante el

establecimiento de los incentivos adecuados a directivos y empleados. Muy por debajo, se consideraba importante para añadir valor, el hecho de cambiar a los directivos. Normalmente solo después de encontrar manifiestas imposibilidades de manejar la participada en su presencia se cambiaba al *CEO*. Era mucho más común cambiar al *CFO*, circunstancia que tenía lugar cerca del 30% de las veces y que el fondo de deuda llegó a considerar ciertamente importante en aras de la viabilidad de la compañía y de su inversión. Los fondos entrevistados que invertían en capital se involucraban en la asesoría estratégica de la empresa participada en el 100% de las ocasiones, e incluso el fondo de deuda buscaba tener observadores en el consejo. De los que invertían en capital, no era inusual que se contratase a un equipo directivo nuevo después de invertir, pero hay quien lo hacía solo muy excepcionalmente. En EE.UU. buena parte de los fondos contratan a su propio equipo directivo para la empresa en la que se ha invertido, generalmente remplazaban a los más altos directivos de las participadas por un mix de empleados propios del fondo y terceros especializados. También se llega a dos conclusiones al respecto: los fondos más grandes suelen contratar más a su propio equipo de directivos y que los que así lo hicieron, han tenido mejor desempeño los que no. (Gompers et al. 2016).

El citado estudio demostraba que el 70% de las firmas de capital riesgo estadounidenses optaba por invertir en el equipo directivo existente en la compañía en el momento de realizar la transacción. Como ya se anunciaba antes, esto se debe, con toda probabilidad, a que tenían un alto interés en ser vistas como inversoras amistosas y poner de su parte al equipo directivo, generar una imagen de marca mejor y, de este modo, facilitar las transacciones. No obstante, la mayoría de las firmas de capital riesgo acababan contratando a directivos.

En España, tanto el fondo de deuda como los inversores en capital preferían consejos de 6 ó 7 personas. Curiosamente no todos ellos preferían que la mayoría absoluta de los consejeros fuera del mismo fondo, uno se decantaba por mayoría de independientes. En EE.UU. se concluyó que los fondos más pequeños preferían invertir en empresas con consejos de administración más pequeños (entre 5 y 7 consejeros), mientras que las más grandes invertían en empresas con consejos mayores. Si comparáramos podemos ver que en España puede que no haya muchos fondos lo suficientemente grandes como para querer adquirir empresas con Consejos de Administración y que los fondos

considerados “pequeños” en EE.UU. en España podrían considerarse de un tamaño importante.

Los fondos se quedaban prácticamente con la totalidad de la empresa participada, dejando participar a los antiguos propietarios y a los directivos del negocio en un porcentaje que normalmente se encontraba entre el 5% y el 15%, pudiendo permitir algún fondo en ocasiones hasta el 30%. De esta forma, pretendían alinear los intereses de los directivos con los propios, los de los accionistas, por ser los directivos ambas cosas a la vez.

3.6. Valor terminal, métodos y momento de desinversión.

Las proyecciones de los modelos se hacían a 5 años a futuro en la mayoría de los fondos entrevistados, en menos llegaban a los 7 y en el especializado a 8 (quizás porque las inversiones en inmuebles no puedan considerarse tan a corto plazo), tras lo cual en todos se hallaba el valor terminal por el que se podría vender dicho negocio. En el fondo de deuda insistía en fijarse también para atrás, para tener una perspectiva de solvencia. Estos plazos contrastaban enormemente con los resultados obtenidos por Gompers et al. (2016) en EE.UU. donde prácticamente unánimemente (96%) los gestores de fondos hacían estas previsiones con un horizonte temporal de 5 años. Lo cual tiene que significar que los fondos españoles tienen una tendencia a permanecer más tiempo en los fondos que sus análogos estadounidenses. En EE.UU. se pudo demostrar que todos los gestores calculaban un horizonte de inversión idéntico para todos los potenciales *targets* lo que facilitaba su comparación, razonamiento, aunque explicaría por qué los gestores el horizonte coincide en todos los estudios de un mismo fondo, no explicaría por qué el horizonte temporal coincide entre los distintos fondos.

No obstante, el estudio de Acharya et al. (2013) concluye que, a pesar de que los modelos tengan ese horizonte, en R.U. finalmente la duración media de las inversiones es de 3,9 años.

Las cuatro formas más habituales de calcular el valor terminal de la inversión son:

- Utilizar el descuento de flujos de caja con crecimiento a perpetuidad.

- A partir del múltiplo de *EBITDA* pagado al entrar en la inversión, y una vez se han obtenido las previsiones de pérdidas y ganancias de la compañía, aplicar el múltiplo inicial al *EBITDA* proyectado en el momento de la salida. No obstante, ha demostrado que estos no suelen coincidir, por ejemplo, en R.U. las sociedades de capital riesgo entraban a un *EV/EBITDA* de 6,5 veces y realizaban la salida a 7,9 veces (Acharya et al., 2013).
- Usar el valor comparable de otras compañías similares que coticen en bolsa.
- Usar el valor de transacciones en las que estuvieran involucradas compañías similares.

Todos estos métodos tienen sus ventajas e inconvenientes, los dos primeros requieren de proyecciones muy precisas que suponen estudios muy costosos para ser realistas, mientras que, para las dos últimas, precisan de la posibilidad de encontrar compañías y operaciones verdaderamente comparables y cuya información sea pública es relativamente remota.

Existía una gran variabilidad entre los entrevistados a la hora de calcular el valor terminal. Solo uno no usaba nunca el descuento de flujos de caja con crecimiento a perpetuidad y siempre el valor de compañías y transacciones comparables, otro dijo usar siempre todos los anteriores y además balances, fondos propios y otras ratios. El fondo inmobiliario usaba siempre descuento de flujos y en ocasiones operaciones comparables. Esta pregunta no era aplicable al fondo de deuda dado el funcionamiento propio de la misma.

Los que dijeron usar el descuento de flujos a perpetuidad, lo elaboraban mediante un *WACC* que seguía el método académico tradicional sin ajustes, es decir, los costes ponderados del capital y de la deuda neto y sin especialidades. Para seleccionar compañías comparables de cara a establecer el valor terminal mediante múltiplos lo más importante solía considerarse la industria, el tamaño y a veces el ámbito geográfico donde operaba o el riesgo.

Mientras tanto, en EE.UU., según afirma Gompers et al. (2016), la abrumadora mayoría de los gestores de capital riesgo se decantaban por la utilización de métodos comparativos a la hora de la desinversión, tanto a través del uso de información que ofrecen las compañías cotizadas y extrapolando los resultados a los posibles *targets* privados, como mediante el análisis de operaciones similares. Tanto es así que estos

métodos eran usados respectivamente, por más del 70% y el 80% de los gestores, siendo los múltiplos de EBITDA los predilectos. Estos también están sin duda muy generalizados también en el mercado español.

Según el estudio citado en el párrafo anterior, el descuento de los flujos de caja con crecimiento a perpetuidad basado en la *WACC* era usado por apenas un 30% de los gestores estadounidenses, mientras que en España parece mucho más extendido.

En EE.UU., para seleccionar las empresas comparables, los factores más determinantes se consideraban: la industria, el tamaño y el crecimiento; mientras que se valora menos el riesgo o área geográfica donde actuaba, según ese mismo estudio. Esto es semejante a lo que ocurre en España, con la excepción de la importancia que en EE.UU. otorgan al crecimiento, quizás porque lo que ocurre en nuestro país es que ese factor ya se tiene en cuenta en métodos valorativos basados en descuentos de flujos.

Es llamativo hallazgo de Gompers et. al (2016) que no parece extensible al mercado español: el infrecuente método de valoración de los fondos de capital riesgo estadounidenses. Estos relegan a un segundo plano la valoración por descuento de flujos de caja, lo que denota un acusado escepticismo por el modelo *CAPM*. Esto es una contradicción clara con las principales corrientes financieras actuales que confían en este modelo. De hecho, según el estudio de Graham y Harvey (2001), la importancia práctica de estas herramientas no hace más que crecer, pues en el año 2000 los *CFO* (que no pertenecían a fondos de capital riesgo) usaban muy a menudo el descuento de flujos de caja como método de valoración de inversiones. El aumento de su uso supuso un importante contraste con respecto a épocas anteriores, pues 20 años atrás su uso no estaba muy extendido. También el *CAPM* es una herramienta muy usada para valorar el coste de capital. No obstante, estas herramientas, que se consideran sofisticadas, están ampliamente implementadas en las empresas más grandes, no así en las pequeñas. Por otra parte, se llega a la conclusión de que los *CFO* le dan la misma importancia al TIR que al valor actual neto de una inversión, lo que contrasta mucho con lo que ocurre en la industria del capital riesgo, donde todo el peso se reparte entre el TIR y el *MOIC*. Al ser contradicciones con la corriente principal tan extendida en el sector, cabe pensar que se deben a imposibilidades prácticas de aplicar la misma en ese territorio e industria, y que en la práctica, tales teorías financieras no deben ser adecuadas para el sector de capital riesgo.

Con respecto a la forma de realizar la salida, el fondo inmobiliario solo se salía a través de la venta a un comprador estratégico. En los otros, la mayor parte de las veces (70%-80%) era de este mismo modo y el resto mediante venta a un comprador financiero (otro *private equity*, un banco de inversión, etc.). Había unanimidad sobre la realización de desinversión total. Los datos son semejantes a los que el estudio mencionado en el párrafo anterior demuestra con respecto a quién esperan vender los gestores EE.UU.: en la mitad de los casos a un comprador estratégico y en algo más del 30% a uno financiero.

Sin embargo, es muy distinto con los datos recabados por este estudio en EE.UU. en un sentido: allí casi un 20% esperaban que la salida se materializase mediante una oferta pública de venta, aunque existieran diferencias, por motivos obvios debidos a la envergadura de sus operaciones, entre grandes fondos (26%) y pequeños (11%). Mientras tanto, en España, esto era algo absolutamente excepcional y ninguno de los fondos esperaban que sus participadas saliesen a bolsa.

En España, en relación a los factores más importantes a la hora de decidir el momento de la desinversión, el fondo de deuda no decidía, pues era expulsado cuando la compañía ganaba confianza como para refinanciar su deuda *mezzanine* por *senior* a un interés más bajo. El fondo inmobiliario consideró únicamente importante alcanzar los objetivos de rentabilidad, consideración que compartía con alguno de los otros fondos, de los cuales todos dieron importancia a las condiciones del mercado de capitales, y adicionalmente, solo uno de ellos a conseguir haber implementado el plan de negocio de la compañía mientras que el otro a las condiciones competitivas del mercado. Ninguno mostro interés por la opinión de los directivos o la presión de sus inversores para obtener el retorno de su inversión.

En el ámbito geográfico de EE.UU. realizar una desinversión en condiciones favorables era uno de los factores que más importancia tenía con respecto a alcanzar la rentabilidad. En relación a los principios a los que se le daba importancia para tomar la decisión de cuál era el momento idóneo para llevar a cabo la desinversión, el contraste con España es bastante impactante: más del 90% consideraban el hecho de haber llevado a cabo por completo el plan operacional mientras que en España solo se pudo encontrar un fondo que tuviera en cuenta ese factor. En EE.UU. porcentaje similar otorga también importancia a las condiciones del mercado de capital, en España lo hicieron la gran mayoría de los que decidían sobre su salida (recordemos que al fondo

de deuda se le expulsaba). También hay que destacar que estos dos factores no solo eran sobre los que existía más consenso en ser considerados como importantes, sino que, de hecho, eran también los dos factores a los que se otorga mayor relevancia (Gompers et al., 2016).

4. CONCLUSIONES

Expuestos los resultados del cuestionario obtenidos mediante las entrevistas, y habiéndolos comparado con los previamente conseguidos por estudios similares, cabe sacar en claro ciertas conclusiones que con respecto a los fondos españoles:

- 1) Los fondos tienden a ser generalistas y no centrarse en un sector concreto. Además, sus empleados están poco especializados en tareas concretas y suelen dedicarse a todo lo que requiere la actividad de capital riesgo. A pesar de que se haya dicho que uno de los caminos al éxito del capital riesgo español sea la especialización, esta no parece posible por el reducido tamaño del mercado y del número de empresas que pueden ser potenciales *targets*. Es cierto que si los fondos se especializasen serían más eficientes, externalizarían menos servicios pues conocerían mejor su industria y tendrían menos incertidumbre sobre las inversiones que eligieran y la adecuación a sus planes; no obstante, no es una opción viable puesto que no tendrían apenas acceso a oportunidad de inversión adecuadas.
- 2) Dentro de todos los sectores, parece que últimamente está destacando el de asistencia sanitaria.
- 3) Sus objetivos de rentabilidad rondan una TIR del 25% y un *MOIC* de 3, lo cual es semejante a lo que exigían los estadounidenses. En los fondos españoles especializados, al menos en el sector inmobiliario, esa rentabilidad bajaba bastante.
- 4) Las decisiones de inversión las toma el Comité de Inversión. Este, previa *due dilligence* siempre externalizada, acaba invirtiendo en entre un 2% y un 5% de las oportunidades que llegaban al fondo, generalmente en un proceso de ofertas en exclusiva. El porcentaje se incrementa para los fondos especializados.
- 5) Normalmente, las aseguradoras y fondos de pensiones no tienen un peso excesivo en los fondos de las entidades de capital riesgo, ni tampoco los inversores internacionales.
- 6) El apalancamiento es muy semejante al que existe en EE.UU., siendo generalmente financiado el 50% del total de la operación mediante deuda, que supondrá un total de 4 veces *EBITDA*. Para determinar el nivel de

apalancamiento lo más importante es la capacidad de la empresa para hacer frente a los intereses y el tipo de los mismos.

- 7) Buscan crear valor mejorando la eficiencia y bajando los costes, a diferencia de los estadounidenses preferían aumentar los ingresos y mejorar su imagen. Este sí que podría ser un punto a mejorar por los fondos españoles que, con un giro en su estrategia virando de buscar la eficiencia, a buscar volumen de mercado, mejorarían su imagen. De esta forma, crearían una marca más valiosa y reconocida que generaría confianza en sus inversores y coinversores, tanto como en el accionariado y acreedores de las empresas en las que participen; podría incluso facilitar las relaciones con directivos de potenciales *targets* con el resultado de que tomaran posiciones más amistosas ante posibles ofertas de los fondos. Con todo ello sería posible redefinir a nivel español el sector del capital riesgo, potenciarlo y acercarlo a la situación que vive en países donde está más desarrollado, como los anglosajones.
- 8) Suelen cambiar poco al equipo directivo: un 10% de las veces al *CEO* y un 30% al *CFO*. No era tan corriente como en EE.UU. contratar equipo directivo ajeno a la empresa para que la dirigiese después de haber realizado la inversión. Para alinear los intereses de los directivos se les permitía participar la mayoría de las veces en entre un 5% y 15% del capital de la empresa.
- 9) El horizonte al que se calculan los modelos antes de hallar el valor residual es generalmente de 5 años, pero existe cierta variabilidad al alza frente a la completa uniformidad estadounidense de elaborar modelos a 5 años.
- 10) Para hallar el valor residual, los métodos comparativos con otras empresas o transacciones son habituales, pero no tanto como en EE.UU. Por otro lado, el uso del descuento de flujos de caja a perpetuidad estaba mucho más extendido en España.
- 11) El método de salida, a quién se vende el negocio participado, es semejante a la de EE.UU. pero con dos salvedades importantes. La primera, que España el comprador estratégico tiene algo más de peso. La segunda es que salida a través de la oferta pública de venta no es una opción que se planteen realmente los fondos y su consecución es una *rara avis*.
- 12) Los factores más importantes para decidir el momento de la desinversión eran las condiciones del mercado de capitales y alcanzar la rentabilidad, teniendo muy poca importancia la implantación del plan estratégico determinado para la

participada. Esta última es una gran discrepancia con el sector EE.UU. que casi unánimemente consideraba dicha implantación muy importante.

5. BIBLIOGRAFÍA

- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M. y Kehoe, C. (2012). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402.
- Ang, A., Chen, B., Goetzmann, W. N. y Phalippou, L. (2013). Estimating private equity returns from limited partner cash flows. Unpublished working paper. *Columbia University*.
Recuperado el 26/01/2018 de:
https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/SBS_working_papers/Estimating_privite_equity_returns.pdf
- ASCRI (2012), Informe Impacto Económico y Social del Capital Riesgo. Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión.
- ASCRI (2017), Informe de actividad Venture Capital y Private Equity. Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión.
- BAIN & COMPANY (2017) Global Private Equity Report 2016.
- Baker, M. y Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Bertrand, M. y Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- BOE (2014), Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Boletín Oficial del Estado, 13 de noviembre 2014, núm. 275.
- Bolton, P., Brunnermeier, M. K. y Veldkamp, L. (2008). *Leadership, coordination and mission-driven management*. National Bureau of Economic Research.
- Boucly, Q., Sraer, D. y Thesmar, D. (2009). Leveraged buyouts—evidence from French deals. *The global economic impact of private equity report*, 47-64.
- Brown, R. (2012). *Analysis of Investments & Management of Portfolios*. South-Western Cengage Learning.

- Cumming, D., Siegel, D. S. y Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439-460.
- Dávila, L. y Fernández, C. (2013). Private Equity y Venture Capital. En Revello de Toro, J.M. *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. Delta Publicaciones Universitarias, 477-554.
- Davis, S. J., Haltiwanger, J. C., Jarmin, R. S., Lerner, J. y Miranda, J. (2011). *Private equity and employment*. National Bureau of Economic Research.
- Demaría, C. y Tarradellas, E. (2016) *Private Equity Introducción a la financiación privada de las empresas (capital riesgo, capital expansión, LBO y turnaround)*. Profit Editorial.
- EVCA (actualmente Invest Europe) (2004). Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds. European Private Equity and Venture Capital Association.
- EVCA (actualmente Invest Europe) (2006) Reporting Guidelines. European Private Equity and Venture Capital Association.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gervais, S., Heaton, J. B. y Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- Gompers, P., Kaplan, S. N. y Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), 449-476.
- Graham, J. R. y Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Graham, J. R., Harvey, C. R. y Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Groh, A. P., von Liechtenstein, H. y Lieser, K. (2010). The European venture capital and private equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S. y Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *The Journal of Finance*, 66(2), 479-517.
- Harris, R. S., Jenkinson, T. y Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882.

- Higson, C., Stucke, R., 2012. The performance of private equity. Working paper. London Business School.

Recuperado el 12/02/2018 de:

<http://www.cfasociety.org/netherlands/Documents/Paper%20Chris%20Higson.pdf>

- Invest Europe (2016). 2015 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), 217-254.
- Kaplan, S. y Stromberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-46.
- Kaplan, S., Klebanov, M. M. y Sorensen, M. (2012). Which CEO characteristics and abilities matter? *The Journal of Finance*, 67(3), 973-1007.
- Kaplan, S. y Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- Khurana, R. (2004). *Searching for a corporate savior: The irrational quest for charismatic CEOs*. Princeton University Press.
- Ljungqvist, A. y Richardson, M. (2003). *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. National Bureau of Economic Research.
- Loos, N. (2005). *Value Creation in Leveraged Buyouts, dissertation for the degree of Doctor of Business Administration*. Tesis Doctoral. University of St Gallen.

Recuperado el 28/11/2017 de:

[https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/\\$FILE/diss3052.pdf](https://www1.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/$FILE/diss3052.pdf)

- Lord, C. G., Ross, L. y Lepper, M. R. (1979). Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence. *The Journal of Personality and Social Psychology*, 37 (11), pp. 2098-2109.
- Malmendier, U. y Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Marco-Izquierdo, J. A. (2004). Estrategias de éxito para firmas de capital riesgo en España: aprendiendo de Estados Unidos. *Boletín de estudios económicos*, 59(181), 95-115.
- Murphy, K. J. y Zbojnik, J. (2004). CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. *American economic review*, 94(2), 192-196.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S., 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 575—592.
- Phalippou, L. (2007). *Investing in Private Equity Funds: A Survey*. Working Paper, University of Amsterdam.
- Popov, A. y Rosenbloom, P. (2009) Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe. Working Paper. European Central Bank.
- Strömberg, P. (2009), The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings.

Recuperado el 28/11/2017 de:

http://www.fvca.fi/files/30/EVCA_DOC_RP_ECONIMPACT_0909.pdf

6. ANEXO I (Cuestionario Base utilizado en las entrevistas)

1. ¿Cuál es su cargo en el fondo de inversión?
2. ¿Cuánto tiempo lleva su firma en el negocio de capital riesgo?
3. ¿Cuántas oficinas tiene y dónde se encuentran?
4. ¿Cuántos empleados tiene contratados y cómo se dividen por tipo de servicio que prestan? (Ej.: relación con los inversores, integrantes de equipos de inversión...).
5. ¿Cómo se organiza el fondo? (generalista/otros).
6. Tipo de inversión a la que se dedica su fondo (Ej.: *LBO*, Capital expansión...).
7. ¿En qué sectores ha invertido más los últimos 5/6 años?
8. ¿En qué área geográfica actúa?
9. ¿Qué valor tiene el *Enterprise Value* de compañías en las que invierte su fondo?
10. ¿Qué porcentaje de la operación se efectúa mediante capital?
11. ¿En qué porcentaje usa en las transacciones los siguientes instrumentos? (Ej.: Acciones ordinarias, privilegiadas...).
12. ¿En qué fracción son propietarios de la empresa en cartera los siguientes? (Ej.: El director general de la misma, los demás directivos...).
13. ¿Cuáles son las fuentes de financiación del fondo? (Ej.: inversores institucionales, fondos de fondos...).
14. ¿Cuál es el *equity check* (capital invertido propio del fondo) medio de acuerdos de su fondo?
15. ¿Cuál es la tasa crítica de rentabilidad exigida de su fondo primario?
16. ¿Qué medida de rentabilidad considera más importante? (Ej.: TIR neta, *cash-on-cash*...).
17. ¿Cuál es la TIR que comercializa? ¿Están los gastos incluidos en ella? ¿A cambiado en los últimos años?
18. ¿Comercializa algún otro múltiplo?
19. ¿Depende la compensación de los gerentes del éxito de transacciones individuales? ¿Con qué criterio se distribuyen los bonus?
20. ¿Tiene asesores internos para su Comité de Inversiones?
21. ¿Contrata a expertos de la industria para ayudar en los planes operacionales? ¿Y las *due dilligence*? ¿De qué campo?

22. ¿Quién realiza la decisión de inversión y mediante qué método? (Ej.: Unanimidad, mayoría...).
23. ¿Cuáles son los factores más tenidos en cuenta a la hora de realizar una inversión? (Ej.: posibilidad de añadir valor, equipo directivo...).
24. ¿Qué porcentaje de operaciones llega a cada fase? (Ej.: son atendidas en profundidad, se realiza oferta...).
25. De las transacciones realizadas, ¿qué porcentaje provenía (o fue originado/sugerido por) de cada fuente? (Ej.: Búsqueda proactiva del propio fondo, de un banco de inversión).
26. ¿De los acuerdos cerrados qué porcentaje era en exclusividad? (sin subasta)
27. Ordene por la importancia que da a cada uno de los factores en los que apuesta al hacer una inversión. (Ej.: crecimiento de valor del negocio subyacente, apalancamiento, mejoras operacionales).
28. Especifique la frecuencia con la que identificas las siguientes fuentes de valor pre-transacción. (Ej.: reducción de costes, mejora de sistemas de información, cambios en la directiva...).
29. En sus modelos ¿Cuántos años estima que dura un proyecto? ¿A qué tasa se descuenta el dato de *EBITDA* que recibe de la empresa invertida? ¿Qué usa para calcular el valor terminal? (Ej.: descuento de flujos de caja, transacciones comparables, etc.).
30. ¿Mediante qué herramientas evalúa las transacciones y cuál es su importancia? (Ej.: TIR bruto, flujo de caja libre a los inversores, etc...)
31. ¿Cuál la TIR objetivo típico al analizar una transacción y qué le puede hacer variar?
32. ¿Cuál es el múltiplo *cash-on-cash* exigido y que le puede hacer variar?
33. ¿Qué determina la selección de compañías comparables para la valoración por múltiplos?
34. Si invierte en el extranjero ¿Cómo ajusta la TIR requerida?
35. ¿Con que frecuencia adapta la tasa de descuento a los siguientes factores? (Ej.: riesgo de precio de las materias primas, tamaño, riesgo de tipo de interés...)
36. ¿En qué proporción realiza transacciones con coinversores y qué porcentaje de capital de la participada exige?
37. ¿Cuáles son vuestros socios de coinversión por orden de frecuencia? (Ej.: otros fondos)

38. ¿Cuáles son los factores que considera más importante a la hora de elegir un coinversor?
39. ¿En qué porcentaje de las transacciones se involucra en la dirección de las compañías participadas?
40. ¿Contrata su propio equipo de dirección?
41. ¿Cuál es el número y composición deseable de miembros de la junta directiva de una compañía que esté en su cartera?
42. ¿En qué porcentaje de sus operaciones necesita cambiar al director general de la empresa?
43. Ordene los factores más determinantes a la hora de emitir deuda para una transacción
44. ¿Cuál es la típica ratio entre deuda total y capital? ¿Y deuda *EBITDA*?
45. ¿Cuál es la ratio de deuda bancaria y su vencimiento?
46. ¿Qué otro tipo de deuda a largo plazo tiene aparte de la deuda bancaria y cuál es su vencimiento?
47. ¿En qué es el porcentaje que usa cada método de desinversión?
48. ¿Qué porcentaje de esas salidas suceden como se había planeado en el momento inicial de inversión?
49. Identifica y ordena por relevancia los factores que afectan al momento en el que se fija la salida. (Ej.: condiciones del mercado de capital, alcanzar los objetivos en términos de TIR...)
50. Si mediante una operación se obtienen mejores o peores resultados de lo esperado ¿Qué factores son los responsables?
51. ¿Normalmente el objetivo es una desinversión total o parcial?
52. ¿Cómo de importante es el cobro de un dividendo apalancado para la rentabilidad?