

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR

Marzo 2005

PAPELES DE LA FUNDACIÓN N.º 10

ISBN: 84-609-4903-6

Depósito Legal: M. 14.003-2005 Edita: Fundación de Estudios Financieros

Imprime: Grafoffset, S.L.



IN	INTRODUCIÓN9					
RI	ESUN	MEN EJ	JECUTIVO	17		
1.	EL	MER	CADO Y LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO	25		
	1.1.	Los ra	sgos básicos de la actividad del capital riesgo	25		
		1.1.1.	El concepto de capital riesgo	26		
		1.1.2.	La relevancia económica del capital riesgo	28		
		1.1.3.	Organización de la actividad	31		
		1.1.4.	Fuerzas competitivas	32		
			El proceso de inversión	34		
	1.2.	La ind	ustria actual: Datos básicos en distintos mercados	36		
		1.2.1.	Tamaño de la industria de capital riesgo	37		
		1.2.2.	Captación de fondos	40		
		1.2.3.	Origen de los fondos captados	43		
		1.2.4.	Estructuras de canalización de fondos	50		
		1.2.5.	Internacionalización de los inversores	52		
		1.2.6.	Evolución de la inversión	54		
		1.2.7.	Destino geográfico de la inversión	58		
		1.2.8.	Sectores receptores de inversión	60		
		1.2.9.	¿Globalización de la inversión?	61		
		1.2.10.	La desinversión	62		
	1.3	Relaci	ón de figuras y cuadros	63		
2.			TACIÓN DE FONDOS (1): RSPECTIVA INSTITUCIONAL	65		
	2.1.	Introd	ucción	65		
	2.2.	Organ	ización de los fondos de capital riesgo	67		
		2.2.1.	El papel de otros agentes o intermediarios	68		
		2.2.2.	Origen de los fondos invertidos	71		
		2.2.3.	Tipos de operadores de capital riesgo	73		
		2.2.4.	La captación de fondos: un mercado global	74		
	2.3.	El cap	ital riesgo frente a otros activos	75		
		2 3 1	El atractivo de la inversión en capital riesgo	76		



		2.3.2.	Riesgo y rendimiento global de las carteras institucionales con capital riesgo	82
		2.3.3.	Rendimientos sí, ¿pero para todos?	85 85
		2.3.4.	La selección de un buen equipo inversor	86
		2.3.5.	Tiempo y momento: variables clave en un inversor	89
		2.3.6.	Cuándo y cómo se producen los rendimientos	94
	2.4		•	
			ón de figuras y cuadros	101
	2.5.	Biblio	grafíagrafía	102
3.	LA	CAP'	TACIÓN DE FONDOS (2):	
	EN	TORN	NO, REGULACIÓN Y FISCALIDAD	105
	3.1.	Introd	lucción	105
	3.2.	El im	pacto del entorno económico y financiero	106
		3.2.1.	•	106
		3.2.2.	El sector público como inversor en capital riesgo	111
		3.2.3.	Mercados financieros	119
		3.2.4.	Mercados "secundarios" para capital riesgo	120
		3.2.5.	Instituciones bancarias y capital riesgo: el impacto de Basilea II	121
	3.3.	Aspec	tos legales y fiscales de la captación de fondos	122
		3.3.1.	Las estructuras de inversión españolas	124
		3.3.2.	La fiscalidad de las ECR españolas	126
		3.3.3.	Alternativas internacionales	127
		3.3.4.	El acuerdo de asociación	134
		3.3.5.	Remuneración de los gestores	143
	3.4.	Relaci	ón de figuras y cuadros	145
	3.5.	Apénd	lice I. Consideraciones fiscales de la retribución de los gestores	146
	3.6.	Biblio	grafía	149
4.			EGIA DE INVERSIÓN Y SELECCIÓN	
	DE	OPO	RTUNIDADES	151
	4.1.	La con	mposición de las carteras: ¿local o internacional?	151
	4.2.	Eleme	ntos en la composición de carteras de inversión	153
		4.2.1.	Sectores receptores de inversión	156
		4.2.2.	La composición de las carteras	158



	4.3.	Las po	osibilidades de la sindicación	160
	4.4.	Fuente	es de proyectos e identificación de las oportunidades	163
	4.5.	4.5.1.	El emprendedor y la visión de diferentes inversores	165 168 169
	4.6.	Relaci	ón de cuadros y figuras	173
	4.7.	Biblio	grafíagrafía	173
5.	OP	ERA(CTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA CIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR	175 175
	5.2	La inv	ersión en etapas iniciales del ciclo de desarrollo empresarial	178
		5.2.1.	Mecanismos específicos de las operaciones de capital riesgo	180
	5.3.	La inv 5.3.1. 5.3.2. 5.3.3.	ersión en etapas más avanzadas del ciclo de desarrollo empresarial. Tipos de buy-out Origen de una operación de buy-out Partes y especialistas implicados	181 182 182 184
	5.4.	El emp	prendedor y el inversor frente a la negociación	186
		5.4.1.	Situación de partida de una operación de financiación	186
		5.4.2. 5.4.3.	Preparación y configuración de expectativas Los intereses convergentes-divergentes del emprendedor y el inversor	190 193
		5.4.4.	Algunos obstáculos para el acuerdo	203
	5.5.	Relaci	ón de cuadros y figuras	209
	5.6.	Bibliog	grafíagrafía	210
6.	DE	LA O	CTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN OPERACIÓN (2): CUESTIONES OBJETO OCIACIÓN	213
	6.1.	Anális	is pre-inversión (due diligence)	215
	6.2.	Inyecc	ión de capital por etapas	219
	63	Título	s convertibles	22/



	6.4.	Cláusulas restrictivas en prevención de posibles conflictos de interés	226
	6.5.	Contratos con personas clave de la compañía participada	241
	6.6.	Control y gobierno de la compañía participada	246
	6.7.	Estructuración de una operación de <i>buy-out</i>	251 253 254 254 257
	6.8.	Relación de cuadros y figuras	262
	6.9.	Bibliografía	262
7.		EACIÓN DE VALOR Y DESINVERSIÓN	265
	7.1.	Tipo de relación y creación de valor en las compañías participadas	265
	7.2.	Reducir pérdidas y maximizar beneficios	270
	7.3.	Los primeros cien días	273
	7.4.	Áreas significativas en la aportación de valor	275
	7.5.	Consideraciones desde el punto de vista fiscal en relación con la aportación de valor 7.5.1. Honorarios por gestión y servicios intragrupo: deducibilidad en España 7.5.2. Funciones y poderes del gestor en España: Problema del establecimiento permanente 7.5.3. Costes financieros	277277278278
		7.5.4. Fidelización del equipo directivo y captación de directivos	279
	7.6.	La relevancia del Consejo de Administración	280
	7.7.	La gestión de la desinversión 7.7.1. Cuándo desinvertir	282 284 287 294 296 297
	7.8.	Listado de cuadros y figuras	299
	7.9.	Bibliografía	299



8.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	301
9.	ANEXOS	315
	Anexo I: El proceso de due diligence	315
	Anexo II: Principales técnicas de valoración	325
	Anexo III. Principales instrumentos financieros utilizados en operaciones de capital riesgo	336
	Anexo IV. Glosario	342



INTRODUCCIÓN

Como Presidente de la Fundación de Estudios Financieros (FEF), tengo la satisfacción de firmar la introducción este nuevo trabajo, el Nº 10 de la colección "Papeles de la Fundación", que lleva por título "El Ciclo del Capital Riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor". La FEF, como lugar de encuentro, reflexión y pensamiento de la sociedad civil española en el ámbito de la economía y las finanzas, decidió hace ya algo más de un año, abordar un estudio profundo y sistemático sobre una de las herramientas que consideramos uno de los motores fundamentales del crecimiento de las economías avanzadas y que cuyo conocimiento está, hasta ahora, más restringido.

Según datos recientes de la *European Venture Capital Association*, la inversión del sector de Capital Riesgo se ha traducido en la creación de 6,5 millones de puestos de trabajo en Europa desde el año 2000, a través de la participación en empresas de nueva creación y en fases más avanzadas de su crecimiento. La presencia de capital riesgo también ha sido clave en el nacimiento y expansión de determinados sectores industriales fundamentales en la economía actual, como es el caso de los ordenadores personales en los años ochenta, los avances en biotecnología o la eclosión de Internet, incluso asumiendo las connotaciones negativas que ha tenido para el sector, la explosión de la "burbuja bursátil" en los mercados de valores tecnológicos que tuvo lugar a comienzos de la década actual.

La inversión en *private equity* ha experimentado un crecimiento espectacular en Europa en las últimas dos décadas, pasando de una inversión anual en torno a 3.000 millones euros en 1980 a aproximadamente 29.100 millones en 2003. En España estamos asistiendo en estos momentos a una eclosión de este tipo de inversiones.

No obstante, y a pesar de las cuestiones y cifras antes reseñadas, para el público en general, e incluso para muchos agentes relacionados de forma más o menos directa con este tipo de actividad, el capital riesgo y el capital inversión siguen siendo unos verdaderos desconocidos. El reconocimiento o identificación de este tipo de inversión quizás tiende a asociarse a la actividad de los



fondos de capital riesgo como inversores en empresas jóvenes y de alto potencial de crecimiento y ello no es ni suficiente ni cierto, pues su dimensión va mucho más allá, como este trabajo demuestra.

La Fundación, en su afán y vocación de investigar y divulgar sobre todo aquello relacionado con la realidad económica y financiera española y europea, en particular en los distintos instrumentos y herramientas que están a nuestra disposición, pone ahora al alcance de sus Patronos y demás Órganos de Gobierno, junto autoridades reguladoras y supervisoras y todos aquellos que tengan interés por estas cuestiones un completo documento que analiza con rigor y profundidad uno de los instrumentos que consideramos más relevantes y prometedores del escenario actual.

En este sentido, los objetivos principales que perseguimos con esta iniciativa son los siguientes:

- Contribuir a reducir las deficiencias de información que efectivamente existen sobre esta actividad como formula de financiación de empresas de nueva creación o ya establecidas y con potencial de crecimiento.
- Dar respuesta a las principales preguntas que se plantean en el seno del propio sector de actividad en la actualidad, tras un período de ajuste y consolidación.
- Como tercer gran objetivo, establecer una aproximación, a la vista de los resultados, a una serie de déficits e insuficiencias de carácter endógeno y exógeno que afectan al desarrollo de la actividad, así como las potenciales soluciones y áreas prioritarias de posible intervención.

En paralelo, concretando las preguntas de la investigación planteada por la FEF y tratadas en el trabajo, abordamos las siguientes cuestiones:

- ¿Cuáles son los elementos de mayor impacto en la forma de operar en las distintas fases del ciclo de actividad del *private equity*?
- ¿Existen elementos comunes o diferencias y mejores prácticas de gestión en el ciclo de actividad del capital riesgo?



- ¿Cuáles son las expectativas de medio y largo plazo de los fondos en términos de la evolución de la competencia, la consolidación del mercado y los factores de entorno?
- ¿Qué retos de futuro aparecen en la captación de nuevos fondos, la estrategia inversora y en la desinversión?
- ¿Qué actuaciones públicas deben producirse para el desarrollo del sector y su mejor impacto en el crecimiento económico?

Ámbito del Trabajo

La actividad de capital riesgo cuenta cada vez con más con inversores de procedencia distinta al país donde están asentadas las operaciones y a su vez estas empresas invierten en diferentes localizaciones. También, como parte del mismo proceso, las empresas receptoras de los fondos tienen vocación de crecimiento, y por lo general una significativa orientación internacional. Es por este cúmulo de razones que hemos considerado necesario enfocar nuestro estudio más allá de las fronteras nacionales, abarcando los principales mercados de la Unión Europea, sin perder de vista la referencia global, estableciendo para ello una base de comparación con el mercado estadounidense.

Estados Unidos posee un sector de capital riesgo con una trayectoria más prolongada, y con un mayor peso económico relativo y más eficiente que el europeo en la financiación de la innovación y la iniciativa emprendedora. Además, dado que las diferencias entre los distintos mercados en el seno de la Unión no son insignificantes, el trabajo presta atención también a los mercados nacionales y, como no podía ser de otra manera, a la realidad española, tanto frente al conjunto del mercado europeo como a los principales mercados europeos de esta actividad (Reino Unido, Alemania, Francia y Holanda).

Para ello, la principal fuente de información ha sido la realización de entrevistas personales y el envío de cuestionarios a los gestores de firmas de capital riesgo. El equipo de investigación ha realizado entrevistas personales con los gestores de dichos fondos, lo que nos ha permitido recabar información cualitativa complementando, de esta forma, los resultados de los cuestionarios. También hemos obtenido información de los países que a continuación se

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR



mencionan alfabéticamente: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Italia, Reino Unido, Suecia y Suiza.

El presente informe recoge, asimismo, los principales resultados y debates de las investigaciones más relevantes en el ámbito de la comunidad académica y empresarial española, europea y norteamericana. Y como es tradicional en la colección "Papeles de la Fundación", incorpora las sugerencias y aportaciones del Comité de Supervisión y del Grupo de Consulta de FEF para esta iniciativa, y que han estado integrados por numerosas personalidades y expertos del panorama económico y empresarial español. Desde estas líneas quisiera hacer llegar mi agradecimiento a todos sus integrantes, y en particular a José Luis Pérez, Presidente de KPMG España, a Dominique Barthel, Directora General de ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo), José Martí, Director del Master universitario en gestión financiera de la Universidad Complutense de Madrid, junto con mi reconocimiento especial al equipo de Juan Roure del IESE, Director del trabajo, que ha hecho posible que esta iniciativa llegara a buen puerto.

Desde la FEF pensamos que el papel de una institución como la nuestra es, precisamente, abordar con rigor y también con ánimo divulgativo y de proponer soluciones, cuestiones relevantes para todos los agentes que actuamos en la economía y las finanzas. Es este el caso del trabajo que ahora se presenta y que consideramos, como antes comentaba, una contribución al conocimiento, la divulgación y la mejora del *private equity* y del capital riesgo como instrumento generador de crecimiento y empleo para nuestras economías.

Aldo Olcese Presidente de la Fundación de Estudios Financieros

Marzo de 2005



Como resulta habitual en los trabajos de la colección "Papeles de la Fundación", el presente informe ha contado con un Comité de Supervisión, formado por miembros del Patronato, y un Grupo de Consulta, que a lo largo de la elaboración del mismo han colaborado con la Presidencia y la Dirección de la Fundación para asegurar el buen desarrollo de la iniciativa y aportar su conocimiento y talento de forma desinteresada. A ellos hago llegar nuestro reconocimiento a través de estas líneas.

Comité de Supervisión

Presidente

D. Aldo Olcese Santonja
 Presidente de la Fundación de Estudios Financieros

Vocales

D. Xavier Adserá i Gebelli Consejero Delegado de Riva y García

Dña. Ana Patricia Botín-Sanz de Sautuola O'Shea Presidenta de Banesto

D. Jorge Calvet SpinatschPresidente de Fortis Bank España

D. Jaime Carvajal Urquijo

Presidente de Ericsson

D. Ernesto Mata López

Consejero Adjunto al Presidente de Unión Fenosa

D. Fernando Casado Juan Director General del Instituto de la Empresa Familiar

D. Emilio Ontiveros Baeza

Consejero Delegado de Analistas Financieros Internacionales

D. Miguel de Oca BurgueteSocio Director de Bain & Company España

D. Isidro Fainé Casas Presidente de Abertis Infraestructuras, S.A.

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR



Excmo. Sr. D. José Folgado Blanco

Diputado por Zamora, Congreso de los Diputados

D. Carlos González Fernández

Presidente de Deloitte & Touche España

D. Pablo Isla Alvarez de Tejera

Presidente de Altadis

D. Ricardo Martí Fluxá

Presidente ITP

D. Emilio Cuatrecasas Figueras

Presidente Ejecutivo de Cuatrecasas Abogados

D. Carlos Orduña Chouraki

Socio Consejero de Riva y García

D. José Luis Pérez Ruiz

Presidente de KPMG España

D. Joan Rosell Lastortras

Presidente de Fomento de Trabajo Nacional

D. Ignacio Sánchez Galán

Vicepresidente-Consejero Delegado de Iberdrola

D. Rafael Termes Carreró

Consejero del Banco Popular

Grupo de Consulta

Dña. Dominique Barthel Denis

Directora General de ASCRI

D. Hilario Albarracín Santa Cruz

Socio Director de KPMG

D. Nicolás Bonilla y Villalonga

Socio Director de Apax Partners España, S.A.

D. Pedro de Esteban Ferre

Director General-Europa de The Carlyle Group España, S.L.

D. Javier Echarri

Secretario General de EVCA



Mr. Mark Heappey

Managing Director de 3i Europe Plc España

D. Javier Loizaga Jiménez

Socio Director de Mercapital Servicios Financieros, S.L.

D. Carlos Mallo

Director General de Permira, S.L.

D. José Martí Pellón

Director Master Universitario en Gestión Financiera

D. Rafael Sarandeses Astray-Caneda

Secretario General del IEAF y Vicesecretario General de la FEF

D. Mike Wright

Profesor Director CMBOR, Univesity of Nottingham

D. Carlos Gascó Travesedo

Director General de la FEF y Vicesecretario General del IEAF

Equipo de Investigación

Director:

D. Juan Roure Alomar

Profesor del IESE Business School

Investigadores:

D. Juan Luis Segurado Llorente

Investigador Asociado del IESE

Dña. Amparo San José Riestra

Investigadora Asociada del IESE

Colaboración Externa:

D. José Herrera Fontanals

Abogado de Garrigues Abogados y Asesores Tributarios

El Equipo Investigador hace llegar su agradecimiento, asimismo, a los alumnos del Master de Dirección de Empresas del IESE, Antonio Caminitti, Jaume Argerich, Andreas Tyseng y Andreas Elfving, y a los asistentes de la División de Investigación del IESE, Jordi Subirás y Helena Salsas, que han participado en este trabajo.



RESUMEN EJECUTIVO

En la actualidad, la inversión en anual de la industria de capital riesgo europea se ha multiplicado por diez respecto a los albores de la actividad en los años ochenta. Su incorporación como uno de los pilares de la estrategia para alcanzar los objetivos de Lisboa de impulsar la iniciativa emprendedora, la innovación y el crecimiento en la Unión Europea se refleja en los miles de millones de euros que el sector ha invertido desde el año 2000 en más de 40.000 empresas europeas. En España solo durante el año 2003 se invirtieron más de 1.300 millones de euros en 410 empresas.

A pesar de su fortalecimiento como activo alternativo a la inversión más tradicional —ha proporcionado rendimientos superiores a los ofrecidos por los mercados de valores de forma consistente—, la actividad del sector de capital riesgo sigue siendo una gran desconocida entre el público en general, e incluso entre agentes sociales y económicos directamente afectados o potencialmente interesados.

Los objetivos perseguidos con este estudio pretenden, en primer lugar, reducir muchas de las deficiencias de información acerca de esta actividad, difundiendo los aspectos básicos de la actividad de inversión en capital riesgo entre los principales interesados. En segundo lugar, el estudio ha procurado profundizar en dicho conocimiento dando respuesta a las principales preguntas que actualmente se plantea el propio sector tras un fuerte período de ajuste. Finalmente, y a la vista de las conclusiones obtenidas, pasar revista a una serie de problemas y potenciales soluciones para potenciar el papel de este sector en la economía.

Sobre la base de los datos aportados por más de cincuenta firmas de capital riesgo activas, tanto en operaciones en fases tempranas como en compras apalancadas (*buyouts*), el estudio permite identificar, desde la perspectiva de los propios operadores:

- El origen de las principales fuerzas competitivas que influyen en la actividad actualmente.
- La forma en que las firmas de capital riesgo responden a la realidad competitiva del sector, estableciendo sus ventajas competitivas a lo largo del proceso interno de actividad.



- El impacto del entorno económico-social en la actividad.
- El papel que puede jugar la Administración Pública en este contexto.

Para la realización de trabajo, se enviaron cuestionarios a más de doscientas entidades de capital riesgo, y se recibieron un total de 53 respuestas, lo que supone una tasa de respuesta superior al 25%. Además, el equipo de investigación realizó 21 entrevistas personales seleccionadas con los gestores de dichos fondos, que permitieron recabar información cualitativa adicional, complementando y ampliando los resultados generales de los cuestionarios sobre los diversos procesos que configuran el ciclo de actividad del sector: captación de fondos, identificación y selección de oportunidades de inversión, negociación y estructuración de las operaciones, proceso de "due diligence", seguimiento, implicación y aportación de valor de los inversores en las compañías participadas, proceso de desinversión o salida.

Resultados y conclusiones

Captación de fondos

- La actividad de capital riesgo es altamente cíclica. En este contexto, la reputación de los gestores y su probada capacidad para ofrecer los rendimientos esperados son los factores críticos que determinan la supervivencia de las entidades de capital riesgo y, a la vez, las principales barreras de entrada al mercado para las nuevas firmas.
- El acceso de los suministradores de fondos a las entidades de capital riesgo más reputadas y que ofrecen los mejores rendimientos es restringido debido a que están copadas por los inversores ya existentes. Cuánto mejor sea el desempeño de un fondo, mayor es su capacidad para retener a los inversores ya existentes en el mismo. Dada la opacidad sobre los rendimientos de los fondos en el mercado, la mejor opción para nuevos inversores entrantes es la participación por la vía fondos de fondos o la entrada en las mejores firmas a través del mercado secundario de participaciones.
- En el sector de capital riesgo, resulta muy difícil identificar modelos de gestión, de aportación de valor y de gobierno, aun cuando el proceso de inversión es muy similar en todas las operaciones. Las prácticas de bench-



- marking, control de calidad y transparencia habituales en otros sectores son prácticamente inexistentes en este sector.
- El sector experimenta un proceso continuo de globalización, en el que los proveedores de fondos invierten cada vez más y manera más frecuente en firmas de distinto origen geográfico. Los fondos, a su vez, procuran encontrar los mejores proyectos de negocio en ámbitos geográficos más extensos, y las empresas participadas persiguen a su vez estrategias de crecimiento en mercados internacionales.
- En los diferentes mercados europeos, el peso relativo de determinadas fuentes de los fondos captados o el uso de determinados vehículos para canalizar el ahorro privado hacia esta actividad sigue presentando algunas diferencias significativas. El origen de los fondos invertidos en Europa, excluyendo el Reino Unido, está dominado por el sector financiero y bancario, mientras que el sistema anglosajón y americano permite una canalización del ahorro del pequeño inversor, a través de planes de pensiones, hacia la actividad de capital riesgo.

Estrategia de inversión y selección de oportunidades

- La mayoría de las oportunidades de inversión (deal flow) de los fondos tiene origen en la red de relaciones y contactos de los propios gestores. Sin
 embargo, el aumento observado de las subastas para determinadas operaciones tiende a erosionar el valor de una red de contactos como ventaja
 competitiva en el sector.
- Los firmas de capital riesgo son cada vez más proactivas y sistemáticas en la búsqueda de nuevas oportunidades. Dedican más tiempo a efectuar prospecciones en el mercado en busca de compañías objetivo con alto potencial.
- Se observa en el sector un aumento del nivel de competencia en el acceso a las operaciones, en razón de la escasez de operaciones que se adapten a las exigencias de los fondos para invertir en etapas tempranas y a la fuerte competencia por operaciones de inversión en fases más avanzadas del desarrollo empresarial. Actualmente, los fondos dedican mayores recursos al segmento de operaciones apalancadas, por su menor riesgo y, también, debido a que en Europa ofrecen rendimientos más interesantes que el capital riesgo "puro". De acuerdo con los resultados de este estudio, los opera-



dores del sector esperan que esta tendencia se mantenga. Además, los gestores entreven en un futuro cercano la entrada en el sector de fondos cada vez más especializados en segmentos determinados (según tamaño, sector o área geográfica).

- Muy pocos fondos operan bajo el umbral de un millón de euros, cifra considerada en el sector como representativa del persistente desajuste, conocido como "equity gap", que existe entre la demanda de capital riesgo (el capital que buscan las compañías en busca de financiación (demanda) y la oferta de capital riesgo (la cantidad que invierte el sector).
- La identificación de oportunidades de inversión es una actividad que se desarrolla crecientemente a escala internacional. Las diferencias culturales influyen cada vez menos como obstáculo para la gestión del proceso inversor, el cual se realiza con equipos gestores compuestos con profesionales de diferentes países y en diferentes áreas geográficas.
- Se observa, además, una tendencia al aumento de las operaciones sindicadas en Europa, en muchos casos con la participación de fondos de distinta procedencia. En España, el número de operaciones sindicadas es inferior al de los principales mercados de la UE. La razón más frecuentemente aducida por los gestores de fondos contactados para incorporarse a un acuerdo de esta naturaleza es la búsqueda de capacidades complementarias o aprendizaje, aunque denotan un consenso tácito hacia el reparto del riesgo como un motivo también a tener en cuenta.

Estructuración financiera y negociación de una operación de capital riesgo

- Una buena estructura financiera en una operación de capital riesgo es aquella que proporciona el equilibrio óptimo entre riesgo y rendimiento y alinea las expectativas e intereses entre los inversores y los gestores de las compañías receptoras de los recursos financieros.
- Los inversores de capital riesgo utilizan una serie de mecanismos y técnicas financieras y contractuales con el fin de proteger su inversión, y, a la vez, establecer una serie de controles que permiten lograr que la compañía participada pueda ser gestionada de una forma eficaz y se desarrolle, creando valor para todas las partes implicadas. Estos instrumentos se encuentran muy estandarizados en el sector.



• Cada estructura financiera propicia unos efectos específicos en términos de incentivos. Para estructurar una operación de capital es muy importante que los inversores y los emprendedores comprendan y analicen la naturaleza de sus propios intereses y necesidades, su poder de negociación relativo, el papel que puede jugar en la negociación la información, el conocimiento y/o la experiencia que cada uno dispone, etc. Sin embargo, es a la vez clave que también analicen y comprendan qué es lo relevante para la otra parte, en cada una de estas dimensiones, como una base para una preparación adecuada y una configuración de expectativas acorde con la situación de negociación en particular.

Basado en los resultados de los cuestionarios y en las entrevistas realizadas:

- Los gestores consideran que los aspectos más complejos a la hora de negociar con los emprendedores son las cláusulas anti-dilución, los derechos sobre opciones de venta ("put rights"), las condiciones de acuerdo con personas clave del equipo emprendedor (contratación, no competencia, etc.) y el proceso de due diligence.
- De forma consistente con los resultados anteriores, seleccionaron como motivos principales de una posible ruptura de una negociación, en primer lugar, al precio y la participación en el capital y, en segundo lugar, a aquellos aspectos estratégicos del negocio que incidan directamente en la viabilidad del proyecto.
- La inyección de capital por tramos, el grado de implicación del inversor en las operaciones de la compañía, la composición del Consejo de Administración o los derechos de supervisión y acceso a la información de la compañía son consideradas materias de negociación de complejidad media-baja.
- Finalmente, es recomendable efectuar el proceso de due diligence cuanto antes. Aunque piensan que obtener representaciones y garantías es importante, acuerdan que resulta clave efectuar las comprobaciones oportunas. El estudio revela que un 40% de las due diligence suponen en algún momento la renegociación de los términos del posible acuerdo de inversión.



Creación de valor y desinversión

- La mayoría de los fondos contactados se declara partidario de un enfoque activo para el control, seguimiento e implicación con la compañía participada una vez efectuada la inversión. Los indicadores de gestión activa revelan hasta cuatro empresas por socio en promedio con una dedicación de cuatro días por mes y participada en promedio.
- Sin embargo, cuando valoran la influencia de las actividades de seguimiento y valor añadido en la creación de valor futuro (plusvalías) para el inversor, consideran que la mayor parte de este valor futuro (en un 80% en promedio) procede de una buena gestión en la identificación y evaluación de las inversiones.
- En cualquier caso, consideran que las actividades de valor añadido tras una inversión son, en líneas generales, más importantes en las inversiones en empresas jóvenes que en empresas establecidas en fases más avanzadas.
- Las principales áreas que los operadores consideran que aportan valor a las compañías participadas tienen que ver con la definición de la estrategia y la política y gestión de los recursos humanos, y no así con la gestión de la tecnología, donde sus conocimientos y experiencia son más exiguos que el de los gestores de la participada.

Recomendaciones para los operadores

Es conveniente que las entidades y sociedades de capital riesgo realicen un esfuerzo para implantar algunas prácticas que son habituales en otros sectores más maduros. Las principales recomendaciones en este terreno inciden en la instauración de prácticas de autorregulación y gobierno, así como en la adopción de instrumentos que contribuyan a la mejora de los procesos internos de la actividad. Algunas de las posibles recomendaciones en este ámbito podrían resumirse en las siguientes:

Implantar prácticas de gobierno y gestión contrastables y promover la
excelencia en la gestión de los procesos internos de la actividad. Sería
recomendable el uso y estandarización de procesos, junto a la incorporación de indicadores que permitan evaluar la calidad.



- Generalizar la suscripción de códigos de conducta, como, por ejemplo, el impulsado por la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA).
- Desarrollar y difundir el uso de modelos que permitan la comparación de prácticas de gestión en el sector
- Dotar de una mayor transparencia a las prácticas anteriores así como los resultados obtenidos por la actividad inversora.
- Explorar el desarrollo de canales y plataformas de colaboración con el tejido empresarial y redes de inversores privados a fin de difundir la aportación del sector de actividad a la economía y el crecimiento.

Agenda para la Administración

A la luz de los resultados y conclusiones del estudio y el contraste de los mismos con publicaciones y estudios precedentes, es posible derivar un conjunto de sugerencias o recomendaciones generales que la Administración Pública puede tomar en cuenta para llevar adelante medidas y políticas que contribuyan a atenuar o eliminar las fricciones entre los diferentes operadores y participantes implicados en este sector; y a mejorar y/o modificar determinadas condiciones de entorno que frenan el despegue de la actividad de capital riesgo o impiden el pleno aprovechamiento de su potencial.

Es deseable que la Administración Pública actúe para suprimir "cuellos de botella" y suplir déficits propios del ciclo de la actividad de capital riesgo, interviniendo en todo momento como catalizador de un entorno más favorable para el desarrollo de dicha actividad.

Para ello, se ha de tener en cuenta la necesidad de avanzar de forma coordinada en las siguientes ocho áreas prioritarias para la acción:

- 1. Facilitar y promover la entrada de nuevos proveedores de fondos.
- 2. Dinamizar la actividad inversora de los operadores actuales.
- 3. Fomentar la actividad inversora de capital riesgo en las fases iniciales de empresas de nueva creación.

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR



- 4. Promover y facilitar un entorno más proclive a la iniciativa emprendedora y el crecimiento.
- 5. Acelerar a reforma del marco legal y fiscal que afecta la iniciativa emprendedora y la actividad de capital riesgo.
- 6. Fomentar la profesionalización de los Consejos de Administración en empresas no cotizadas y el funcionamiento eficaz de los órganos de gobierno de las empresas familiares.
- 7. Difundir y reconocer el papel del capital riesgo en la comunidad.
- 8. Promover la implantación en el sector de prácticas de autorregulación y gobierno, y la adopción de instrumentos que contribuyan a la mejora de los procesos internos y transparencia de la actividad.



8. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Principales conclusiones del estudio

La realidad del sector de capital riesgo es compleja, con la participación de múltiples agentes, el impacto de elementos externos y la propia dinámica cíclica de la actividad. Este estudio ha tratado de reflejar la realidad actual del sector europeo de *private equity*, o capital riesgo, desde la perspectiva de los propios operadores, es decir, de los gestores de los fondos. El "sector de capital riesgo europeo" no es una unidad homogénea, sino que refleja disparidades entre los diferentes países, principalmente en relación con el origen de los fondos captados, el destino de dichos fondos, o las fórmulas de desinversión más típicas.

En este capítulo final nos concentraremos en resaltar las principales conclusiones del estudio, seguidas por una serie de recomendaciones de posible aplicación por parte de los distintos agentes que, de una u otra forma, participan en el sector.

Captación de fondos

- En primer lugar, la dinámica de los flujos de fondos por parte de los inversores refleja claramente la naturaleza cíclica del mercado:
 - La relación entre captación de fondos al inicio de la actividad y los resultados obtenidos como colofón a las inversiones completa el ciclo de actividad.
 - Aunque el ciclo influye en la capacidad de captar fondos en un período determinado, la reputación del equipo inversor y la estrategia de inversión del fondo son los principales activos para atraer inversores.
 - Las firmas o gestores de private equity que demuestran buenos resultados son los que permanecen en el sector y obtienen los fondos suficientes, y aún más, para seguir funcionando.
 - Muchos proveedores de fondos (*limited partners*) prestan atención limitada a sus inversiones en *private equity*, en comparación con otros



componentes de su cartera de inversiones. Los fondos de pensiones europeos, por ejemplo, suelen tener invertido sólo el 2%, en promedio, en private equity, por lo que tienden a concentrar sus esfuerzos de gestión, seguimiento y control en otros activos con más peso en la cartera, como son el mercado inmobiliario o los mercados de renta fija o variable.

- La inversión en *private equity*, además del riesgo que lleva aparejado, tiene un atractivo limitado entre los inversores debido a que, entre otras razones y a diferencia de otro tipo de activos:
 - tiene escasa liquidez;
 - ofrece rendimientos a más largo plazo;
 - es difícil calcular el valor de la inversión en un determinado momento, y
 - los rendimientos muestran una gran dispersión de acuerdo a los distintos fondos.
- En segundo lugar, el estudio ha puesto de manifiesto un escaso peso relativo de instituciones proveedoras de fondos, tales como los fondos de pensiones, las compañías aseguradoras o los fondos de fondos:
 - A diferencia de los Estados Unidos, en la mayor parte de los países europeos, el peso de estos proveedores de fondos es menor, salvo el caso notable del Reino Unido.
 - En el mercado español, la presencia de este tipo de instituciones es incluso menor que la media europea. Distintas razones, tales como una regulación mejorable, el menor tamaño de los fondos de pensiones privados o el escaso desarrollo de instituciones intermediarias como fondos de fondos, explican esta situación.
 - Las pesimistas previsiones en torno al impacto de la regulación de Basilea, que anticipan un distanciamiento de las instituciones financieras
 actualmente el primer inversor del sector de capital riesgo europeodebería dar lugar a una reflexión sobre como incentivar la participación de estas instituciones.



- En tercer lugar, el entorno fiscal y legal del sector de capital riesgo europeo ha experimentando avances importantes, pero es mejorable en algunos aspectos:
 - Sería necesario ampliar los esfuerzos para lograr un vehículo paneuropeo que permitiese acomodar inversores de distinta procedencia a la vez que facilitase la actividad internacional de las firmas de *private equity*, teniendo en cuenta la multiplicidad de marcos legales y fiscales que intervienen de distintas formas a lo largo del ciclo de actividad.
 - Los profesionales del sector en España acuerdan mayoritariamente que el entorno fiscal y fiscal no resulta un freno al crecimiento de la inversión. La figura de la Entidad de Capital Riesgo es una estructura con unas características legales y fiscales muy satisfactorias. Sin embargo, la situación fiscal de los gestores españoles es más gravosa que la de sus homólogos en otros países.
- El entorno socio-económico juega un papel importante en la captación de fondos. La existencia de un tejido industrial innovador con ansias de crecimiento y renovación, y la actividad emprendedora, estimulan la aparición de expectativas optimistas sobre la inversión en *private equity*.
 - El capital riesgo no se nutre únicamente de compañías nuevas o jóvenes. El tejido industrial europeo está dominado por empresas familiares, muchas de las cuales afrontan o afrontarán en el futuro procesos de sucesión y podrían explotar su potencial de mercado con la entrada de recursos financieros y humanos más adecuados. El "emprender por la vía de la adquisición" es una oportunidad que brinda el sector de capital riesgo a través de las operaciones apalancadas, quizá infravaloradas.

Estrategia de inversión y selección de oportunidades

- Las claves de la estrategia de inversión y composición de carteras normalmente están determinadas antes de que el fondo entre en operación e incluso sea creado. En el documento utilizado para la captación de inversores, los futuros gestores establecen con claridad:
 - su ámbito de inversión;
 - el sector o los sectores y las compañías objetivo;



- el tamaño de las operaciones;
- las estrategias de aportación de valor; y
- las previsiones desinversión y rendimientos.

No obstante, durante la vida del fondo, las estrategias pueden experimentar cambios o ajustes para aprovechar mejor las posibles oportunidades.

- La orientación de la inversión en el sector de capital riesgo ha experimentado cambios durante los últimos años. Una vez pasada la eclosión de las tecnologías de la información que representó Internet, se puede afirmar que los inversores han retomado una posición más conservadora en la composición de las carteras y la selección de las inversiones:
 - Un efecto visible de este proceso ha sido la dedicación cada vez mayor de recursos al segmento de operaciones apalancadas, principalmente por su menor riesgo, pero también, porque este segmento ofrece, en Europa, rendimientos más interesantes que el capital riesgo puro.
- El desajuste entre el volumen de capital que buscan las compañías y la cantidad que los fondos están dispuestos a invertir, conocido como "equity gap", sigue existiendo:
 - Actualmente esta brecha se situaría alrededor de un millón de euros, cantidad que los inversores que operan en la etapa semilla y *start-up* reconocen como el umbral mínimo de inversión.
 - Este desajuste persistente entre oferta y demanda pone de relevancia la importancia de la financiación procedente de otras fuentes tales como inversores privados o business angels, así como de subvenciones, becas y otras iniciativas que aportan financiación a las compañías.
 - En el segmento de compras apalancadas esta cantidad mínima asciende en cambio a diez millones de euros.
- Al igual que la captación de fondos, la identificación de oportunidades de inversión es una actividad que se desarrolla crecientemente a escala internacional:



- Los fondos de un determinado tamaño no se circunscriben a las fronteras nacionales, casi de forma inmediata las compañías de países vecinos se convierten en objetivos de inversión.
- Las diferencias culturales cada vez son un menor obstáculo ya que ese frecuente que los gestores y analistas de los grandes fondos provengan de distintos países de origen.
- La sindicación entre inversores para una operación es cada vez más frecuente, aunque con menor frecuencia que en los Estados Unidos, donde además el número de fondos que participan en una operación es también mayor.
- La puesta en práctica de la estrategia de inversión y la creación de una cartera presupone y requiere la capacidad para acceder al tipo de compañías establecidas como objetivo:
 - La reputación y los contactos de los gestores y sus Consejos son clave para acceder a una masa crítica de oportunidades de inversión entre las que elegir.
 - Sin embargo, la competencia por invertir en compañías de alto potencial, la dificultad de acceder en exclusividad a determinadas compañías y el incremento de las operaciones ofertada mediante subastas, determina que los gestores de fondos sean cada vez más proactivos en la búsqueda de potenciales inversiones.

Estructuración financiera y negociación

- Una estructura financiera adecuada en una operación de capital riesgo es aquella que proporciona el equilibrio óptimo entre riesgo y rendimiento y alinea las expectativas e intereses de los suministradores de fondos y los gestores de dichas compañías. Los negociadores se centran en dos cuestiones principales: los incentivos que se ponen en acción y la prevención de posibles conflictos de interés.
- Es crítico que ambas partes sean capaces de ver la negociación desde la perspectiva de la otra parte (necesidades, poder de negociación relativo,



papel de la información, conocimiento y/o la experiencia que cada uno dispone, etc.). El proceso de negociación y la interacción parecen facilitar el intercambio de información, identificar intereses y necesidades (comunes o no) y, muy especialmente, para encontrar, de forma conjunta, soluciones apropiadas para abordarlos.

- Los gestores consideran que los aspectos más complejos a la hora de negociar con los emprendedores son las cláusulas anti-dilución, los derechos sobre opciones de venta ("put rights"), las condiciones de acuerdo con personas clave del equipo emprendedor (contratación, no competencia, etc.) y el proceso de due diligence. Por el contrario, la inyección de capital por tramos, el grado de implicación del inversor en las operaciones de la compañía, la composición del Consejo de Administración o los derechos de supervisión y acceso a la información de la compañía fueron valorados como materias de negociación de complejidad media-baja.
- Preguntados sobre los motivos principales de una posible ruptura de una negociación, seleccionaron en primer lugar al precio y la participación en el capital y, en segundo lugar, a aquellos aspectos estratégicos del negocio que incidan directamente en la viabilidad del proyecto.
- Finalmente, es recomendable efectuar el proceso de due diligence cuanto antes. Aunque piensan que obtener representaciones y garantías es importante, acuerdan que resulta clave efectuar las comprobaciones oportunas. El estudio revela que un 40% de las due diligence suponen en algún momento la renegociación de los términos del posible acuerdo de inversión.

Creación de valor y desinversión

• Una de las cuestiones clave en la inversión en capital riesgo es su capacidad para generar rendimientos superiores a otros tipos de inversión. A diferencia de otros activos, el inversor, en este caso a través de los gestores de los fondos, es un agente activo en la obtención de resultados, es decir, su implicación en el control de la evolución de la empresa, la aportación de sus propios recursos financieros, humanos o relacionales, y finalmente su participación en el proceso de desinversión, pueden resultar decisivos en los rendimientos de una operación.



- El grado de implicación de los gestores puede variar notablemente, aunque parece claro que el sector se ha asentado definitivamente en un modelo activo de aportación de valor (hands-on) en las compañías participadas, y no confía en la simple creación de valor debida la transacción:
 - Los gestores de los fondos tratan de controlar las acciones de la empresa y anticipar futuros acontecimientos con el fin de maximizar el rendimiento de una inversión y minimizar el riesgo. Aparte de la información a la que tiene acceso el fondo inversor, uno de los principales instrumentos de seguimiento es la participación de uno o varios miembros del equipo gestor en el Consejo de Administración, aunque la comunicación informal entre las partes es tanto o más importante que los términos formales pactados.
 - Los equipos gestores, especialmente aquellos que realizan inversiones en compañías más jóvenes, capital semilla, arranque u otros iniciales, prestan un apoyo continuo a la empresa participada en distintos aspectos.
- Los gestores de fondos concentran su aportación principalmente en el enfoque estratégico de la empresa. El área de recursos humanos y, en concreto, la profesionalización y composición del equipo directivo, es otro foco de atención de los gestores, especialmente cuanto más jóvenes sean las compañías. Sin embargo, la tecnología de un proyecto empresarial es quizá el área en la que un inversor percibe que su aportación puede ser menor.
- Aunque el proceso de seguimiento y aportación de valor se haya realizado satisfactoriamente y la empresa participada alcance finalmente un valor muy superior al de la entrada de los inversores, la materialización del valor creado a los inversores no es automática. Para culminar con éxito una inversión es necesario que el inversor asegure una salida beneficiosa:
 - Independientemente de que la realidad del mercado en un momento determinado influya en la elección de la fórmula de salida los resultados obtenidos, notablemente en el caso de las salidas a bolsa, la desinversión es una fase de la actividad de capital riesgo que debe ser cuidadosamente planeada y ejecutada.



- Aunque el inversor debe permanecer expectante a posibles oportunidades de desinversión que surjan, una parte importante de la formulación del proceso viene determinada por las condiciones de salida pactadas durante la negociación y estructuración de la operación.
- Los inversores también consideran que los gestores de fondos en que invierten pueden sucumbir a la tentación de vender prematuramente ante la cercanía de un nuevo proceso de captación de fondos, lo cual pone de manifiesto una vez más el carácter cíclico de la actividad.
- Una observación bastante generalizada en el sector señala las escasas opciones que existen para flotar nuevas compañías en mercados públicos. Tras los años dorados de la burbuja tecnológica son pocas las compañías que han realizado un proceso de salida a Bolsa, y prácticamente ha dejado de ser una opción realista para los inversores. Es más, tras esos años dorados, algunos mercados de los llamados "nuevos" o "tecnológicos" han prácticamente desaparecido o no representan una actividad significativa.

Recomendaciones para los operadores

La realización del estudio sobre el ciclo de *private equity*, o capital riesgo en su acepción más amplia, permite derivar un conjunto de recomendaciones destinadas a promover, facilitar, fortalecer y dinamizar este importante sector de actividad. Estas recomendaciones afectan en distinto grado y forma a los principales agentes implicados.

Por una parte, es adecuado que los operadores del sector aborden una serie de insuficiencias y déficits detectados que son atribuibles a factores endógenos del propio ciclo de la actividad. Aun cuando el sector y las prácticas de gestión, tanto en Europa como en España, muestran en muchos aspectos signos propios de una actividad todavía en formación, es conveniente que las entidades y sociedades de capital riesgo realicen un esfuerzo para implantar algunas prácticas que son habituales en otros sectores más maduros.

Las principales recomendaciones en este terreno inciden en la instauración de prácticas de autorregulación y gobierno, así como en la adopción de instrumentos que contribuyan a la mejora de los procesos internos de la actividad.



Algunas de las posibles recomendaciones en este ámbito podrían resumirse en las siguientes:

- Implantar prácticas de gobierno y gestión contrastables. Sería recomendable el uso y estandarización de procesos en la gestión y la incorporación de indicadores que permitan evaluar la calidad de su gestión.
- Generalizar la suscripción de códigos de conducta, como, por ejemplo, el impulsado por la Asociación Europea de Capital Riesgo (EVCA).
- Desarrollar y difundir el uso de modelos que permitan la comparación de prácticas de gestión en el sector.
- Dotar de una mayor transparencia a las prácticas anteriores así como los resultados obtenidos por la actividad inversora.
- Explorar el desarrollo de canales y plataformas de colaboración con el tejido empresarial y redes de inversores privados a fin de difundir la aportación del sector de actividad a la economía y el crecimiento.

Agenda para la Administración

En cuanto a la Administración Pública, debería, a través de diferentes iniciativas, promover las reformas necesarias para liberar el verdadero potencial del sector como impulsor del crecimiento, la competitividad y la innovación, en correspondencia con los pronunciamientos de la estrategia europea para alcanzar los objetivos de Lisboa.

Es deseable que la Administración Pública actúe para suprimir "cuellos de botella" y suplir déficits propios del ciclo de la actividad de capital riesgo, actuando en todo momento como catalizador de un entorno más favorable para el desarrollo de la misma. En este sentido, es necesario potenciar un mayor diálogo entre la Administración y los diferentes estamentos del sector de capital riesgo, mediante la creación de plataformas de discusión, con objeto de revisar y contrastar de forma conjunta posibles recomendaciones y/o acciones de carácter regulatorio o no regulatorio que afectan directa e indirectamente a esta actividad financiera en España. Junto con ello, se remarca la necesidad de conseguir avances de forma coordinada al nivel local y europeo en las siguientes ocho áreas prioritarias recomendadas para la acción:



1. Facilitar y promover la entrada de nuevos proveedores de fondos

- Eliminar las trabas a la inversión en capital riesgo de los fondos de pensiones y las compañías aseguradoras para que el peso de estos proveedores de fondos se asemeje al de estas instituciones en otros países europeos. En concreto, los principales obstáculos hacen referencia a los requisitos de liquidez requeridos para los activos en los que invierten las compañías aseguradoras y los fondos de pensiones.
- Asegurar que la entrada en vigor de nuevas iniciativas reguladoras a escala europea, tales como el nuevo acuerdo de Basilea relativo a la fijación de normas supervisoras sobre la suficiencia de capital en entidades financieras, no supondrá un alejamiento del sector de capital de riesgo de los principales proveedores de fondos actuales: bancos e instituciones financieras.

2. Dinamizar la actividad inversora de los operadores actuales

- Agilizar los trámites para la creación y registro de entidades y sociedades gestoras de capital riesgo desde la CNMV.
- Examinar el impacto de los requerimientos de información exigidos por la CNMV en relación con la actividad de las entidades o sociedades de capital riesgo y estudiar vías para su racionalización.
- Revisar la legislación en vigor y adecuar determinados aspectos tales como la imposición sobre las plusvalías atribuibles a los gestores de fondos de capital riesgo, tanto en lo que se refiere a la tributación de las retribuciones generadas (carried interest), como en lo que concierne a las actividades asociadas con su participación en el proceso de aportación de valor en las empresas participadas.

3. Fomentar la actividad inversora de capital riesgo en las fases iniciales de empresas de nueva creación

 Explorar vías para apoyar la creación de fondos de capital riesgo enfocados a sectores, etapas de desarrollo o áreas geográficas determinadas. Ejemplos de mejores prácticas en esta dirección son, en Europa, los distintos programas del Fondo Europeo de Inversiones, que prevén la participa-



ción de la Administración en fondos de capital riesgo, sin intervención de la misma en la gestión de tales fondos, o, en Estados Unidos, el denominado SBIC (Small Business Investment Company), un instrumento de apoyo muy efectivo utilizado en este país para facilitar la creación de empresa de base tecnológica.

Estimular la actividad de los inversores privados de riesgo, conocidos como business angels, en especial en aquellos segmentos de inversión donde su presencia complemente o sustituya la actividad de las entidades y fondos de capital riesgo, es decir en las fases de semilla y arranque. En concreto, se han detectado buenas prácticas en el entorno europeo en lo que concierne al desarrollo de programas de difusión de este tipo de inversión; el apoyo público a la creación de redes de business angels; la concesión de ventajas e incentivos fiscales a la inversión privada en empresas jóvenes e innovadoras; el desarrollo de programas de entrenamiento y formación destinados a inversores con escasa o nula experiencia; el establecimiento de mecanismos publico-privados de co-inversión con la administración.

4. Promover y facilitar un entorno más proclive a la iniciativa emprendedora y el crecimiento

- Incorporar e integrar la enseñanza de la iniciativa emprendedora y los elementos clave del lanzamiento y desarrollo de nuevos negocios en el sistema educativo en general o a través de las correspondientes organizaciones de apoyo al desarrollo empresarial.
- Reducir las brechas de información entre los agentes que ofrecen y demandan esta fórmula de financiación y facilitar el conocimiento completo de la actividad de capital riesgo:
 - desarrollando programas específicos de entrenamiento (venture academies) en estructuración y presentación de proyectos de negocio a potenciales inversores, dirigidos a emprendedores, empresarios y directivos, comunidad científica, universidades, escuelas de negocios, etc.
 - desarrollando programas específicos de instrucción dirigidos a inversores privados de riesgo o business angels.



Promover programas y desarrollar incentivos e instrumentos dirigidos a
empresas de tamaño medio o grande a fin de estimular la iniciativa
emprendedora en el seno de tales organizaciones y aprovechar el potencial
existente de innovación y crecimiento a través de diversos enfoques "intraemprendedores": nuevas unidades de negocio internas, empresas de nueva
creación gestionadas por antiguos empleados (spin-outs) impulsadas y/o
financiadas por las empresas matrices, joint ventures con otras empresas,
capital riesgo corporativo, emprender vía adquisición, etc.

5. Acelerar la reforma del marco legal y fiscal que afecta la iniciativa emprendedora y la actividad de capital riesgo

- Avanzar en la reforma del marco legal y fiscal que influye directamente en la creación de empresas, en correspondencia con las iniciativas europeas en la materia, recogidas por ejemplo en el Programa Multianual para la Empresa y el Espíritu Emprendedor (2007-2013) de la Comisión Europea o las recomendaciones de la propia Asociación Europea de Capital Riesgo entre otros:
 - simplificación de los requerimientos para el lanzamiento de empresas;
 - reducción de la carga de los costes administrativos y normativos que afectan la creación de empresas;
 - reforma del tratamiento legal de la quiebra de empresas, de forma de facilitar un cierre ordenado de las mismas o su eventual reestructuración; etc.
- Perfeccionar los procesos y procedimientos ligados a la aplicación y
 obtención de algunos de los incentivos y ventajas fiscales existentes en
 materia de gastos e inversión en I+D, transferencia de tecnología, contratación de personal investigador, acuerdos de cooperación entre empresas y
 centros de investigación, etc. (clarificación, simplicidad, cumplimiento
 legal, igualdad, efectividad del incentivo, etc.)
- Fortalecer la cooperación entre el sistema público de ciencia y tecnología y
 el sector privado, y ampliar y profesionalizar los canales de transferencia
 de tecnología, mediante la racionalización de los instrumentos existentes y
 el diseño de nuevos instrumentos en este campo.



- 6. Fomentar la profesionalización de los Consejos de Administración en empresas no cotizadas y el funcionamiento eficaz de los órganos de gobierno de las empresas familiares
- Basado en la experiencia de los Consejos en los que participan inversores
 de *private equity*, promover y alentar la profesionalización y dinamización
 de los Consejos de Administración de empresas no cotizadas con el fin de
 potenciar el papel y la aportación de este órgano de gobierno en el desarrollo y crecimiento a largo plazo de este tipo de empresas.
- Promover el crecimiento y la consolidación de las empresas de propiedad
 familiar a través de la profesionalización de sus equipos directivos y sistemas de gobierno corporativo y familiar y el acceso al capital externo, estimulando y apoyando desde la Administración la implantación y
 profesionalización de los Consejos de Administración; el desarrollo de
 Consejos de Familia y Protocolos Familiares; etc.
- 7. Difundir y reconocer el papel del capital riesgo en la comunidad
- Reconocer la aportación del sector de capital riesgo para el estimulo de la iniciativa emprendedora y del crecimiento, y apoyar la implantación de premios o galardones específicos a las mejores entidades/gestores del sector.
- 8. Promover la implantación en el sector de prácticas de autorregulación y gobierno, y la adopción de instrumentos que contribuyan a la mejora de los procesos internos y transparencia de la actividad en aspectos tales como
- Prácticas de gobierno/gestión contrastables; códigos de conducta; uso de modelos de comparación de prácticas de gestión, etc.



7. CREACIÓN DE VALOR Y DESINVERSIÓN

Una de las cuestiones clave en el ámbito de la inversión en capital riesgo es la capacidad de la industria para generar rendimientos superiores a otros activos. Como ya se ha visto, esta capacidad se acumula a lo largo de todo el ciclo de actividad, es decir, los rendimientos superiores se originan mediante la identificación de oportunidades únicas y accesibles exclusivamente a un determinado operador, los conocimientos para seleccionar las mejores entre ellas, y la posterior habilidad para negociar y concluir acuerdos ventajosos para los intereses de los inversores sin constreñir la capacidad de crecimiento de la compañía participada. Sin embargo, las fuentes de valor añadido de la inversión en capital riesgo no terminan aquí. Una parte sustancial de los rendimientos obtenidos se generan durante la fase de "aportación de valor" y "desinversión" (frecuentemente aparecen como *added value* y *harvesting* en la literatura anglosajona).

7.1. Tipo de relación y creación de valor en las compañías participadas

El grado de implicación de los fondos de capital riesgo en esta última fase es muy variable y constituye uno de los elementos distintivos de la estrategia de cada fondo. Según su grado de implicación en la creación de valor, los fondos pueden ser:

- "pasivos" o "hands-off", es decir, no se involucran en la compañía más allá de la negociación y cierre del acuerdo y se limitan al seguimiento de la compañía; o
- "activos" o "hands-on", es decir, optan por tratar de influir directamente en la evolución de la compañía.

Para muchos, esta aportación de valor es el rasgo principal de la industria. Otros gestores de fondos, aún siendo quizá *a priori "hands-off*", ponen en práctica un enfoque "reactivo", es decir, se involucrarán activamente en las compañías en cartera si detectan señales de alarma o si los emprendedores demandan su asistencia, aunque en principio se hayan mantenido ajenos a la evolución de las compañías, salvo para efectuar labores de control.



Cuadro 7.1. TIPOS DE RELACIÓN CON LAS COMPAÑÍAS PARTICIPADAS

Tipos de fondos	Relación con la compañía participada	
Pasivo ("hands-off")	Seguimiento de acuerdo a los términos de contrato Seguimiento financiero limitado	
Activo ("hands-on")	Co-desarrollo de la compañía participada Asociación activa con la compañía participada Implicación directa en la aportación de valor Seguimiento	
Reactivo "Control a distancia" sin implicación directa Aportación de vaor según necesidades o a petición de la compañí participada Seguimiento		

Las principales actividades de la implicación post-inversión son el seguimiento y control de la evolución empresarial y del equipo emprendedor, la participación en dominios clave de la gestión empresarial, y la preparación de la desinversión. La combinación de estas actividades permite a los inversores:

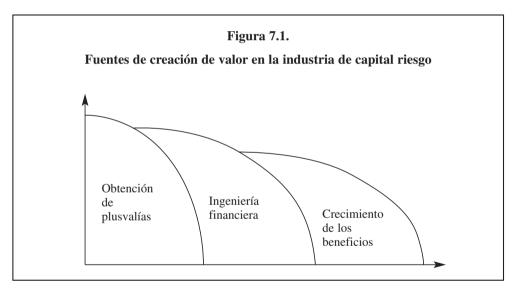
- minimizar el riesgo, y
- maximizar el beneficio, tanto a través de la presencia activa para favorecer la evolución de la compañía como por la participación en la confección de la salida más óptima.

A medida que la industria madura y los agentes se profesionalizan, la capacidad de obtener plusvalías por el simple efecto de la transacción disminuye. A este modelo básico de funcionamiento le sigue el sustentado en las habilidades de ingeniería financiera. Se diseña un paquete financiero beneficioso para el inversor, bien directamente a través de la realización de operaciones con una amplia proporción de deuda, o bien mejorando la gestión de la tesorería en las compañías que gestionan. Sin duda esto ya implica cierta aportación de valor para la compañía, y definitivamente la creación de valor para el inversor. En la actualidad, la actividad de los fondos parece definitivamente anclada en la desarrollo y crecimiento de los negocios en los que participan, trabajando conjuntamente con el equipo emprendedor y directivo de la compañía participada. En realidad, cuanto más aumenta la competencia por conseguir operaciones (como hemos visto, las oportunidades en exclusividad son cada vez



más infrecuentes) más necesaria se hace la aportación de valor como factor diferencial significativo de un fondo de capital riesgo. Entre los cambios más notables que han acontecido, principalmente en el mercado de las compras apalancadas se observa:

- exceso de capital;
- reducido acceso a operaciones en exclusividad;
- conocimiento y uso generalizado de ingeniería financiera;
- aparición de dificultades asociadas a los ciclos; o
- el surgimiento de nuevos competidores.

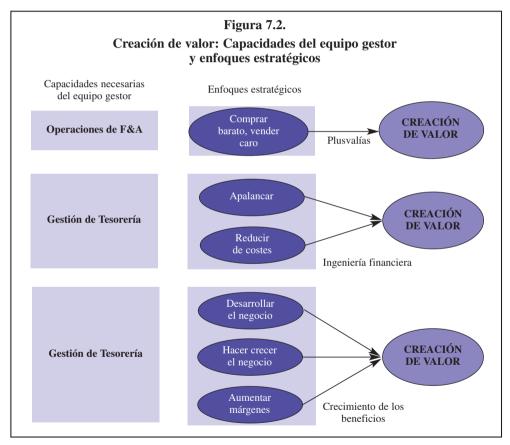


Fuente: Conferencia de inversiones EVCA 2004.

Según los resultados de este estudio se podría afirmar que se ha producido una tendencia generalizada hacia la presencia activa en las compañías participadas, o al menos, esta es la forma en la que los operadores de la industria perciben su modelo de negocio. La abrumadora mayoría de los gestores encuestados, el 97.56% confirman estar implicados activamente en las inversiones, el resto sólo se involucra si las compañías atraviesan dificultades. Absolutamente ninguno de los entrevistados considera su fondo pasivo o "hands-off".



Sin embargo, a pesar de la notable influencia sobre las compañías participadas, la principal creación de valor para los inversores se produciría, según los encuestados, a partir de la identificación, selección y realización de operaciones con las mejores oportunidades de inversión. Del valor total creado para el inversor, el 62% proviene de las actividades pre-inversión, mientras que la implicación directa del gestor en la compañía es la fuente del 38% restante.



Fuente: Conferencia de inversores EVCA 2004.

La presencia e influencia de los gestores en las decisiones estratégicas clave de la compañía no garantiza el mejor retorno para el inversor. Aunque en una compañía se haya producido un crecimiento espectacular y un notorio aumento del valor de la compañía respecto al momento de entrada del inversor, éste



puede perder parte del valor creado en una desinversión inoportuna o inapropiada. Evitarlo requiere planificación y conocimiento para discernir la mejor ocasión y momento, y puede resultar especialmente difícil en determinadas fases del ciclo.

"...En el éxito de la inversión influyen principalmente tres elementos: El primero es elegir bien (intuición, conocimiento del sector, analizar bien la operación, y sobre todo no meter la pata); el segundo aportar valor (conocer la competencia, a los equipos directivos del sector, gestionar bien, imponer una disciplina financiera, apoyar el crecimiento...); y en tercer lugar ... la suerte... los tres factores en partes iguales."

Pedro de Esteban, The Carlyle Group, España

Para los emprendedores, la implicación de los gestores de los fondos es un activo importante, especialmente en las etapas iniciales del desarrollo empresarial, en las que la experiencia de los inversores puede suplir muchas de las carencias del emprendedor — sobre todo en las áreas de gestión y aspectos financieros —. En fases de desarrollo posteriores, como en las operaciones de compra apalancada, la presencia de un fondo con gestores expertos también es importante, ya que puede ejercer de apoyo en negociaciones importantes e imponer una mayor disciplina financiera a la compañía.

La transferencia al inversor del valor creado debe asegurarse a través de un proceso de salida, lo cual hace esta última fase extremadamente importante para la industria. La premisa de la desinversión es un elemento omnipresente en la actividad de los fondos y está fuertemente relacionada con el ciclo de actividad de la industria. Durante la negociación y estructuración del acuerdo de inversión es uno de los elementos más importantes que está sobre la mesa.

Los inversores privados (*business angels*) tienen un enfoque más flexible respecto a la planificación previa de la salida. En general, tienen un horizonte de desinversión más lejano, algunos incluso se plantean la inversión como una renta futura, siendo la permanencia ilimitada en la compañía una opción para el inversor. Sin embargo, los inversores más expertos y que operan en tramos financieros superiores y cercanos a los de los fondos de capital riesgo son más deterministas y sí pactan y persiguen la desinversión con mayor intensidad.



La salida de las inversiones realizadas tiene implicaciones igualmente importantes para la compañía participada, ya que significa la entrada de un nuevo socio financiero o estratégico, la venta, o la salida de la compañía a bolsa. La desinversión también puede ser causa de conflictos entre el inversor y la compañía, ya que pueden tener diferentes intereses y preferencias respecto a este proceso.

7.2. Reducir pérdidas y maximizar beneficios

La toma de posición para minimizar el riesgo de una inversión comienza en la negociación de la operación y se materializa a través del acuerdo resultante y la posterior presencia en la compañía. Para ello, el inversor cuenta principalmente con tres fuentes de poder: financiero, social y formal.

El poder basado en la función financiera del inversor se sustenta en dos pilares: la financiación ya proporcionada, y de forma más importante, es un poder apoyado en las necesidades futuras de fondos que tendrá la compañía. En este sentido, las compañías saben que un inversor descontento es un mal compañero de viaje para acceder a financiación en el futuro. De forma más explícita, los fondos frecuentemente escalonan la provisión de fondos en distintos tramos, supeditados a la consecución de ciertos objetivos intermedios. En realidad, la financiación por tramos ("stage financing") es una herramienta muy potente para abandonar si no se alcanzan los objetivos fijados (el Capítulo 5 contiene información detallada sobre estos aspectos).

El aspecto social o relacional del poder del fondo se materializa a través de las relaciones personales que establecen los miembros del equipo inversor con los miembros del equipo emprendedor o directivo. La efectividad de establecer una relación cercana a la compañía puede ser mayor que la que se obtiene al ejercer las prerrogativas que aparecen en el contrato de inversión, y es una de las fórmulas de seguimiento y control que más beneficios reportan.

El inversor suele protegerse formalmente a través del uso de determinadas cláusulas que le permiten el acceso a la información, la posibilidad de abandonar o aumentar su participación en la compañía, o tomar parte en decisiones clave. El acuerdo de inversión también incluye provisiones referentes al seguimiento y control que desea ejercer el fondo inversor. A su vez, la intensidad del seguimiento y control dependerá de la demanda del inversor en el fondo. Ya



hemos visto como la demanda de información sobre las inversiones activas de los fondos de pensiones estadounidenses es superior a la de otros inversores. Entre las principales actividades de seguimiento y control se encuentran:

- la obtención de información regular sobre la realidad empresarial y las previsiones:
- la comprobación de la correspondencia entre la evolución real, el plan de negocio y la evolución de compañías competidoras;
- la presencia en el consejo de administración, o la nominación de un profesional externo como miembro.

La tarea de los inversores resulta mucho más sencilla si existen mecanismos en funcionamiento que aseguren la elaboración de información precisa, oportuna y en el momento adecuado. Este sistema de información se encargará de la provisión de información hacia los fondos de capital riesgo y también hacia el exterior. En el caso de que no fuese así, una de las primeras tareas del equipo inversor es implantar estos sistemas de información, que constituyen una importante aportación, valiosa para futuros procesos de captación de fondos, de venta, o de salida a bolsa.

La información sobre la compañía que reclama el gestor para el seguimiento de la compañía, y a partir de la cual se elaborará la información más adecuada para los inversores, se compone principalmente de:

- las cuentas de pérdidas y ganancias mensuales, acumuladas, y desviación respecto a los presupuestos;
- actualización mensual del balance, y situación respecto a los presupuestos;
- estado mensual de la tesorería y proyecciones;
- estadísticas de facturación al menos mensual:
- informes trimestrales con la principal información mencionada;
- cuentas anuales auditadas;
- informes sobre la evolución de productos en desarrollo,
- cambios en el personal;



- información sobre proveedores y clientes; o
- evolución, cambio y tendencias en el mercado.

Por supuesto, este listado de información es flexible y adaptable a las necesidades y posibilidades de cada compañía. En el caso de compañías en sectores cambiantes y de rápido crecimiento, la generación y el análisis de información interna en el momento preciso puede ser esencial.

Frecuentemente el seguimiento y control se lleva a cabo a través de un miembro del equipo gestor del fondo que participa en el Consejo de Administración. También puede llevarlo a cabo un experto o profesional externo, que haya participado en las negociaciones con la compañía o haya tenido algún tipo de relación con ésta.

Se puede afirmar que la tendencia predominante en Europa es la participación activa en las compañías, especialmente en las inversiones de capital riesgo puro. Se convierte en una participación más intensa a medida que la juventud de la compañía aumenta. Alrededor del 96% de los fondos se reconoce como inversor activo (resultados de la encuesta propia). Este hecho confirma el cambio de sentido hacia un modelo de inversión más activa, demandado tanto por compañías como por los proveedores de los fondos de capital riesgo.

Cada gestor de un fondo activo puede tener un conjunto de 2-7 compañías a las que sigue personalmente (la cartera individual más frecuente es de cuatro compañías) de cuyo Consejo de Administración forma parte (datos de la encuesta propia). De acuerdo con estos datos obtenidos en nuestro estudio, la dedicación media del gestor se estima alrededor de 5-6 días por mes para cada una de estas compañías. Si esto es así, se podría afirmar que el gestor dedica prácticamente la totalidad de su tiempo al seguimiento de las compañías en su cartera individual, Aunque esta dedicación media puede variar dependiendo de la fase en la que se encuentre el fondo y las compañías participadas.

"... cada miembro del equipo gestor tiene cuatro compañías bajo su dirección, a las cuales dedica tres o cuatro días al mes, aunque esto puede variar según la fase en la que se encuentre la compañía (por ejemplo, preparando una desinversión) o de si atraviesa dificultades."

Lawrence Garrett, 3i, Londres



Los llamados fondos con enfoque "reactivo" reducirán su actividad básica al control y seguimiento. Si la evolución de la compañía responde a las expectativas, permanecerán ajenos a su gestión. En cambio, si ocurren desviaciones importantes sobre los objetivos y expectativas, se implicarán de forma activa para asistir en la dirección de la compañía. Este enfoque suele ser conflictivo, ya que supone una entrada brusca del equipo gestor en la compañía que, por añadidura, se produce en una etapa de dificultades. Además ambas partes pueden tener una lectura diferente de los problemas y barajar distintas soluciones.

7.3. Los primeros cien días

La interacción entre el fondo de capital riesgo, los emprendedores y la compañía durante los primeros seis meses posteriores a la firma del acuerdo son esenciales; a menudo se conoce como periodo de "luna de miel". Estos primeros meses sentarán las bases de la relación entre ambas partes y definirán las expectativas de dicha relación. Por lo tanto, es necesario contar con un plan de acción detallado.

La selección de los miembros del equipo gestor del fondo asignados a una inversión resulta especialmente importante. En ocasiones puede tratarse de una sola persona o de varias si son necesarias para reunir el perfil requerido. El gestor o gestores seleccionados en general:

- han ocupado puestos de responsabilidad en el sector de la compañía objetivo, bien como directivos o como miembros de consejos de administración;
- dominan las prácticas de gestión y negociación de acuerdos complejos;
- si se trata de una inversión en capital riesgo, tendrán que tener experiencia en compañías jóvenes (el perfil idóneo sería en estos casos un antiguo emprendedor);
- poseen una gran capacidad analítica que les permite estructurar diferentes situaciones y articular conceptos y soluciones;
- están habituados a trabajar en entornos de gran presión y carga laboral;
- son personas especialmente dotadas para la comunicación y las relaciones;
- disfrutan de su trabajo y, por supuesto, son personas íntegras.



El primer paso que debe dar el inversor es "demostrar" al emprendedor y a los directivos de la compañía que el fondo y los gestores del fondo pueden jugar un papel positivo para el desarrollo de la compañía, e inmediatamente dejar claro como tienen intención de llevarlo a cabo. Durante estos primeros cien días los gestores del fondo y el equipo directivo se encargarán de comunicar el plan de acción que se pondrá en marcha como consecuencia de la entrada de los nuevos inversores. Evidentemente, la ejecución de éste no ha de verse como una imposición externa, sino que debe ser consensuada con los emprendedores y los directivos clave.

Durante esta primera etapa ambas partes tratarán de prever y corregir desarrollos negativos para la cooperación. Los principales problemas que pueden surgir por parte del emprendedor están asociados a:

- la ocultación de información importante por parte del emprendedor;
- la falta de formalidad, profesionalidad y efectividad en la planificación y ejecución de las reuniones del consejo;
- la subordinación de las relaciones con los inversores y consejeros respecto a temas operativos del día a día;
- la percepción de pérdida de autoridad frente a los inversores;
- la existencia de expectativas sobredimensionadas sobre el papel del equipo gestor.

Ciertas actitudes por parte de los miembros del equipo gestor activos en la compañía pueden generar conflictos y malentendidos que es necesario evitar o subsanar lo antes posible, entre otras:

- no asistir a los consejos y reuniones, acudir poco preparados, e incluso enviar a terceros;
- no estar disponible cuando es necesario tomar decisiones importantes;
- insistir en detalles menores y puramente administrativos;
- en el caso de sindicación, falta de coordinación con otros inversores:
- mantener una posición confusa en relación con el límite financiero del inversor respecto a futuras necesidades de capital.



7.4. Áreas significativas en la aportación de valor

Los fondos de capital riesgo tienden a dirigir su acción hacia las principales áreas de la gestión empresarial. Sin embargo, cada operación y cada equipo emprendedor son distintos, lo cual produce la individualización de la relación entre la compañía participada y el inversor y una concentración de la atención en las áreas donde su presencia es más necesaria. Emprendedores e inversores se especializan en el desarrollo y contribución a la compañía de diferentes capacidades. Por ejemplo, la red de contactos de los inversores en el medio financiero les permitirá concluir la búsqueda de financiación más eficientemente. Los emprendedores en cambio, son superiores en la identificación de oportunidades y en la consecución de recursos para aprovechar de forma novedosa estas oportunidades que aparecen. Cada una de las partes tiene por lo tanto intereses en maximizar la cooperación. De esta forma, las capacidades de unos y otros deberían llevar a una división del trabajo con el objetivo de obtener el máximo resultado a partir de la cooperación.

Para los inversores las principales áreas son los aspectos estratégicos, la puesta en marcha y consecución del plan de ventas, los recursos humanos y, por supuesto, las finanzas (ver Cuadro 7.2)

Cuadro 7.2. PRINCIPALES ÁREAS DE APORTACIÓN DE VALOR

Estrategia	1
RRHH	2
Ventas	3
Finanzas	4
Marketing	5
Tecnología	6

Fuente: Elaboración popia.

Los emprendedores y directivos, especialmente en compañías jóvenes, tienden a dedicar más tiempo del deseable a aspectos operativos de la gestión diaria de la compañía. Si además la compañía es altamente tecnológica, el equipo emprendedor se suele volcar excesivamente en el área tecnológica. En cambio, el inversor, al mantenerse a distancia del día a día de la compañía puede aportar una



visión más global. El inversor se asegurará durante la fase de negociación de que la compañía cuenta con un equipo directivo profesional y capacitado.

Al ser preguntados por la fórmula más efectiva de participación en la compañía, los gestores de fondos entrevistados para este estudio respondieron:

Cuadro 7.3. PARTICIPACIÓN EFECTIVA

Presencia formal	Presencia en el Consejo de Administración Presencia como Director no Ejecutivo Presencia en la Dirección de la compañía
Presencia informal	Llamar regularmente al equipo directivo Accesibilidad continua para el emprendedor Comunicación permanente y fluida Reuniones con los directivos mensualmente

Fuente: Elaboración popia.

Entre las principales inquietudes de los fondos se encuentran la superación de los objetivos intermedios, la anticipación de problemas para el cumplimiento del las previsiones, la evolución del mercado de referencia y de los competidores y el impacto en los objetivos a largo plazo. En consecuencia, el inversor traslada su opinión, más objetiva, sobre las ventajas y desventajas de iniciativas o inversiones, cambios en el plan de negocios o sobre las relaciones que mantiene la compañía con socios, clientes y proveedores clave. Por su cometido en la compañía puede ser percibido como un abogado del diablo, enfrentando al emprendedor con las peores expectativas.

La presencia del fondo de capital riesgo en la compañía tiene una faceta positivista tanto o más importante que la confrontación de la realidad y la anticipación de potenciales problemas. En este sentido, el conocimiento y experiencia de los gestores y su amplia red de contactos en diferentes ámbitos deben ser utilizados para descubrir y aprovechar nuevas oportunidades de crecimiento y desarrollo. Su presencia en la compañía y en el Consejo constituye un motor y una importante fuente de dinamismo.

La posición financiera presente y futura de la compañía participada atañen muy directamente al fondo inversor mientras que, por otra parte, el área finan-



ciera suele ser la más alejada de las prioridades del emprendedor; de nuevo, especialmente entre los emprendedores más inexpertos. Aquí, la experiencia de los gestores del fondo resulta de capital importancia a la hora de planificar y organizar las próximas rondas de financiación y las necesidades financieras a lo largo del crecimiento empresarial. El fondo inversor siempre ayudará en la identificación de potenciales inversores o compradores y la contratación de consultores e intermediarios necesarios para organizar dichos procesos.

7.5. Consideraciones desde el punto de vista fiscal en relación con la aportación de valor

La aportación de valor plantea una serie de cuestiones con notable trascendencia desde el punto de vista fiscal. Las más relevantes atañen a:

- Los honorarios por gestión.
- Los poderes del miembro del equipo asesor designado al Consejo de Administración de la compañía participada.
- Los costes financieros en los que incurre el fondo por el uso de créditos a corto plazo relativos al avance de capital solicitado a los inversores.
- El uso de stock options.

7.5.1. Honorarios por gestión y servicios intragrupo: deducibilidad en España

Entre estas cuestiones se encuentra el tratamiento fiscal de los pagos derivados de los servicios prestados al inversor por parte de los gestores de la inversión, en función del modelo elegido. Así, con frecuencia, los servicios de apoyo a la gestión dan lugar a cargos cuya deducibilidad para la entidad inversora, residente a efectos fiscales en España y vinculada con la entidad gestora, estará condicionada al cumplimiento de los requisitos que a estos efectos establece la Ley del Impuesto sobre Sociedades y que podrían resumirse en los siguientes términos:

 Existencia de un contrato escrito, celebrado con carácter previo, a través del que se fijen los criterios de distribución de los gastos incurridos por la entidad prestadora.



- El contrato deberá especificar la naturaleza de los servicios a prestar y los métodos de distribución de los gastos, atendiendo a criterios de continuidad y racionalidad.
- Por último, la deducibilidad de los cargos estará condicionada a su adecuación a las condiciones normales de mercado por aplicación de las normas generales sobre valoración de operaciones entre entidades vinculadas.

7.5.2. Funciones y poderes del gestor en España: Problema del establecimiento permanente

Otra de las cuestiones relevantes en el ámbito fiscal es la relativa al alcance de las funciones y poderes con que el gestor español cuenta para actuar en nombre del inversor no residente en España.

Como ya se apuntó a lo largo de este documento, la normativa fiscal establece la obligación de tributar en España a cargo de las entidades que cuenten con establecimiento permanente en territorio español, entendiendo por tal un lugar fijo de negocios desde el que la entidad realice su actividad.

En particular, se entiende (y así lo establecen los convenios de doble imposición suscritos por España) que una entidad no residente cuenta con establecimiento permanente en España cuando dispone en este territorio de una persona con poderes suficientes para contratar en su nombre, que ejerce habitualmente dichos poderes.

Por todo lo expuesto, resultará fundamental delimitar el alcance y contenido de los poderes que se hayan de conferir el gestor español para actuar por cuenta del inversor extranjero, a los efectos de determinar la posible existencia de establecimiento permanente en España.

7.5.3. Costes financieros

Normalmente, el inversor acude a instrumentos de deuda para financiar la inversión, generando con ello unos gastos financieros cuyo aprovechamiento fiscal por la entidad inversora constituye un factor decisivo a la hora de diseñar el modelo a seguir.



Con carácter general, la entidad inversora, residente en España, que se endeuda para financiar la inversión, podrá aprovechar fiscalmente los gastos financieros generados, en su Impuesto sobre Sociedades, con las siguientes limitaciones:

Cuando la deuda procede de entidades vinculadas sin residencia fiscal en la Unión Europea, la deducción de los intereses podría quedar limitada por aplicación de las normas de subcapitalización. Estas normas entrarán en juego en los supuestos en que la relación deuda-capital fiscal (esto es, fondos propios menos el resultado del ejercicio) supere el ratio 3:1.

En el ámbito de las entidades reguladas, para el aprovechamiento fiscal del gasto financiero por parte de las Sociedades de Capital Riesgo, deberá tenerse en cuenta que, por lo general, la mayor parte de las rentas de estas entidades (o, al menos, las que constituyen su objeto social principal, esto es, los dividendos y plusvalías de cartera) disfrutan de exención casi total en el Impuesto sobre Sociedades.

En consecuencia, podría darse la circunstancia de que estas pérdidas financieras no pudieran compensarse con un nivel suficiente de ingresos tributables, lo que podría obligar a revisar el esquema a implantar o, en su caso, a buscar la generación de ingresos gravables en la Sociedad de Capital Riesgo en relación con actividades que la Ley permita realizar a estas entidades (por ejemplo, servicios de asesoramiento).

7.5.4. Fidelización del equipo directivo y captación de directivos

Habitualmente, la adopción de medidas tendentes a la fidelización del equipo gestor se traduce en el reconocimiento de una serie de beneficios retributivos vinculados al rendimiento de la compañía y, respecto los cuales, la fiscalidad es un componente nada desdeñable.

Entre los conceptos salariales destinados a retribuir la gestión del equipo directivo que más habitualmente se establecen por las compañías, podrían destacarse los dos siguientes:

- Stock options.
- Bonus diferidos en el tiempo.



Sus aspectos fiscales más destacados podrían resumirse en los siguientes términos:

- Constituyen gastos fiscalmente deducibles para el pagador residente fiscalmente en España, a efectos de su Impuesto sobre Sociedades.
- Para el gestor, son rendimientos del trabajo personal que tributarán al tipo de gravamen correspondiente de acuerdo con la escala general del I.R.P.F. (marginal máximo del 45%).

No obstante, tales rendimientos podrán disfrutar de una reducción del 40% cuando el período de generación sea superior a dos años y no se obtengan de forma periódica o recurrente.

En el caso de los rendimientos derivados de la concesión de *stock options*, la base sobre la que se aplicaría la reducción del 40%, en su caso, estaría limitada por el resultado de multiplicar el número de años de generación del rendimiento por el salario medio anual del conjunto de los contribuyentes del I.R.P.F. (importe que se establece con carácter anual y que para el ejercicio 2003 ascendió a €17.900).

7.6. La relevancia del Consejo de Administración

Para los inversores, la forma más eficiente, y también más habitual, de participación es nombrar un miembro del equipo gestor como consejero. Las responsabilidades básicas de un Consejo de Administración son:

- Revisar, orientar y aprobar la estrategia de la compañía.
- Comprobar y supervisar la marcha del negocio.
- Controlar y supervisar adecuadamente los principales rasgos del negocio.
- Supervisar y asesorar al ejecutivo principal y su equipo directivo.
- Nombrar, evaluar, fijar la retribución y planificar la sucesión del ejecutivo principal.
- Nombrar, evaluar, fijar la retribución y planificar la sucesión de otros ejecutivos de primer nivel.



- Revisar y aprobar el plan estratégico y los presupuestos operativos.
- Aprobar decisiones financieras clave.
- Supervisar en representación de los accionistas y fijar políticas de dividendos.
- Establecer las políticas de comunicación e información con los accionistas, mercados, clientes y opinión pública.

Los consejeros procedentes de los equipos inversores se muestran más activos que otros consejeros, en especial en lo referente a temas estratégicos y de desempeño¹, y constituyen un buen ejemplo para los consejeros de todo tipo de organizaciones².

A través de los Consejos los inversores pueden jugar un papel importante como motor del crecimiento empresarial, priorizando su actuación sobre los temas clave y estableciendo objetivos y acciones para conseguirlos. Con este fin se organizarán comisiones de trabajo que se plantean la incorporación a corto plazo de consejeros cuyo perfil se adecue a los objetivos perseguidos. La autocrítica también forma parte de la labor del Consejero/s proveniente del fondo, que deberían impulsar el dinamismo y desempeño de los Consejos de forma periódica. Un objetivo de los equipos gestores del fondo es que los consejos de las compañías en las que participan tengan un tamaño operativo y una implicación activa de sus miembros. En general, estas son las características más apropiadas para los consejos, especialmente compañías en etapas iniciales u poco diversificadas.

Sin embargo, los Consejos en los que participan los fondos de capital riesgo no están exentos de un mal funcionamiento o de incumplir su cometido. Entre los principales errores que un consejo debe evitar, especialmente en la etapa crítica de arranque, se encuentran:

- La autocomplacencia en tiempos de bonanza, evitando sacar a la superficie los aspectos más preocupantes para la compañía.
- Manifiesta inaptitud para afrontar dificultades crónicas por parte de consejeros que han permanecido por largo tiempo en la compañía.

¹ Fried, Bruton and Hirsch, 1998.

² Thurow, 1992.



- Excesiva carga de trabajo de los consejeros originarios del fondo de capital riesgo, que pueden formar parte de muchos consejos o no disponer del tiempo suficiente.
- Aparición de intereses divergentes entre nuevos y antiguos consejeros.
- Un papel poco conciliador del director general o emprendedor.
- Discrepancias entre los socios de un sindicato de inversión.
- Falta de liderazgo.
- Pérdida de confianza en la dirección.
- Ceder pronto a la opción de abandonar en etapas difíciles.

En el caso de las compañías en mercados cambiantes y dinámicos es necesario que los consejos puedan responder con rapidez a los retos que enfrentan las compañías, y anticipar las estrategias más adecuadas a dichos cambios. Para ello, los consejos deberían trasformarse en preactivos en lugar de reactivos (ver Cuadro 7.4).

Cuadro 7.4. PRINCIPALES ELEMENTOS DEL CAMBIO

De	A
Corregir el pasado	Preparar el futuro
Agendas unilaterales	Agendas consensuadas
Tratar de dar respuesta a muchos problemas sin profundidad	Enfocarse
Tratar siempre los mismos temas	Adaptarse permanentemente a los retos y prioridades
Consejeros con plazos prolongados	Consejeros con plazos más cortos seleccionados en función de retos y prioridades
Evaluar subjetivamente	Planear, actuar, medir y evaluar objetivamente

Fuente: Elaboración propia, estudio en desarrollo para el CEFIE.

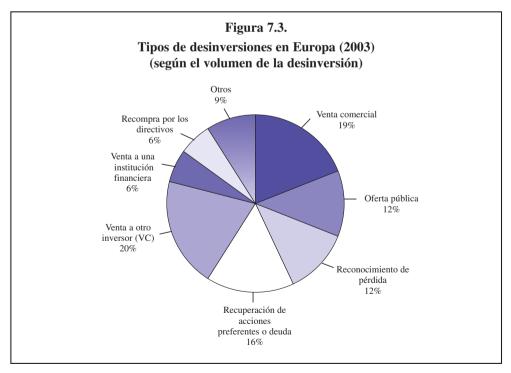
7.7. La gestión de la desinversión

Aunque el equipo gestor del fondo haya realizado una aportación de valor adecuada y se hayan alcanzado los objetivos perseguidos, no se garantiza la transmisión del valor creado al inversor, para ello es necesaria una solución de desinversión adecuada. Como hemos visto, el equipo gestor ya ha anticipado



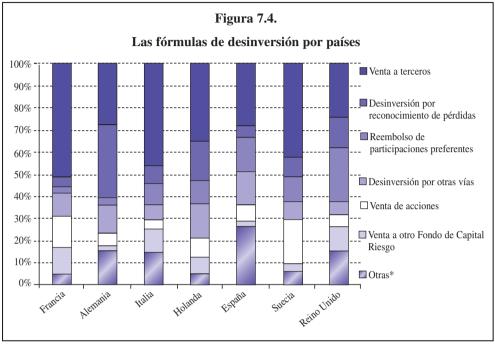
diversos escenarios de salida en la estructuración del acuerdo de inversión. Sin embargo, las desinversiones se ven afectadas por los efectos del carácter cíclico de la industria de capital riesgo tanto o más que otras actividades del proceso de inversión. En concreto, la forma en que se lleva a cabo, el momento y los rendimientos obtenidos influyen y determinan aspectos clave de la desinversión.

Frecuentemente, cuando se menciona la desinversión se piensa automáticamente en la salida a través de una oferta pública de acciones, aunque no es la fórmula más habitual, especialmente si la industria se encuentra en una fase bajista del ciclo. Para un inversor en capital riesgo la salida puede realizarse de varias formas, siendo la más común la venta de la compañía a un tercero. Entre las otras fórmulas se encuentran la venta de la participación a otro inversor (conocida como operación secundaria), la venta al equipo directivo o la recuperación del valor invertido en acciones preferentes y deuda. En los casos más desafortunados, el reconocimiento de pérdidas, *write-offs*, también supone una forma de desinversión (ver Figura 7.3).



Fuente: EVCA 2004.





Fuente: EVCA 2004.

Nota: * Incluye Venta a instituciones financieras, IPO, Buyback y No disponible.

Una desinversión, aunque parezca una actividad puntual, conlleva un proceso que debe ser planificado, supone elegir el momento adecuado y la fórmula más conveniente para la compañía. Se debe buscar el consenso entre los intereses de los distintos accionistas (entre los que se incluyen los emprendedores) y respecto a los criterios que primarán en la decisión de transacción, es decir, el precio, las condiciones o el comprador. Igualmente, requiere la participación de actores diferentes al empresario y el inversor, cuyo desempeño y la coordinación entre las partes determinarán el éxito de la desinversión. Cada vez más, la presencia de una firma de consultoría es más habitual en las transacciones.

7.7.1. Cuándo desinvertir

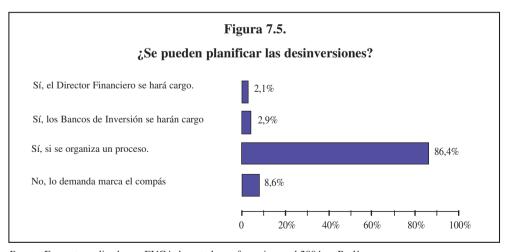
La necesidad de preparar la futura desinversión ya aparece como un tema clave en la negociación del acuerdo de inversión. Como se ha visto en el capítulo anterior, en el momento de la entrada se pactan determinadas condiciones



referentes a la desinversión. Cuando llega el momento de la salida hay una serie de aspectos en los que un buen inversor ha trabajado desde la entrada en la compañía:

- identificación de los puntos débiles de la compañía que puedan dificultar la salida;
- mejorar el equipo directivo, los sistemas, la imagen de la compañía y reducir la dependencia de un número limitado de proveedores y clientes;
- controlar los potenciales riesgos (fiscal, medioambiental, social...);
- hacer un seguimiento de los compradores potenciales y promover los contactos informales entre el equipo directivo y el comprador;
- delimitar las características de la transacción y enfocarse hacia los aspectos claves (la proposición debe ser simple y atractiva).

Evidentemente diversos factores contextuales y la aparición de oportunidades y ofertas de desinversión influencian en la forma y el momento en que ésta se produce. Los profesionales de la industria reconocen mayoritariamente que la salida es una operación que debería ser cuidadosamente preparada y planificada, e incluso en el caso de que sean los compradores interesados los que susciten la operación, la compañía debe estar preparada para aprovechar las oportunidades que puedan surgir (ver Figura 7.5).



Fuente: Encuesta realizada por EVCA durante la conferencia anual 2004 en Berlín.



Algunos inversores tienen muy claro el horizonte temporal de permanencia en la compañía, mientras que otros tienen un enfoque más flexible –especialmente los inversores en etapas tempranas, cuya salida de la compañía es más difícil de predeterminar. Es frecuente que inversores y emprendedores acuerden que tras la consecución de determinados objetivos el inversor buscará dejar la compañía, y por lo tanto, a medida que el cumplimiento de dichos objetivos se aproxima ambas partes empezarán a preparar la operación de salida. Los inversores, a su entrada, se forman ciertas expectativas respecto a cuántos y a qué futuros compradores podrá interesar la compañía y efectúan un seguimiento de éstos.

Cuando se trata de maximizar el retorno, la selección del momento de salida es esencial, especialmente en inversiones que no están funcionando como se esperaba. Una venta en el preciso momento puede marcar la diferencia entre un beneficio aceptable, aunque modesto, o la asunción de una pérdida significativa.

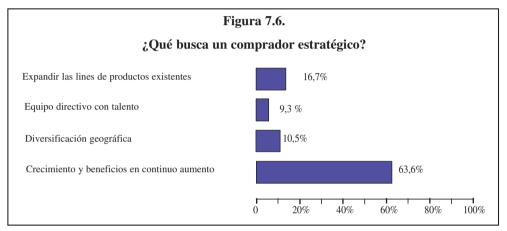
La decisión de desinversión es una de las más difíciles para los inversores. Por una parte, cuando la compañía participada afronta dificultades, el inversor tiende a alargar la permanencia en la compañía, buscando explicaciones externas, tales como el estado general del sector o la fase del ciclo, que justifiquen una pobre evolución y ofrezcan esperanzas de recuperación. Por otra, la decisión de salir cuando a una compañía le va todo bien es igualmente compleja; es posible que el inversor sobreestime la capacidad de la compañía para mantenerse en esta posición y obtener resultados más ambiciosos.

Muchos fondos implementan soluciones que les permiten tomar las decisiones de salida de forma más organizada y planificada, como por ejemplo la creación de un Comité de Desinversión (*Exit Committee*), que se reúne cada cierto tiempo para planificar las opciones más adecuadas, examinar la situación de las compañías participadas, el cumplimiento de los objetivos fijados, o decidir una operación de desinversión.

Algunos fondos con un historial amplio de funcionamiento tienen la posibilidad de recurrir a diferentes fórmulas de *benchmarking* interno que se pueden establecer en base a la experiencia acumulada de fondos anteriores. Por ejemplo, la evolución de los flujos de tesorería distribuidos a los inversores indica-



ría la situación del fondo respecto a un determinado estándar de rendimiento. Si en un periodo determinado se está lejos de la situación media de los fondos de referencia señalaría la necesidad de considerar la desinversión de ciertas operaciones. Estos mecanismos internos de control y *benchmarking* no son aplicables a todos los operadores en el mercado, ya que se supone que se han completado los cierres de varios fondos anteriormente.



Fuente: Encuesta realizada por EVCA durante la conferencia anual 2004 en Berlín.

7.7.2. Cómo desinvertir

Aunque la fórmula de salida que más atención pública genera es la salida a bolsa ésta no es la más habitual, especialmente durante los últimos años, ya que su éxito depende en gran medida de la situación los mercados de valores. La venta comercial de la compañía y la venta a otro inversor dentro de la propia industria de capital riesgo han sido los mecanismos más frecuentes en el año 2003. En comparación con otros países, en España la desinversión por salida a bolsa ha sido muy infrecuente: sólo cuatro compañías financiadas con capital riesgo realizaron una OPA en 2003. Aunque todos los indicios señalan que este tipo de operaciones se recuperarán a corto plazo, el déficit estructural del mercado, ocasionado por la inexistencia de mercados para compañías jóvenes, no parece tener una solución inmediata. En España son mucho más populares las ventas comerciales y las recompras por los directivos que en otros países (*buy-back* o *secondary buy-outs*). En cambio, las operaciones secundarias de venta a otros equipos inversores, frecuentes en otros mercados, en España son raras.



Se ha mencionado ya que el proceso desinversor engloba a varios agentes. Una salida a bolsa o una venta en subasta, por ejemplo, involucran a uno o varios bancos de inversión, un gabinete asesor legal, o a firmas de consultoría que se encargarán de organizar el grueso, o parte, del proceso.

Además de la necesaria coordinación entre las partes que participan en un proceso de desinversión, los emprendedores e inversores deben buscar las fórmulas más convenientes para ellos. La búsqueda de un comprador estratégico, la venta de la participación a un socio financiero, una subasta o una salida a bolsa tienen diferentes implicaciones para la compañía participada y los inversores.

Las salidas a bolsa

La salida a bolsa es un evento crucial en la vida de una compañía. Las razones por las que una compañía, junto con su grupo de inversores, decide salir a bolsa son variadas: desde la necesidad de fondos para financiar una mayor expansión, facilitar la adquisición de otras compañías, incluir a los trabajadores en el accionariado o hasta dar salida a los actuales inversores.

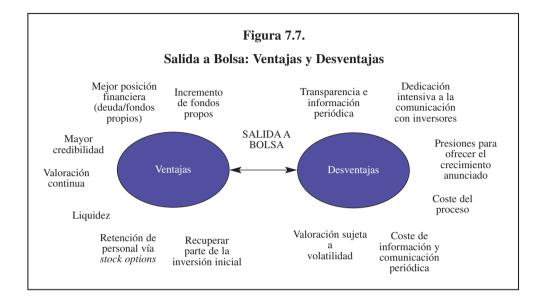
Una salida a bolsa requiere un intensivo proceso de preparación que afecta a todas las áreas de la compañía, tanto a empleados como a directivos e inversores. Pero es que además también crea expectativas en numerosos agentes externos, como los organismos de supervisión de los mercados de valores, la prensa, los bancos de inversión o los analistas financieros. Por lo tanto, son muchos los factores que juegan en el éxito de una salida a bolsa.

En sí misma, la consideración de una OPA es una señal de que la compañía ya ha alcanzado una situación en la que ha probado su modelo de negocio y su gestión y es capaz de atraer a un nutrido grupo de fuentes de financiación. Sin embargo, la compañía debe considerar los aspectos positivos y negativos de una salida a bolsa (Ver Figura 7.7).

Entre los aspectos que una compañía debería poner en orden mucho antes de considerar una salida a bolsa están:

 La composición de un equipo gestor altamente profesional y la selección de un grupo de consejeros y bancos de inversión apropiados y con experiencia en estas operaciones.





- El establecimiento temprano de un plan de oferta de acciones y de stock options.
- La revisión de todos los contratos y las posibles contingencias legales de la compañía, tanto con proveedores como socios o bancos.
- El análisis de los derechos adquiridos con los inversores actuales.
- La imposición de controles y procedimientos contables adecuados.
- La selección del banco o bancos de inversión que dirigirán el proceso.
- La preparación de una estrategia de comunicación clara dirigida a los inversores potenciales.
- La selección del mercado de salida adecuado. A este respecto la compañía deberá tener en cuenta el nivel de liquidez, las capitalizaciones medias, la cobertura geográfica, la calidad de los miembros del mercado, el grado de regulación y la reputación y visibilidad del mercado.

En los meses inmediatos a la salida a bolsa, la compañía, así como sus asesores y las entidades financieras, deben asegurarse que se llevan a cabo ciertas diligencias y trámites:



- Informar a los organismos del mercado de valores de la decisión de salir a bolsa antes de hacer ningún anuncio público.
- Revisar el plan de opciones con los inversores y garantizar la posibilidad de compensar con opciones a nuevos empleados.
- Preparar toda la documentación necesaria para facilitar y agilizar el proceso de *due diligence* que llevarán a cabo los bancos de inversión participantes.
- Establecer una agenda clara, detallada y efectiva de las acciones a realizar y las responsabilidades de cada parte involucrada.

Una oferta inicial de venta no es una alternativa de última instancia y puede significar un serio peligro si no es la fórmula más adecuada para la compañía. Durante los ejercicios previos al año 2000, un gran número de compañías salió a bolsa, de las cuales ahora se puede asegurar que una parte significativa lo hizo de forma prematura, lo que dificulta la capacidad de reacción de la compañía y pone en peligro su viabilidad.

Si una compañía no consigue atraer capital de ninguna otra forma debería considerar si el llevar a cabo su plan de negocios a través de una oferta inicial de venta tiene aún sentido. En definitiva, una salida a bolsa no es un fin en sí mismo, sino un instrumento para conseguir un objetivo.

Re-venta de la participación a la dirección de la compañía (Secondary buyouts)

La reventa de la participación del fondo de capital riesgo a los directivos, que pueden ser los propios emprendedores, es un mecanismo habitual en muchos países europeos. En España más del 25% del volumen y de las operaciones de desinversión se realizan de esta forma.

La re-venta al emprendedor o la dirección suponen una opción de salida para el inversor cuando no existen compradores comerciales, lo cual puede ocurrir en situaciones de reestructuración interna o cuando el sector atraviesa dificultades: También es posible que los compradores no sean los más adecuados o no exista acuerdo entre los accionistas respecto a las alternativas existentes. Entre las ventajas de estas operaciones está el carácter de incentivo al desempeño de los directivos que supone la posibilidad de recompra de la participa-



ción. Igualmente, permiten transacciones con elementos específicos, como la permanencia minoritaria de los vendedores o la aparición de temas de competencia en el sector originados por la transmisión a un comprador que posee ya una parte importante del mercado de referencia. El conocimiento entre el equipo directivo y el fondo de capital riesgo facilita la anticipación de las expectativas de ambos grupos.

El riesgo de este tipo de operaciones para los inversores viene dado por la consideración temprana de una recompra sin haber explorado otras oportunidades. En estos casos, las negociaciones no contarán con una referencia de mercado, ni con una alternativa, dando lugar a una situación en la que la dirección de la compañía acumula mayor poder en la negociación de la operación. La posición del equipo directivo en la preparación de cualquier tipo de desinversión es crucial. Los inversores deben respetar la opción de recompra, ya que de otra forma la oposición de la directiva puede desincentivar a los potenciales compradores, especialmente cuando la dirección es una de las fortalezas estratégicas de la compañía.

La organización de subastas

Los procesos de subastas se organizan tanto para permitir la entrada de fondos externos como para facilitar la salida de los actuales fondos de capital riesgo. Estos procesos tienen tantas ventajas como desventajas, y la compañía y el fondo implicados deben tomar precauciones antes de lanzarse a un proceso de este tipo. Los procesos de subasta fallidos envían una señal muy negativa al mercado, tanto a inversores y compradores como a clientes y proveedores, y desmotivan a la dirección de la compañía. Para el inversor, pueden retrasar significativamente la salida de la compañía. Antes de comenzar un proceso de subasta deben asegurarse lo siguiente:

- Existencia de un buen número de compradores interesados.
- Definición de los límites de la transacción, cuanto más homogéneo sea el negocio más fácil resultará.
- El precio es el principal elemento de la operación.
- El negocio es comprensible sin necesidad de publicar información comprometida.

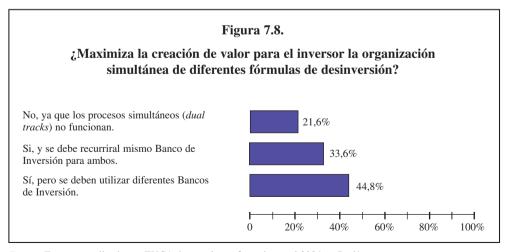


 Los organizadores de la venta y los asesores han establecido una buena reputación en cuanto al tratamiento equitativo y transparente de los involucrados en la operación.

En los procesos de subasta la selección de los organizadores es clave ya que son operaciones que requieren dedicar atención detallada a cada uno de los compradores, gestionar la información que reciben, transmitir confianza respecto a las opciones de cada uno de ellos y, a la vez, mantener la posición de poder de la compañía en la negociación.

La preparación de procesos duales

A menudo las compañías y los gestores organizan diferentes alternativas de forma simultánea, por ejemplo, una salida a bolsa y una venta, o una operación de recompra por la dirección y una venta. Sin embargo, la complejidad que engendran desaconseja los procesos paralelos, ya que a menos que las preferencias de la compañía o de los inversores sean totalmente neutrales es más eficiente perseguir una única fórmula de desinversión. En los casos de procesos duales los operadores consideran que es conveniente encargar a distintos bancos la preparación de una u otra modalidad y no ambas al mismo banco, ya que éste podría tener sus propias inclinaciones hacia la conveniencia de un proceso u otro.



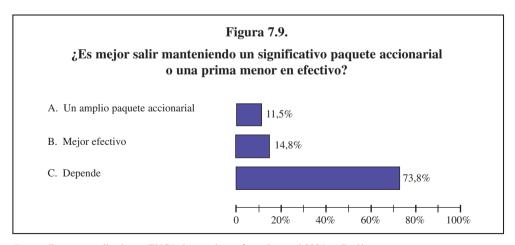
Fuente: Encuesta realizada por EVCA durante la conferencia anual 2004 en Berlín.



El inversor como socio permanente

Con frecuencia, tras una salida a bolsa, los inversores no liquidan toda su participación en la compañía y mantienen una posición en el accionariado, incluso después del fin del periodo durante el cual, por la imposición de ciertas cláusulas, no pueden vender su participación. De todos modos, tampoco es frecuente que tras una salida a bolsa el fondo o los inversores mantengan una posición amplia en la compañía, ya que el mercado podría percibir como negativo la permanencia de un grupo que inequívocamente abandonará la compañía en el corto plazo para la estabilidad de la compañía. El mantenimiento de acciones por parte de los inversores tras la salida a bolsa es una práctica más importante en los Estados Unidos que en Europa, claramente relacionado con el mayor dinamismo y liquidez de un mercado como NASDAQ.

Las operaciones de salida pueden combinar pago en efectivo y un paquete accionarial. El reparto de acciones por una parte de la inversión puede tener varias desventajas para los inversores institucionales en capital riesgo: La valoración a la hora de distribución de las participaciones a los inversores institucionales y la posible doble imposición. Algunos inversores prefieren claramente el enfoque "más vale pájaro en mano que cien volando", aunque en general todas las opciones son consideradas y depende del caso, las valoraciones en juego, la situación de los mercados bursátiles y la posición del fondo (ver la Figura 7.9).



Fuente: Encuesta realizada por EVCA durante la conferencia anual 2004 en Berlín.



7.7.3. El efecto del ciclo en la desinversión

Los rendimientos también están altamente asociados al ciclo de actividad de la industria. Según la opinión de académicos expertos en el sector, los rendimientos obtenidos además están relacionados con el volumen de fondos captados en un determinado periodo³ —es lo que se conoce como el fenómeno "too much money chasing deals" (demasiado capital en busca de oportunidades), un fenómeno marcado por la poca liquidez del mercado de capital riesgo, la segmentación de la inversión en diferentes activos y la imposibilidad de ajustar rápidamente la oferta y la demanda (ver Capítulo 2).

El problema surge con la aparición de expectativas no racionales respecto a las oportunidades existentes. En la medida en que el flujo de capital hacia la industria sea mayor que el incremento en el valor de las compañías objetivo y el incremento en el número de oportunidades de inversión aparecerá un desajuste entre la oferta y la demanda de capital riesgo. Este exceso de oferta provocará un ajuste al alza del precio (valoración de las compañías), al que se añade el largo periodo de ajuste entre oferta y demanda en el segmento de capital riesgo. Por todo ello, las valoraciones durante un periodo concreto puedan resultar considerablemente más altas que el valor de la compañía. Sin embargo, no es posible distinguir la causa del efecto, ya que es posible que altas valoraciones envíen una señal positiva al mercado en relación con el potencial de las oportunidades existentes, provocando un incremento en los flujos de capital hacia la industria.

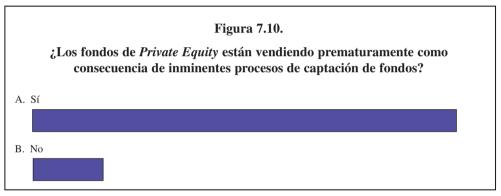
Hemos visto en este capítulo que en las decisiones de desinversión se debería buscar la maximización del beneficio para todos los participantes en la transacción. El carácter cíclico de la industria interactúa con otros factores de inversión intrínsecos a la operación, como la selección del momento y la fórmula más adecuados desde el punto de vista de compañía e inversor, tienen un fuerte efecto sobre los rendimientos obtenidos.

Por un lado, los inversores son conscientes de la dificultad de obtener altos rendimientos cuando las valoraciones de entrada han sido excesivas, lo que suele ocurrir en periodos de euforia. También frecuentemente, aunque no es la alternativa

³ Gompers and Lerner, 2001.



más deseable, las salidas vienen marcadas por necesidades internas de los propios gestores de los fondos, tales como por ejemplo la necesidad de mejorar el flujo de retorno a los inversores en el fondo que gestionan o presentar resultados reales ante la expectativa de captación de nuevos fondos. En bastantes ocasiones, ante un inminente proceso de captación de fondos, la presión por desinvertir para presentar resultados reales lleva a los gestores a vender por debajo del potencial que representa la operación. Lo deseable es tomar la decisión de vender en relación con el mercado, la madurez de la compañía, o el potencial de crecimiento por materializar y no en función del estado del conjunto de la cartera del inversor, ya que las operaciones pueden resultar sub-óptimas (ver Figura 7.10).



Fuente: Encuesta realizada por EVCA durante la conferencia anual 2004 en Berlín.

En particular, se achaca a los fondos más jóvenes una mayor premura al desligarse de sus inversiones, ya que ante una nueva captación de fondos necesitan mostrar buenos resultados a los inversores, mientras que los fondos con una reputación más establecida no están tan presionados en ese sentido. También se busca aprovechar una buena evolución de los mercados de valores o evitar una próxima caída o cambio de ciclo.

El principal activo para captar nuevos fondos por parte de los equipos gestores es la existencia de un historial de éxito y altos rendimientos. Si las desinversiones no tienen lugar o no producen dichos rendimientos resultará muy dificil atraer a nuevos inversores. Dentro de este carácter cíclico de la industria, la fase final del ciclo de actividad, la desinversión, y la inicial, la captación de fondos, están estrecha e indisolublemente ligadas.

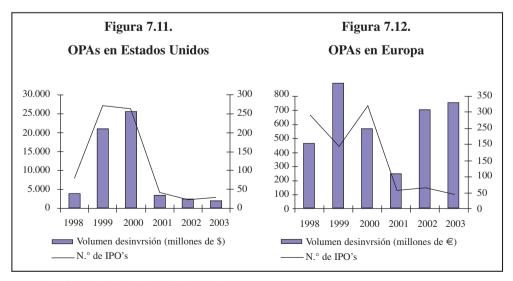


7.7.4. Entorno y desinversión

La desinversión es junto con la captación de fondos uno de los elementos más influenciables por el carácter cíclico de la industria de capital riesgo.

Durante los últimos años de la década de los noventa hasta el año 2000 las compañías, principalmente las tecnológicas, accedían con relativa facilidad a los mercados públicos y había un gran número de compradores, tanto financieros como estratégicos, interesados en la adquisición de compañías. Al contrario, tras el efecto de la burbuja tecnológica, los inversores han tenido que esperar la aparición de mejores condiciones que permitiesen obtener los rendimientos buscados. En la actualidad, los gestores e inversores consideran que los mercados financieros europeos no proporcionan la liquidez deseable.

Si bien las salidas a bolsa no son la fórmula más importante de la desinversión, es cierto que marcan el "sentimiento" de la industria. Así, perspectivas de escasa liquidez retraen a los actuales inversores en la industria e comprometerse en nuevos fondos. En este aspecto, Europa es claramente deficitaria, ya que la relación entre el capital invertido y el retorno de capital a través de procesos de venta inicial de acciones es mucho más favorable en los Estados Unidos que en Europa (ver Figuras 7.11 y 7.12).



Fuente: PWC para Estados Unidos, EVCA para Europa.



7.7.5. Aspectos fiscales a tener en cuenta en la desinversión

Las principales cuestiones fiscales que afectan a la desinversión son principalmente la aparición de plusvalías y el reparto de dividendos.

Plusvalías

Las plusvalías derivadas de la eventual transmisión de las participaciones en el vehículo por parte del sujeto inversor tendrían el siguiente tratamiento fiscal, en función del esquema elegido:

- Si quien participa directamente en el vehículo de inversión es una persona física residente en España, la plusvalía por la transmisión de sus participaciones tributará al 15% si ha poseído la participación durante más de un año.
- Si el período de tenencia de la participación fue de un año o inferior, la potencial plusvalía tributará al tipo de gravamen resultante de la aplicación de la escala de gravamen contenida en la Ley del I.R.P.F.

Tratándose de un inversor persona jurídica, la renta generada en la transmisión de las participaciones tributará al 35%, si bien podrá, bajo ciertos requisitos, disfrutar de una deducción en la cuota para evitar la doble imposición por la parte de la renta que se corresponda con reservas no distribuidas de la entidad transmitida, generadas durante el período de tenencia de las participaciones.

Asimismo, las rentas derivadas de la transmisión de participaciones en entidades no residentes gozarán de exención para evitar la doble imposición en el Impuesto sobre Sociedades, bajo ciertos requisitos:

- Si el inversor es no residente en España, la renta tributará en España al tipo del 35%, excepto que:
 - resulte de aplicación un convenio para evitar la doble imposición que exima de tributación en España a esta renta;
 - se trate de participaciones en Entidades de Capital Riesgo.



Las mismas normas serán de aplicación en los supuestos de liquidación de la entidad inversora. Por el contrario, las rentas derivadas de supuestos de desinversión materializada a través de procesos de reorganización empresarial (por ejemplo, fusiones) disfrutarán, con carácter general y bajo ciertos requisitos, del régimen de aplazamiento de rentas que establece la normativa fiscal.

Dividendos

Por último, es posible que la repatriación de las rentas derivadas de la inversión, con carácter previo a la salida, se realice a través del reparto de dividendos o distribución de beneficios. En tal caso, el régimen fiscal de tales rentas sería el siguiente:

- Tributación en el I.R.P.F. según las normas generales de este impuesto si el socio es persona física residente en España: integración en su base imponible general al 140%, quedando gravado al tipo resultante de aplicar la escala de gravamen y disfrutando de una deducción en la cuota del 40% sobre el dividendo bruto.
- Tributación en el Impuesto sobre Sociedades al tipo del 35%, si el perceptor es una sociedad residente en España, si bien podrá eliminar la doble imposición total o parcialmente, en función del porcentaje de participación (superior al 5%) y el período de tenencia de la participación (1 año). No obstante la deducción será total cuando se participe en Entidades de Capital Riesgo, con independencia del porcentaje de participación y del período de tenencia.
- Tributación en el Impuesto sobre la Renta de No Residentes si el preceptor del rendimiento no es residente fiscal en España. El tipo de gravamen será el general del 15% o el inferior que establezca el convenio para evitar la doble imposición que resulte aplicable.

Cuando se trate de dividendos o repartos de beneficios procedentes de Entidades de Capital Riesgo, obtenidos por no residentes en España, tales rendimientos no estarán sometidos a tributación en España.



7.8. Listado de cuadros y figuras

Figuras

- Figura 7.1. Fuentes de creación de valor en la industria de capital riesgo
- Figura 7.2. Creación de valor: Capacidades del equipo gestor y enfoques estratégicos
- Figura 7.3. Tipos de desinversiones en Europa (2003) (según el volumen de la desinvesión)
- Figura 7.4. Las fórmulas de desinversión por países
- Figura 7.5. ¿Se pueden planificar las desinversiones?
- Figura 7.6. ¿Qué busca un comprador estratégico?
- Figura 7.7. Salida a Bolsa: Ventajas y Desventajas
- Figura 7.8. ¿Maximiza la creación de valor para el inversor la organización simultánea de diferentes fórmulas de desinversión?
- Figura 7.9. ¿Es mejor salir manteniendo un significativo paquete accionarial o una prima menor en efectivo?
- Figura 7.10. ¿Los fondos de PE están vendiendo prematuramente como consecuencia de inminentes procesos de captación de fondos?
- Figura 7.11. OPAs en Estados Unidos
- Figura 7.12. OPAs en Europa

Cuadros

- Cuadro 7.1. Tipos de relación con las compañías participadas
- Cuadro 7.2. Principales áreas de aportación de valor
- Cuadro 7.3. Participación efectiva
- Cuadro 7.4. Principales elementos del cambio

7.9. Bibliografía

- Cable, D. M. and Shane, S. (1997), "A prisoners' dilemma approach to entrepreneurs venture capitalists relationship", *The Academy of Management Review*, Vol. 22 (1).
- Fried, V. H., Bruton, G. D. and Hisrich, R.D. (1998), "Strategy and the Board of Directors in venture capital-backed firms", *Journal of Business Venturing*, Vol. (13), pp. 493-503.

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR

- Fried, V. and Hisrich, R. (1995), "The Venture Capitalist: A relationship investor", *California Management Review*, Vol. 35 (2).
- Gompers, P. (1998), "Contracting and control in venture capital", *Harvard Business School*.
- Gompers, P. (1995), "Optimal investment, monitoring and staging of venture capital", *Journal of Finance*, Vol. 1 (5).
- Sapienza, H. J., Manigart, S. and Vermeir, W. (1996), "Venture capitalists governance and value added in tour countries", *Journal of Business Venturing*, Vol. 11, pp. 439-469.
- Thurow, L. (1992), Head to Head, New York: William Morrow & Co.



Los inversores de capital riesgo en compañías en fases tempranas utilizan un conjunto de mecanismos financieros y proceso contractuales para reducir los altos niveles de incertidumbre y de asimetrías de información y prever las posibles tensiones o conflictos de interés asociados con el cúmulo de posibles *barreras* e *incentivos* anteriormente descriptos. No obstante ello, la mayoría de los instrumentos que veremos a continuación, así como los principios que explican su uso, son también aplicados en líneas generales en el diseño y estructuración de operaciones de financiación de compañías establecidas en etapas más avanzadas de su desarrollo empresarial.

Con independencia del tipo de operación, lo que buscan los inversores de capital riesgo a la hora de estructurar las operaciones radica básicamente en maximizar su retorno; minimizar sus riesgos financieros, y cubrirse frente a los posibles conflictos de interés que pueden surgir con los gestores de las compañías en que invierten. Para ello, negocian la incorporación en los acuerdos de inversión de una serie de mecanismos de control y de asignación de recursos con los siguientes objetivos:

- Proteger financieramente la inversión.
- Alinear sus intereses e incentivos con los de los promotores/gestores de la compañía.
- Gestionar el acceso a la información crítica de la compañía objetivo.
- Controlar el proceso de decisión en la compañía participada.

Los mecanismos de contratación y control principales que se utilizan en las operaciones de capital riesgo para alcanzar estos objetivos son:

- El proceso de evaluación y análisis exhaustivo previo a la decisión de inversión.
- La inversión de capital por etapas.



- El uso de títulos convertibles.
- El uso de cláusulas restrictivas para limitar posibles conflictos de interés.
- El uso de incentivos y contratos con personas clave del equipo directivo del proyecto.
- La participación en el Consejo de Administración de la compañía participada.

Típicamente, una operación de inversión de esta naturaleza comportará las siguientes instancias clave:

- El inversor o los inversores toman participaciones en el capital social de una compañía privada a cambio de una cantidad de dinero.
- Los inversores, por lo general, adquieren acciones preferentes, lo que les otorga el derecho prioritario a recibir las retribuciones o reembolsos correspondientes en caso de venta o liquidación de la compañía.

Cuadro 6.1. CUESTIONES CLAVE OBJETO DE ANÁLISIS ANTES Y/O DURANTE LA NEGOCIACIÓN

Emprendedor versus Inversor						
– El perfil de cada negociador (Quién es)						
Las metas, objetivos, intereses y necesidades de cada parte implicada						
Los riesgos percibidos por cada parte y las posibles soluciones para abordarlos						
La forma en que cada parte espera invertir sus recursos en la compañía						
El nivel de incertidumbre que rodea la situación/operación						
 El grado de información/conocimientos disponible (proyecto, oportunidad, etc.), y el perfil de las fuentes de información de cada parte 						
El nivel de poder relativo para precipitar o cambiar cosas						
El margen de maniobra que cada parte tiene para actuar, y sus opciones alternativas si no se llega a un acuerdo						
- El valor de los posibles derechos/opciones de cada parte en función de posibles escenarios diferentes						
La forma en que cada parte espera obtener valor de sus derechos u opciones						

- La cuantía de valor que cada parte puede apropiarse de la otra parte

- Los factores de entorno (sector, economía real y financiera...)

- El marco fiscal y legal de la operación

Etc.

- La compañía, y en algunos casos los fundadores, conceden al inversor una serie de garantías, penalizaciones, etc. asociadas con hechos o acontecimientos de la compañía y la actividad de negocio de la misma.
- Los inversores reciben varios derechos por parte de la compañía, incluyendo el derecho a recibir y/o acceder a la información financiera u otra información relacionada con la misma.
- Los inversores reciben derechos de representación o participación en el Consejo de Administración.
- Los derechos de las partes en el caso de desinversión (venta de la compañía o salida a Bolsa) se definen expresamente.

A continuación, revisaremos brevemente las razones que subyacen en el uso de estos instrumentos y mecanismos financieros y contractuales.

6.1. Análisis pre-inversión (due diligence)

El proceso de análisis que antecede y fundamenta la decisión de inversión, denominado también *due diligence* pre-inversión, consiste básicamente en un proceso de recogida de información, evaluación y validación que el inversor acomete para reducir riesgos, y en especial, para reducir las fuertes desventajas de información que, evidentemente, posee en relación con los emprendedores. Esta primera evaluación comprende un análisis detallado del plan de negocio, del sector en que la compañía pretende operar, su posicionamiento en el mismo, el nivel de competencia y el perfil de los competidores existentes, los antecedentes del equipo promotor, el modelo de negocio (cómo la empresa generará sus ingresos), etc. El inversor efectúa este análisis hasta un punto que le permita discernir que existe una razonable posibilidad para seguir adelante o no con la operación.

Si tras esta evaluación no media ningún obstáculo para el desarrollo de la negociación y estructuración del acuerdo, los temas que los inversores están especialmente interesados en proteger se abordan con la incorporación en los contratos de una serie de garantías, cláusulas restrictivas u otros mecanismos legales. A partir de ese momento, se desencadena un proceso de comprobación o *due diligence* más detallado que el anterior, tendiente a implementar y estructurar el acuerdo. Cabe destacar que es deseable que tanto el inversor



como el emprendedor efectúen este proceso de *due diligence*. El acuerdo potencial puede suponer una relación entre cuatro y siete años si todo va bien y resulta esencial que ambas partes generen la confianza suficiente de que dicha relación puede ser beneficiosa para ambos. Un proceso de *due diligence* supone, además, comprobar si existe un verdadero encaje entre el inversor y el equipo promotor del proyecto en relación con la forma de hacer las cosas y gestionar el proyecto y su desarrollo. En ocasiones, la falta de "química" puede detectarse durante dicho proceso.

Desde el punto de vista del inversor, una acción de *due diligence* en su versión más "detallada" se centrará típicamente en las siguientes cuestiones¹:

- Validación de los supuestos del plan de negocio y del modelo de negocio
- Análisis del sector y la competencia
- Riesgos de la inversión y estrategias para la gestión de riesgos
- Puntos fuertes y débiles del equipo emprendedor y de las personas clave promotoras del proyecto
- Comprobación de referencias
- Compromiso personal, financiero, etc. de o los promotores del proyecto
- Tasa de retorno potencial. ¿Cuál es el potencial de creación de valor futuro?
- Comprobación de que los datos financieros suministrados por la compañía son correctos y fiables
- Comprobación de que el proyecto/compañía cumple con la legislación/regulación vigente
- Evaluación de las posibles opciones de desinversión

En ocasiones, los inversores procuran pactar un período exclusivo para llevar a cabo el proceso de *due diligence* y fijar los términos definitivos de la operación. Además, para protegerse de los eventuales riesgos reales y potenciales que pueden derivarse de los resultados de tal investigación, solicitan *garantías* a los emprendedores en relación con una serie de aspectos clave del negocio como, por ejemplo, que los estados financieros de la compañía estén correctos, que no existan procedimientos contra la compañía, u obligaciones encubiertas distintas de las oportunamente relevadas, o conflictos con proveedores o clientes, etc. Los emprendedores por su parte deberán

¹ Para un análisis más detallado de estas cuestiones ver el Anexo I dedicado al proceso de due diligence.

fijar el período máximo de exclusividad y los costes en que la compañía puede incurrir.

"El 'due diligence' es una de las cuestiones más complejas para negociar y llegar a un acuerdo. El resto de las cuestiones, tales como los derechos de seguimiento o información, las posibles condiciones del equipo directivo, la inversión por etapas, la composición del Consejo, etc. son difíciles pero no problemáticas. No es habitual que el desacuerdo sobre las sucesivas rondas de financiación o sobre la estructura de capital tras varias rondas conduzca a una situación de ruptura"

Maximilian Blevleben, Kennet, Reino Unido

Las garantías que exigen los inversores pueden referirse a aspectos tales como el plan de negocio, informes contables, información, cuentas anuales, transacciones recientes, fiscalidad, litigios actuales o potenciales, propiedades, propiedad intelectual, contractos comerciales existentes, asuntos laborales, corrección y actualización de libros contables, seguros, etc. El inversor invierte sobre el supuesto de que las garantías proporcionadas por el emprendedor son verdaderas. El alcance y naturaleza de las garantías diferirá si se trata de una inversión en una compañía de nueva creación o en una compañía establecida. En el primer caso, las garantías que puede proporcionar el emprendedor son muy limitadas por la escasa trayectoria del negocio, mientras que en una operación de *buy-out*, el inversor esperará e intentará obtener garantías del vendedor (o del equipo directivo), en relación con un amplio conjunto de temas económico-financieros, legales, fiscales, etc. de la compañía objetivo.

Desde la perspectiva del emprendedor o del equipo directivo, la decisión de conceder o no garantías debe ser producto de un análisis cuidadoso puesto que cada garantía supondrá una declaración contractual referente a un determinado hecho de su compañía. El riesgo que se corre aquí es que si la garantía que se concede resulta ser incorrecta, el inversor podría iniciar una acción por incumplimiento de contracto (en este caso de una garantía). El equipo directivo, no obstante, puede optar por exponer en una carta aclaratoria (disclosure letter), a ser entregada al inversor antes de materializarse el acuerdo de inversión, detalles adicionales relativos a un determinado hecho de la compañía. Si finalmente concede una garantía asociada con este hecho, y



posteriormente se comprueba que ésta es incorrecta, la existencia de la declaración aclaratoria puede evitar la responsabilidad potencial por incumplimiento de contrato.

Las cuestiones asociadas con las garantías exigen un gran esfuerzo de negociación por parte de los representantes legales de los emprendedores (o los vendedores en el caso de un MBO) y los inversores. La compañía siempre intentará dentro de lo posible restringir las responsabilidades potenciales de incumplimiento contractual mediante referencia a topes máximos o mínimos, la duración de la garantía o a otras restricciones.

Los gestores entrevistados acuerdan que el proceso de *due diligence* debe efectuarse lo antes posible una que vez se abre tal posibilidad en la negociación de la operación. Consideran que si bien las garantías y las representaciones son importantes de obtener, y de hecho, como hemos visto, procuran siempre conseguirlas, no pueden considerarse de ningún modo sustitutivas del *due diligence*. Es muy importante, por tanto, efectuar siempre las comprobaciones oportunas con independencia de ello. Cuánto antes se hagan las comprobaciones asociadas con el desarrollo de la operación, antes se podrán identificar los problemas y, por tanto, reducir el potencial de conflicto.

En un proceso de *due diligence*, pueden surgir muchas complicaciones y barreras que pueden entorpecer o impedir el acuerdo; según el presente trabajo, más del 40% de las comprobaciones y verificaciones que se efectúan inducen renegociaciones de los términos del potencial acuerdo. Desde la perspectiva del inversor, las razones más comunes que pueden dar lugar a que un proyecto sea desestimado pueden ser una elevada incertidumbre sobre las personas que lideran o promueven el proyecto, o un compromiso financiero muy pequeño de los promotores en el proyecto, una alta dependencia de una o dos personas para el posible éxito del proyecto, unas retribuciones poco razonables para los miembros del equipo directivo, el fracaso para llegar a un acuerdo sobre el precio y/o las condiciones en el acuerdo de accionistas, o el hecho de que un análisis detallado de los supuestos del plan de negocio arroje ciertas dudas sobre su factibilidad y, especialmente, sobre su capacidad para generar la tasa de retorno buscada por el inversor.



6.2. Inyección de capital por etapas

La inversión por etapas o en rondas de financiación sucesivas es probablemente una de los atributos distintivos de la inversión en capital riesgo. La lógica que subyace en su uso es muy sencilla: en lugar de suministrar a los emprendedores todo el dinero y de una vez, el inversor suministra el capital por etapas, basándose para ello en la evolución y desarrollo del proyecto. De esta forma, los inversores pueden recoger información, efectuar el seguimiento de la compañía y, a la vez, preservar para sí la opción de abandonarla si el equipo directivo no cumple con las expectativas o se demuestra incompetente, o si las condiciones del mercado dejan ser favorables para el producto, servicio o tecnología en cuestión.

Algunos expertos señalan que la inversión por tramos constituye el mecanismo de control más potente que emplean los inversores de capital riesgo². En efecto, los resultados y el potencial futuro de la compañía pueden ser evaluados periódicamente, y cuánto más corto es el período entre las rondas de financiación, mayor es la frecuencia de este seguimiento y mayor, en consecuencia, la necesidad de recoger información. Los inversores pueden determinar así, en cada momento, si la evolución de la compañía es la correcta antes de comprometerse en una siguiente ronda de financiación y, ciertamente, pueden re-evaluar la compañía en cada fase basándose en la información recogida. Por otro lado, el emprendedor, en razón de que recibe la inversión por tramos, se centra en el negocio y se reduce el riesgo de decisiones erróneas o precipitadas.

Normalmente, la aportación de capital por etapas se produce en función del cumplimiento de unos determinados objetivos relacionados con algún aspecto del proceso de desarrollo del negocio (producto/servicio, tecnología, etc.). Por ejemplo, una compañía dedicada al desarrollo de software de seguridad para Internet puede recibir inicialmente de los inversores sólo el volumen de capital necesario para completar la versión beta del producto. Una vez que la compañía culmina la versión preliminar, el inversor procede a evaluar los méritos del producto y a definir, en caso de decidir continuar, los términos de la

² Sahlman (1990). En este caso, con independencia del tipo de inversión en compañías de nueva creación o en compañías establecidas.



siguiente ronda de financiación, y eventualmente de las subsiguientes. Vale decir que las evaluaciones críticas del desempeño de la compañía, el proceso de *due diligence* pre-inversión y la decisión de continuar invirtiendo se realizan en el momento de cada ronda o refinanciación.

No obstante, los inversores efectúan comprobaciones y contactos periódicos de seguimiento en el período entre rondas, básicamente para recoger información sobre el día a día la compañía y para asegurarse que los emprendedores no se comportan de una manera que pueda poner en peligro su inversión.

Veamos otro ejemplo. Supongamos que una *start-up* presenta a un inversor de capital riesgo unos requerimientos de inversión de €2 millones para el desarrollo de un nuevo de software de seguridad en Internet durante un período de tres años, a cambio del 75% de la compañía. Asumiendo que el inversor acepta la propuesta, supongamos que:

- Ofrece invertir dicha cantidad por tramos a lo largo de dicho período, invirtiendo en la primera ronda €200.000 para terminar de constituir el equipo directivo y técnico, finalizar el plan de negocio, completar las especificaciones técnicas, realizar la investigación de mercado y realizar las primeras pruebas de viabilidad del producto o proceso.
- Esta primera fase se prevé de una duración de diez meses, momento en el cual se espera que el inversor inyecte capital adicional para el desarrollo y finalización del prototipo. Se estima que este puede requerir €400.000 adicionales.
- Se establece un plan para una tercera ronda de financiación para financiar la producción e inicio de comercialización del producto y los servicios, fijándose las necesidades de inversión para esta etapa en €1,4 millones.

Con respecto a la valoración en cada etapa del proceso, es completamente posible que los fundadores acaben con el 25% de la Nueva Compañía que solicitaban en la negociación, aunque, si se asume la financiación por tramos, el proceso a través del cual se llega a tal desenlace es diferente.

El Cuadro 6.2 ilustra una posible evolución de las valoraciones y participaciones asociadas tomando en consideración el escenario antes descrito³:

³ Basado en el Método de Capital Riesgo. Ver el Anexo II.

- La compañía recibe un total de €2 millones a lo largo de tres rondas de financiación.
- En la segunda ronda, el inversor adquiere un tercio de la compañía a una valoración de €1,2 millones, incrementando su participación en la misma solo en un 16.7%.

Cuando una compañía emite nuevas acciones para captar capital, la dilución que se produce recae proporcionalmente sobre cada accionista existente. De esta forma, la participación del inversor solo se incrementa por la porción correspondiente a las nuevas acciones que no posee, en este caso, equivalente a 33% * (1-50%) = 16,7%, lo que sumado al 50% que ya posee da una participación acumulada del 66,7%.

Cuadro 6.2. EJEMPLO: INVERSIÓN POR ETAPAS

Ronda de financiación	Inversión en esta ronda	% recibido en esta ronda	Acumulado		Valoración
			Participación del inversor %	Participación de los fundadores %	implicada ("after money")
1.ª Ronda	200.000	50	50	50	400.000
2.ª Ronda	400.000	33	66,7	33,3	1.200.000
3.ª Ronda	1.400.000	25	75	25	5.600.000

En cada ronda de inyección de capital, la valoración aumenta; en la primera ronda, el inversor exige el 50% de la compañía por solo €200.000, mientras que en la última está dispuesto a pagar €1,4 millones por el 25%, lo que implica una valoración post-inversión ("after money")⁴ de €5,6 millones.

La cuestión es porqué los emprendedores pueden terminar aceptando un proceso como éste. La razón es muy sencilla. Dado que se ha programado que la Nueva Compañía gaste y agote el dinero que recibe periódicamente, si no es capaz de captar capital en la segunda o tercera ronda lo más probable que el equipo promotor se "quede sin trabajo".

⁴ La valoración "after money" refiere a la valoración de la compañía inmediatamente después de la ronda de financiación más reciente. Por ejemplo, si un inversor puede invertir €3 millones en una compañía de nueva creación valorada en €2 millones «pre-money» (es decir, antes de hacerse efectiva la inversión). Como resultado, la empresa de nueva creación tendrá una valoración "after money" de €5 millones.



El inversor, llegado el momento de la segunda ronda de financiación, deberá analizar los resultados de la gestión del equipo gestor, así como una serie de áreas clave del desarrollo del proyecto, si pretende fundamentar adecuadamente su decisión de continuar æevolución y composición del equipo directivo de la Nueva Compañía en el período transcurrido, capacidad para trabajar en equipo, idoneidad del plan de negocio, validez de la oportunidad de negocio, potencial de mercado, cambios en el nivel de competencia, etc.

Si los resultados son efectivos tras el primer período, los altos riesgos que se percibían en el momento de iniciar la inversión (desconocimiento del equipo promotor, viabilidad técnica del producto por validar, investigación de mercado por realizar...) se verán reducidos sustancialmente. Como resultado, el inversor estará dispuesto a adquirir acciones de la compañía a un precio más elevado, y aceptar una TIR estimada más baja. Si las cosas siguen yendo bien en el momento de la tercera ronda de financiación, un aumento de la valoración reflejará, por tanto, un nivel de riesgo más bajo percibido por el inversor para invertir en esta fase.

Por el contrario, cuando una compañía no cumple con los objetivos o genera fuertes diferencias de información en relación con los socios inversores, o existe el riesgo percibido de ello, normalmente el inversor tiende a exigir (y a auto-exigirse) un seguimiento más minucioso. Esto suele reflejarse en el diseño de la operación al exigir una reducción del intervalo de tiempo entre las evaluaciones o las posibles rondas de financiación sucesivas. En estas situaciones, el inversor descuenta la posibilidad de conflictos potenciales con los emprendedores, en particular en relación con la viabilidad del proyecto en un determinado momento. Este es uno de los motivos de porqué el tamaño de las rondas, y su duración, tienden a ser más pequeños en las inversiones en compañías en fases iniciales en comparación con inversiones en compañías ya establecidas.

En cualquier caso, si llegado el momento de una segunda ronda de financiación las cosas no van como se esperaba (en el ejemplo que nos ocupa con unos requerimientos adicionales previstos de €400.000), el inversor puede, o bien "abandonar el barco" y dejar que la compañía acabe "hundiéndose", o bien puede exigir a los emprendedores un nuevo precio más elevado como reflejo de tales resultados. Por ejemplo, el inversor podría exigir en este punto el 50%

de la compañía para inyectar este volumen de dinero adicional, lo que supondría una valoración total de €800.000 solamente (€400.000/50%). Claramente, el inversor, al comprometer por etapas su dinero, obtiene a cambio la opción de abandonar y de re-evaluar el proyecto, basándose en la nueva información que recibe acerca de su evolución.

En suma, la inversión por etapas juega un papel muy importante en el control de posibles conflictos entre el equipo promotor y los inversores, contribuyendo a alinear los intereses de ambas partes, propiciando un uso apropiado de los recursos durante el proceso de desarrollo de la compañía y, por tanto, protegiendo la inversión.

En las compañías jóvenes con un fuerte componente de investigación y desarrollo en su modelo de negocio, donde es muy complejo determinar si el emprendedor está invirtiendo en las áreas o proyectos adecuados y en las que la inyección de sumas importantes de capital constituye un factor crítico para su viabilidad futura, la tendencia del inversor será acortar los intervalos de financiación. Esta estrategia fuerza al emprendedor a cumplir con los objetivos pactados y a crear valor, al mismo tiempo que reduce el riesgo financiero del inversor

En otras situaciones, por ejemplo cuando el valor futuro en el mercado de la compañía depende casi íntegramente de sus opciones de crecimiento a medio y largo plazo, la estrategia de financiación por tramos requerida puede ser diferente. En este caso, los inversores tenderán a fijar la inyección de capital en función de la consecución de hitos clave en el desarrollo de la compañía (por ejemplo, finalizar un prototipo o el logro de la Fase III de ensayos clínicos, en el caso de una compañía biotecnológica).

Es importante que todo este proceso acabe teniendo sentido para el emprendedor también. En el ejemplo, los emprendedores solicitaban en principio €2 millones a cambio del 75% de la compañía. Si el inversor hubiera aceptado seguir adelante con la oferta como tal, en lugar de subdividir el compromiso de inversión en tramos, lo más probable es que hubiera acabado pidiendo una participación más elevada dado el alto nivel del riesgo de la primera etapa. En tal caso, los emprendedores no encontrarían ningún sentido en continuar, y los inversores se enfrentarían a socios potencialmente desmotivados por esta razón.



De nuevo, en cualquier operación de capital riesgo resulta esencial que las partes sean capaces de generar un espacio de incentivos suficientes para el equipo directivo promotor del proyecto; en caso contrario, la probabilidad de llegar a un acuerdo se reduce drásticamente.

"Los desacuerdos sobre la incorporación de directivos o la inversión en diferentes rondas puede desbloquearse y, por lo general, no conducen a rupturas en la negociación"

Laurence Garnett, 3i, Reino Unido

6.3. Títulos convertibles

Dado que los operaciones de capital riesgo son esencialmente acuerdos de financiación a largo plazo, y en las que los inversores transfieren a los emprendedores una volumen considerable de recursos, alinear los incentivos entres las partes es un factor crítico para el éxito de la inversión.

La forma en que los inversores procuran lograr este alineamiento se basa en la noción de que los emprendedores deben ser capaces de "ganarse" su participación en el capital de la compañía a través del éxito de proyecto, es decir, creando valor. Desde el punto de vista de la estructuración, los acuerdos incorporan una serie de elementos que sirven a estos fines, entre los que destaca el tipo de títulos que se utilizan en los contratos, con especial mención de los títulos convertibles.

Los inversores prestan mucha atención a la clase de títulos que toman los emprendedores y, obviamente, a los que ellos mismos adquieren. Cabe destacar que en las inversiones de capital riesgo, tanto en fase de arranque, crecimiento o más avanzadas, la participación del equipo promotor o gestor es, por lo general, en forma de *acciones ordinarias*.

Los emprendedores, no obstante, tratan de negociar una estructura de capital compuesta enteramente por acciones ordinarias, con sus acciones a la par de las de los inversores, porque resulta más sencillo y permite un balance más transparente y, por tanto, más atractivo para otros inversores o compradores potenciales. Raramente lo consiguen a menos que disfruten de un poder de negociación muy elevado.

Los inversores, por su parte, intentan estructurar el capital de una forma que les permita maximizar su participación en los beneficios cuando las cosas vayan bien y minimizar sus perdidas cuando las cosas vayan mal. Para ello, prefieren tomar capital con una posición prioritaria (senior position) relativa a la detentada por los fundadores o el equipo gestor, y esto lo consiguen normalmente invirtiendo en acciones preferentes convertibles ya que les permite:

- participar en los resultados si la compañía tiene éxito, convirtiendo dichas acciones en acciones ordinarias en ocasión de la emisión de nuevas acciones o en el momento de producirse la salida o desinversión en un momento pre-acordado con los accionistas; o bien
- ser retribuidos antes que los tenedores de acciones ordinarias si la compañía fracasa y es objeto de liquidación.

Las *acciones preferentes* como tales conllevan menos riesgo que las acciones ordinarias ya que tienen prioridad en caso de cualquier distribución de dividendos o activos. Normalmente, retribuyen un dividendo fijo (o cupón) y no tienen derechos de voto.

Por el contrario, los tenedores de acciones ordinarias son los últimos en ser retribuidos en cualquier distribución de dividendos o activos (liquidación de la compañía) por lo que se trata de los títulos con el mayor nivel de riesgo, aunque con el mayor potencial de realización de beneficios. Esto actúa como incentivo para que los emprendedores se comprometan a fondo con el éxito de su compañía. Si la compañía colapsa, es muy posible que el emprendedor no reciba nada una vez que haya pasado lo peor, de manera que los inversores, al comprar acciones preferentes convertibles, están transfiriendo una parte de este riesgo a los emprendedores. Asimismo, el control de voto de una compañía generalmente se encuentra en manos de aquella parte que detenta la porción mayoritaria de las acciones ordinarias.

La experiencia demuestra que es importante para el éxito de la inversión que el equipo promotor o directivo posea una participación personal significativa de la compañía, aunque no tan grande como para convertirse en un incentivo negativo, es decir, de efecto contrario al buscado. No es deseable que, debido a una posible elevada exposición, el equipo directivo acabe gestionando la compañía con excesivas precauciones por temor a perderlo todo en el empeño.



Como apunta un inversor, "es bueno que el emprendedor se sienta motivado para desarrollar y hacer crecer su negocio, y para hacer dinero, pero no es bueno que no pueda dormir por las noches".

También para proteger su inversión, los inversores pueden preferir *deuda* ya que en caso de liquidación de la compañía los tenedores de deuda son retribuidos antes que los tenedores de acciones. En este caso, los títulos típicamente utilizados son de *deuda convertible*, lo que da la opción al inversor a poder elegir entre capital o deuda en función de las circunstancias. De nuevo, si las cosas van bien, dicha deuda puede convertirse en acciones ordinarias, y si las cosas van mal tienen prioridad sobre los tenedores de acciones ordinarias (emprendedores) a la hora del pago en caso de liquidación de la compañía. Un ejemplo de deuda convertible son los denominados *préstamos participativos* o *convertibles* que son préstamos convertibles en acciones en unas condiciones predeterminadas.

Tanto para las acciones preferentes como los prestamos convertibles, estas condiciones predeterminadas pueden ser la salida del inversor de la compañía, el logro de determinadas metas o simplemente que determinados acontecimientos tomen lugar. En cualquier caso, la convertibilidad en acciones ordinarias no solo beneficia al inversor en el sentido de que puede participar con plenos derechos en todas las ganancias asociadas al aumento de valor de las propias acciones ordinarias sino que, además, le proporciona una "red de seguridad" en aquellos casos en que posea una participación minoritaria de acciones con derecho a voto.

En otro orden, algunos acuerdos contemplan que los dividendos o intereses pagaderos sobre estos instrumentos financieros convertibles puedan ser acumulados y hacerse efectivos en el momento de la salida, lo que supone reducir la presión sobre las necesidades de flujo de caja. Al mismo tiempo, algunos inversores pueden requerir que la Nueva Compañía participada se comprometa a unos desembolsos definidos y programados como un medio para preservar una cierta presión financiera sobre el equipo directivo.

6.4. Cláusulas restrictivas en prevención de posibles conflictos de interés

La estructura inicial de capital de una Nueva Compañía financiada por capital riesgo no es una dimensión fija e inmutable. En una compañía joven o de

reciente creación que recibe este tipo de financiación, e incluso en una compañía establecida, pueden ocurrir, y de hecho ocurren, determinados acontecimientos que inducen modificaciones en la estructura original del capital.

A medida que una Nueva Compañía se desarrolla, llegará un momento en que, casi con toda seguridad, será necesaria una financiación adicional, la cual se materializará en una o más rondas sucesivas de entrada de capital.

También, el logro de determinados objetivos de desarrollo y/o crecimiento pueden "activar" el ejercicio de *opciones de compra* de acciones adicionales por parte del equipo directivo. En el caso contrario, si la compañía no alcanza determinadas metas acordadas, pueden activarse opciones que otorguen al inversor el derecho a hacerse con el control de la compañía.

Dados el nivel de incertidumbre y los problemas de información asociados con los proyectos de negocio de nueva creación, todos estos posibles escenarios o contingencias futuras determinan que el diseño de la estructura, los títulos y los mecanismos de control utilizados sean elementos centrales para los inversores a la hora de negociar sus acuerdos de inversión.

Las compañías de nueva creación, una vez lanzadas, son terreno abonado para posibles conflictos de interés entre los fundadores y los socios inversores. Un emprendedor puede anteponer sus intereses y beneficios personales a expensas de los accionistas externos. Al mismo tiempo, el emprendedor o equipo emprendedor es un factor crítico para la compañía por lo que será necesario que posea una porción de la compañía que sea lo suficientemente importante (en ocasiones la mayoría) para que se sienta motivado a comprometerse con el proyecto. En cualquier caso, cuánto mayor sea la relevancia de la aportación del emprendedor para el proyecto, mayor será necesidad de valorar que su porción en la propiedad de la compañía sea significativa a fin de alinear intereses e incentivos.

Desde el punto de vista del inversor, si el emprendedor posee más del 50% de la compañía, puede convertir en una tarea imposible el controlar otros posibles conflictos que pueden surgir. Por ello, conscientes de las áreas potenciales de conflicto, intentan, de una forma explicita, negociar y obtener en compensación una serie de derechos de control sobre las actividades de la



compañía, separando propiedad, por una parte, y derechos de control, por otra. El conjunto de cláusulas de protección (restrictive covenants) que se utilizan en los contratos de inversión sobre determinadas áreas clave, tienen esta finalidad: asignar al inversor derechos de control sobre posibles acciones o eventos que pueden ser perjudiciales para sus intereses. A continuación, se describen las restricciones o cláusulas de protección típicamente utilizadas por los inversores de capital riesgo en sus contratos.

Cláusulas antidilución

Cuando en una Nueva Compañía se procede a una segunda ronda de financiación, lo más probable es que se efectúe mediante la toma de participaciones en el capital por parte de los inversores existentes o de nuevos inversores. Supongamos que entra en la compañía un nuevo inversor. Para que éste adquiera su porción del capital será necesario emitir nuevas acciones. Como resultado de esta ampliación de capital, la participación de los socios existentes será objeto de dilución siempre y cuando no incrementen su inversión proporcionalmente. Por tanto, si no lo hacen, poseerán un porcentaje menor de la compañía una vez realizada la ronda de financiación en cuestión⁵.

En los contratos de capital riesgo, existen una serie de términos y condiciones muy estandarizados que se utilizan para proteger la posición de los accionistas existentes frente al riesgo de dilución en caso de una ampliación de capital. Estas condiciones, denominadas genéricamente *cláusulas antidilución*, toman la forma de opciones o instrumentos que permiten o hacen viable la conversión en acciones ordinarias cuando se produce una emisión de nuevas acciones en el momento de una ronda de financiación.

Para ello, se utilizan diversas fórmulas o mecanismos de ajuste del precio al que acciones preferentes pueden ser convertidas en acciones ordinarias. Para empezar, en la mayoría de los contratos se establece un *precio de conversión*

⁵ Tomando coma base el ejemplo numérico anterior, supongamos que en la primera ronda de financiación se emitieron originalmente 100.000 acciones ordinarias al precio de un 1 euro la acción, con una estructura acordada que daba el 75% de la compañía al inversor, y el 25% al emprendedor. Supongamos ahora que llegado el momento de la ronda de financiación, se emiten 50.000 nuevas acciones ordinarias destinadas al nuevo inversor entrante. El efecto de esta ampliación de capital sobre los accionistas existentes será, por una parte, que el emprendedor ahora solo poseerá el 16,7% de la compañía (antes el 25%), mientras que el inversor accionista existente verá reducida su participación del 75% al 50% de las acciones.

al que las acciones preferentes son convertibles en acciones ordinarias. Este precio normalmente se fija al mismo nivel que el precio de compra de las acciones preferentes convertibles. Esto, en principio, asegura una conversión uno a uno, es decir, por cada acción preferente adquirida, el inversor recibe a cambio una acción ordinaria.

Ahora bien, los inversores procuran ajustar esta relación o precio de conversión a la circunstancias de las futuras rondas de financiación. Así, por ejemplo, se utilizan alternativamente dos mecanismos de protección con esta finalidad: la denominada cláusula antidilución de ajuste completo (full ratchet) o la cláusula antidilución de ajuste medio ponderado (weighted ratchet).

La cláusula de antilución de ajuste completo (full ratchet) garantiza que la conversión se efectúa al precio (más bajo) al que se vendan las acciones ordinarias si la compañía vende las acciones a un precio por debajo del que las adquirió el inversor en el momento de su entrada en la compañía. Por ejemplo, si el inversor, cuando entró en la compañía, pagó, digamos, €3 por cada acción preferente convertible que adquirió, y en la primera ronda de financiación se emiten nuevas acciones a 1,5 euros, esta cláusula antidilución le conferirá el derecho a convertir a €1,5 euros, lo que supondrá doblar el número de acciones ordinarias que reciba finalmente.

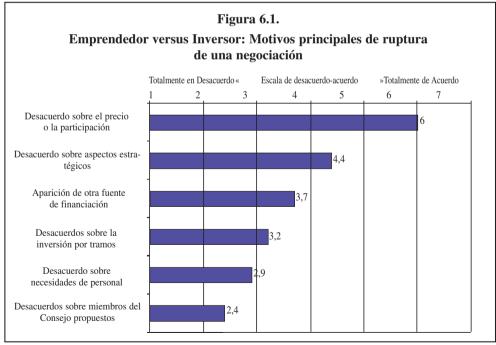
El emprendedor y el inversor no esperan que el valor de las acciones de la compañía baje, pero lo que no pueden controlar es el valor que el mercado concede al negocio. Por tanto, si la compañía no cumple con las expectativas, cuando necesite dinero adicional se verá obligada a vender nuevas acciones a un precio más barato para conseguir tales recursos. De ahí que el inversor, en el mismo momento de invertir en la compañía, procure asegurarse que las nuevas emisiones de acciones en el futuro no diluirán el valor de su inversión.

En cuanto a la cláusula de antidilución de ajuste medio ponderada, se trata de una fórmula para calcular un precio de conversión promedio. Por ejemplo, si la inversión inicial en un *start-up* fue de \in 3 millones a \in 3 por acción y en la siguiente ronda de financiación se inyectaron \in 2 millones adicionales a \in 1,5 la acción, los tenedores de acciones convertibles protegidos con esta cláusula tendrán el derecho de convertir a \in 2,25 por acción.



La cuestión de la dilución es una materia clave y muy sensible de la negociación entre el emprendedor y el inversor. La vista puesta en posibles rondas de financiación en el futuro evidentemente exacerba la preocupación de cada parte para proteger sus intereses. Las Figuras 6.1 y 6.2 ilustran esta percepción desde la perspectiva de los inversores encuestados en este estudio, quienes dieron su valoración en relación con los principales motivos asociados con una ruptura de la negociación y el grado de complejidad de las cuestiones objeto de negociación. En el primer caso, consideraron el desacuerdo sobre el precio o la participación como la causa principal de posible ruptura en las negociaciones con emprendedores. Más del 73% de los inversores que respondieron a esta pregunta otorgaron a esta categoría al menos seis puntos sobre siete posibles en la escala de desacuerdo-acuerdo de 1 a 7 puntos (1=Totalmente en desacuerdo – 7=Totalmente de acuerdo – Ver Figura 6.1).

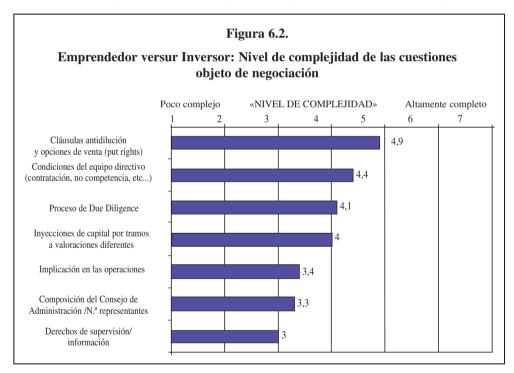
De forma consistente con estos resultados, al ser preguntados por el grado de complejidad de las cuestiones objeto de negociación, situaron a las cláusulas antidilución como la cuestión de mayor complejidad —4,9 en promedio sobre



Fuente: Elaboración propia.



una escala de 1 a 7 puntos 1= Poco complejo – 7=Altamente complejo—Ver Figura 6.2). Piénsese por ejemplo en el caso de que un emprendedor haya recibido financiación por capital riesgo y que posea una porción minoritaria del capital de su compañía. Su preocupación se centrará en que una posible ampliación de capital podría determinar la perdida completa de su capacidad para influir en la dirección de una organización que siempre siente como "propia" en cualquier circunstancia. La misma inquietud la tendría un inversor con una posición minoritaria de partida. El inversor, por su parte, puede percibir que la existencia de cláusulas antidilución puede entorpecer la captación de nuevo capital en rondas de inversión futuras. En algunos casos, el uso de un algún tipo de *ratchet* medio ponderado puede ser una solución aceptable.



Fuente: Elaboración propia.

Conversión automática

Algunos contratos incorporan otras condiciones antidilución por medio de las cuales el inversor procura asegurarse que los emprendedores no intenten



beneficiarse a costa suya efectuando divisiones (splits) de acciones, emitiendo dividendos especiales o vendiendo acciones a otras partes a un precio más bajo que el pagado por el inversor. Todas estas acciones supondrían una dilución de la participación del inversor. Para ello, se establecen normalmente unos términos que vinculan determinados acontecimientos de la vida de la compañía con una conversión automática de las acciones preferentes en acciones ordinarias

Por ejemplo, si la trayectoria de una compañía es lo suficientemente buena, cumple y/o supera unas metas determinadas en su ciclo de desarrollo, digamos unas previsiones u objetivos de ingresos, el inversor estará más dispuesto a pasar de acciones preferentes a acciones ordinarias. Es por ello que en algunos contratos se contempla la conversión automática si la compañía alcanza unos objetivos o logros predefinidos.

El hecho que la compañía sea capaz de alcanzar y superar determinadas metas se entiende como una demostración del éxito de la organización y de la gestión del equipo directivo. Para el inversor, esto equivale a una reducción del nivel del incertidumbre en relación con el potencial del proyecto; de ahí su predisposición a prever explícitamente en el acuerdo la conversión de sus acciones preferentes en ordinarias si, efectivamente, esto llega a producirse.

Opciones para el inversor ligadas a objetivos

Los inversores también buscan proteger su posición si los resultados de la compañía y/o la gestión del equipo directivo no cumplen con sus expectativas. A veces, exigen como condición para invertir que el emprendedor deberá ceder parte o la totalidad de su participación a favor del inversor si la compañía no alcanza unos objetivos determinados. Para instrumentalizar esta condición, en ocasiones negocian la incorporación de mecanismos (opciones) que les otorgan el derecho a adquirir acciones ordinarias adicionales, o a convertir sus acciones preferentes (o sus prestamos convertibles), si la compañía participada no cumple con unos objetivos de negocio y financieros predefinidos (niveles de ventas, de beneficios, alianzas o adquisiciones...). De manera que si las proyecciones de los emprendedores pecan de optimismo excesivo y no se cumplen, tales opciones permiten proteger al inversor y, a la vez, actuar como un incentivo para que los gestores de la compañía presenten proyecciones más realistas.

Las previsiones de ventas o de ingresos del equipo gestor no son promesas sino simplemente estimaciones, y el inversor no puede demandar al equipo gestor si fracasa en su gestión o las cosas no van como se esperaba. Si esto ocurre y se establece una condición de este tipo en el acuerdo, los inversores pueden obtener una compensación aumentando su participación a expensas del equipo gestor. Por ejemplo, si los inversores han entrado en la compañía con una participación minoritaria, pueden contar con una vía de protección en caso de que, como consecuencia de una gestión deficiente, fuese necesario hacerse con el control de la compañía. Es más, si el equipo gestor se ve obligado a ceder participación, el inversor puede disponer de acciones adicionales que, a su vez, podrá ceder a un nuevo equipo gestor si lo considera conveniente, y sin que ello suponga diluir la propia.

Se trata de un mecanismo similar a las opciones de compra sobre acciones (stock options) que, como veremos, se utilizan en los esquemas de retribución del equipo gestor de la compañía. Frente a un condicionamiento de este tipo, los emprendedores, por su parte, podrían exigir a cambio la inclusión de bonificaciones en forma de acciones ordinarias en caso de que la compañía acabe superando las proyecciones de ventas e ingresos planteadas inicialmente por el equipo gestor⁶.

No obstante, en las compañías en etapas iniciales, estos términos pueden renegociarse con los inversores al producirse futuras rondas de financiación. Si el desempeño de la compañía es lo suficientemente satisfactorio como para reducir el nivel de incertidumbre inicial, despejando en cierto modo las dudas sobre su potencial futuro, el emprendedor estará en una mejor posición para exigir legítimamente la eliminación de esta condición del acuerdo, esta vez asociado con la nueva ronda de financiación.

Rescate obligatorio de acciones

Algunas operaciones de capital riesgo incluyen también el denominado *rescate obligatorio de acciones*. Con esta cláusula, el inversor puede exigir a la compañía el reembolso del valor nominal de su inversión (más los dividendos acumulados, si alguno) en cualquier momento. El inversor obtiene con esto una

⁶ Hoffman & Blakey (2001).



opción de venta (*put option*)⁷ por la cual tiene el derecho a revender sus acciones a la compañía. Además, el inversor puede utilizar este derecho para forzar la liquidación o fusión de la compañía, si el emprendedor no sigue o no respeta sus recomendaciones relativas a la gestión de la compañía. Al permitirle disponer de una vía de salida, se dice, por lo tanto, que el rescate obligatorio proporciona al inversor un mayor control sobre el desenlace de su inversión.

Del lado de la compañía, el emprendedor o el equipo gestor pueden negociar en contrapartida la inclusión de derechos de compra *(call option)* ⁸ sobre las acciones del inversor en un momento determinado, aunque esto suele ser menos frecuente.

Venta de activos e inversiones

Otros contratos incorporan cláusulas restrictivas sobre las operaciones de *venta de cualquier activo* de la compañía. En concreto, estas restricciones establecen un límite, en términos de un valor predeterminado o de un porcentaje del valor contable de la compañía, por encima del cual no es posible realizar venta alguna de activos sin la aprobación de los inversores.

Este mecanismo está concebido principalmente para controlar posibles decisiones de los emprendedores, no deseadas por los socios inversores (re-orientación tecnológica, nuevos segmentos de mercado, nueva línea de negocio...), que incrementen el nivel de riesgo de la compañía o que alteren la estrategia o el enfoque de negocio acordado. Asimismo, sirven para evitar que el emprendedor realice operaciones "ventajosas" con familiares y/o relaciones.

De la misma manera, algunos contratos incluyen también restricciones preventivas sobre la *compra de activos* por encima de unos niveles prefijados (lo mismo que antes, fijando un determinado valor absoluto o un porcentaje del valor contable). Los términos pueden ser muy amplios y cubrir desde la adquisición de activos hasta la venta de la compañía.

⁷ "Put option" refiere a un opción de venta, es decir, el derecho a vender una acción o título a un precio dado en un periodo o momento del tiempo determinado.

^{8 &}quot;Call option" equivale a una opción de compra, es decir, el derecho a comprar una acción o título a un precio dado en un periodo o momento del tiempo determinado (por ejemplo, una opción de compra de acciones o "stock option").

Al igual que antes, estas restricciones buscan limitar el riesgo de cambios radicales en la estrategia de la compañía o el mal uso o despilfarro de recursos por parte del emprendedor.

Transferencias de control de la compañía

Los inversores son muy sensibles a los cambios en el control de la compañía. Para un inversor, invertir recursos en una compañía de nueva creación equivale en gran medida a invertir en un equipo humano determinado; es decir, invierten en personas asumiendo que continuarán en la compañía.

Una venta puede alterar quién controla la compañía por lo que las restricciones asociadas con estas posibles transferencias de control son muy importantes. Los inversores quieren controlar estas eventualidades, obteniendo la facultad para aprobar los términos de la transferencia correspondiente y así poder evitarse posibles perjuicios sobre su posición como socio existente. Para conseguirlo, normalmente exigen que el contrato contemple que los fundadores no puedan vender sus acciones ordinarias sin su aprobación; o bien exigen que el emprendedor ofrezca sus acciones al inversor si decide dejar la compañía, obteniendo de esta manera un derecho u opción de compra (*call option*) sobre las mismas.

Emisión de nuevas acciones

Otra opción que negocian los inversores es la opción de aumentar la inyección de capital en algún punto intermedio, en particular si los resultados de la compañía son buenos. Por ejemplo, si una compañía emergente, financiada por capital riesgo, ha conseguido en su primer año unas tasas de crecimiento muy superiores a las esperadas, es posible que los gestores y los inversores consideren conveniente aprovechar esta senda de crecimiento, acelerando la expansión de la compañía, para lo cual será necesario captar recursos adicionales. Es muy posible que el inversor esté dispuesto aprovechar la oportunidad e invertir más en un proyecto evidentemente exitoso. En prevención de tal posibilidad, procurará que el acuerdo incorpore un derecho que le permita hacerlo si lo desea llegado el caso. Por su parte, el emprendedor intentará asegurarse que el precio de entrada del capital *adicional* refleje los buenos resultados y el excelente potencial de su compañía.



Una forma en que los inversores obtienen este derecho a invertir más, sin que ello impida que el emprendedor se beneficie también, es exigir la inclusión de unos derechos preferentes (pre-emptive and first refusal rights) sobre todas las nuevas emisiones de acciones. De esta forma, el inversor obtiene el derecho a ser el primero en participar, si así lo desea, en una nueva financiación de la compañía, suscribiendo las nuevas acciones emitidas por la compañía. Típicamente, esta suscripción se efectúa con arreglo a las condiciones del mercado de capitales y de la compañía (resultados alcanzados y potencial futuro) prevalecientes en el momento de realizarse la ampliación de capital en cuestión. El inversor "adquiere", por tanto, una opción para invertir (call option) en un momento futuro.

Estas restricciones suponen, por tanto, una inhibición de la capacidad de la compañía para obtener financiación adicional si no media la aprobación del inversor existente. En concreto, las restricciones establecen que dicha aprobación es necesaria en relación con la nueva emisión de títulos prioritarios (*senior securities*) en general, o bien establecen garantías sobre el nivel de nuevas acciones preferentes emitidas, o bien se vinculan a la nueva emisión de cualquier título.

Además de fijar en el acuerdo una "opción" sobre una posible oportunidad de inversión adicional en la compañía, el control sobre la captación de capital adicional sirve al inversor para cubrirse frente a un posible comportamiento oportunista por parte del emprendedor. Éste último, aprovechando su mejor conocimiento e información de la compañía, puede adoptar decisiones que acaben transfiriendo valor a nuevos accionistas a expensas del inversor existente. La venta de acciones ordinarias o preferentes a un precio inferior que el pagado por el inversor pre-existente supondría, por ejemplo, una dilución de la participación de este último en la compañía y, por extensión, una reducción de su retorno. Lo mismo ocurriría si el emprendedor aumentara significativamente el nivel de endeudamiento de la compañía, por ejemplo mediante deuda crediticia. En este caso, el inversor vería perjudicado su retorno puesto que la deuda tendría prioridad sobre cualquier retribución (si alguna) recibida por el inversor en caso de liquidación de la compañía.

Acceso a información crítica de la compañía

Tras la negociación y el eventual acuerdo de inversión, los inversores adquieren un conocimiento de primera mano de los emprendedores en quienes aca-

ban confiando su dinero. Llegado ese punto, los riesgos de información (o de falta de información) son evidentemente más reducidos que en los inicios del proceso de *due diligence* y de la propia negociación. Sin embargo, esto no supone que dichos riesgos desaparezcan una vez que han invertido en la compañía. En prevención de ello, los inversores procuran obtener contractualmente derechos de control que mejoren y regulen su acceso a la información clave de la compañía.

En este punto, los contratos establecen las obligaciones informativas de la compañía así como los elementos de información financiera, operativa y directiva a los que tendrán acceso durante el período que dure la inversión. Típicamente los inversores esperan tener a acceso a:

- las cuentas y presupuestos de gestión, mensuales y trimestrales,
- los presupuestos y previsiones operativas y de capital anuales; y
- las cuentas anuales auditadas.

En general, procuran lograr un acceso oportuno y pre-establecido a toda esta información. Con estos derechos se cubren de posibles acciones contrarias a sus intereses por parte de los emprendedores, en especial en aquellas compañías donde éstos puedan aprovechar sus ventajas de información más fácilmente. Además, pueden disponer de la debida información y en el momento oportuno, para anticipar problemas y/o reaccionar a tiempo cuando la compañía no va bien y, naturalmente, para optimizar su proceso de decisión cuando llega el momento de la refinanciación (de continuar invirtiendo o no).

Algunos contratos asignan al inversor el derecho a inspeccionar las cuentas, libros o registros de la compañía u otra información a voluntad, e incluso a aprobar el presupuesto anual. La aprobación del presupuesto anual, si se establece en el acuerdo, proporciona al inversor un nivel de control adicional. En primer lugar, el equipo directivo debe obtener la aprobación expresa del Consejo de Administración para llevar adelante su plan de ingresos y gastos, y en segundo lugar, el inversor se asegura que la dirección no se aparta de la estrategia acordada y no asume riesgos excesivos.



"Los derechos de supervisión e información, así como el proceso de 'due diligence' o la implicación en las operaciones de la compañía objetivo no son cuestiones complicadas para nosotros porque aplicamos un enfoque muy estandarizado para todas ellas. Probablemente, las cuestiones asociadas con la dilución sean las más complejas a la hora de negociar, esto es el acuerdo sobre cláusulas antidilución, ejercicio de las posibles opciones o las garantías"

François Tison, Net Partners, France

Derechos de venta concatenada de acciones

En cualquier operación de capital riesgo, los inversores tienen como punto de mira el momento de la salida, es decir, el momento en que pueden liquidar su inversión. Por ello, intentan obtener unos términos y derechos contractuales que le permitan materializar la salida en las mejores condiciones posibles en el momento de su elección. Dos tipos de derechos típicamente negociados que conciernen a este evento son los denominados derechos de venta concatenada de acciones (*tag along rights y drag along rights*). A fin de proteger adecuadamente su riesgo financiero, los inversores normalmente intentan conseguir que ambos formen parte del acuerdo de inversión.

Los primeros, también conocidos como *piggy back rights*, establecen que el emprendedor o el equipo directivo sólo pueden vender sus acciones a un potencial comprador siempre y cuando el comprador extienda también su oferta de adquisición a las acciones del inversor existente en los mismos términos y condiciones. Estos derechos permiten al inversor salvaguardar su posición si el equipo directivo toma la iniciativa y planifica su propia salida de la compañía, exigiendo participar en tal eventualidad en los mismos términos, condiciones y comprador.

En lo que se refiere a los segundos (*drag along rights*), los inversores intentan conseguir en determinadas circunstancias el derecho a obligar a todos los accionistas a vender sus acciones en caso de existir un potencial comprador dispuesto a pagar un precio aceptable. En otras palabras, si el inversor recibe una oferta de compra de acciones por parte de un potencial comprador, el equipo directivo u otros accionistas estarán obligados a vender sus acciones a dicho comprador. Naturalmente, el equipo directivo puede negarse a semejan-

te condición, pero los inversores pueden hacer que esta obligación sea más "digerible" aceptando incluir una condición por la cual cualquier accionista que se vea forzado a vender sus acciones pueda hacerlo al mismo precio y en idénticas condiciones que las del inversor.

Restricciones relativas a la liquidación/venta de la compañía

Las cláusulas relativas a la liquidación o venta de la compañía, denominadas genéricamente preferencias de liquidación, son muy importantes y deben ser negociadas cuidadosamente. Se trata de condiciones que especifican el orden en el que son retribuidos los tenedores de los diferentes tipos de títulos de la compañía en caso de liquidación de la compañía, así como la cuantía del valor de liquidación que pueden recibir antes que otros socios inversores.

En algunos contratos se establecen observaciones adicionales en este marco relativas a las acciones preferentes. Hay cláusulas que, en el supuesto de liquidación o venta de la compañía, garantizan al inversor tenedor de acciones preferentes poder recuperar el 100% del valor nominal de su acciones, siempre que no sean convertidas en acciones ordinarias, así como el derecho a distribuir cualquier beneficio adicional remanente entre los tenedores de acciones preferentes (en este caso, el inversor) y el emprendedor, como si la inversión consistiera en acciones ordinarias.

Otros contratos conceden al inversor el derecho a recibir un múltiplo del valor nominal de sus acciones preferentes antes que los tenedores de acciones ordinarias reciban algo. Para el inversor, este tipo de acuerdo permite evitar que el emprendedor pueda adoptar decisiones prematuras o apresuradas de liquidación de la compañía en su beneficio personal. Por ejemplo, si la inversión consistiera totalmente en acciones ordinarias con una prioridad equivalente para los inversores y los fundadores, estos últimos podrían liquidar la compañía inmediatamente después de recibir la inversión y obtener unos beneficios sustanciales basados en su porcentaje de dicha inversión, todo ello sin haber creado valor alguno para el inversor. Si una compañía de nueva creación recibiera, hoy, de un inversor €1 millón a cambio del 25% de sus acciones ordinarias, los fundadores podrían liquidar la compañía al día siguiente, llevándose con ellos €750.000.



En general, los inversores de capital riesgo entran en el capital de una compañía con una estrategia de salida bien definida. Si piensan que la compañía tiene posibilidades, se mostrarán dispuestos a inyectar más dinero; y, aunque el mercado de valores no sea una opción para la desinversión, si la compañía es viable, buscarán un comprador, por lo general de carácter corporativo. En caso contrario, preferirán liquidar la compañía.

Con cláusulas de liquidación como las descriptas, puede darse el caso de que el inversor se beneficie más si la compañía es objeto de liquidación que si continúa operando (ya que recibiría los ingresos que resulten de la misma), incluso cuando el equipo directivo esté dispuesto a seguir funcionando. Si una compañía participada atraviesa por problemas y continúa en funcionamiento, los inversores solo participarían como tenedores de acciones preferentes o deuda o como tenedores de acciones ordinarias, es decir, una cosa o la otra. Si, en cambio, la compañía es objeto de liquidación, participarían en ambos casos. En estas situaciones, los problemas surgen cuando los emprendedores se resisten a cerrar la compañía porque obtienen beneficios personales por gestionar su propia compañía. Un ejemplo de ello es cuando un emprendedor insiste en llevar adelante por razones personales inversiones en áreas de negocio no rentables, lo cual, por tanto, será contrario a los intereses del inversor.

También los inversores pueden utilizar estos derechos para conseguir un valor adicional cuando la compañía se plantea una venta o una salida de Bolsa. Si, por ejemplo, se permite al inversor existente, que es tenedor de acciones preferentes convertibles, que trate la venta como una liquidación, el inversor puede exigir una suma de dinero en el momento de la venta⁹. Para el socio potencial, esta condición reduce el atractivo de la operación, y en algunos casos las negociaciones pueden llegar a romperse por este motivo. Además, el socio inversor existente puede ganar poder de negociación adicional para obtener algunas concesiones de los emprendedores, en especial cuando éstos están interesados en llevar adelante la venta o fusión¹⁰.

⁹ En lo que se refiere a las típicas cláusulas antidilución descriptas (de ajuste completo o medio ponderado), los compradores potenciales no ven con buenos ojos la existencia de este tipo de cláusulas porque consideran que puede conferir al socio inversor existente un poder de negociación añadido. En estas situaciones, si el comprador pretende que éste último renuncie a los derechos que le confieren éstas cláusulas, la compañía o el propio comprador deberán resarcirle de alguna manera.

¹⁰ Hoffman & Blakey (2001).

No obstante ello, es importante tener en cuenta que las cláusulas de liquidación no solo son aplicables en caso de fracaso empresarial (una situación en la que generalmente poco o nada es lo que queda para repartir si se liquida la compañía); las compañías pueden liquidarse incluso cuando van bien, y los inversores también procuran controlar el proceso de decisión en este caso.

Modificación de derechos

Los derechos de los inversores no pueden modificarse sin su consentimiento una vez que se ha firmado el acuerdo y se ha efectuado la inversión. A fin de evitar situaciones en las que derechos otorgados a los inversores puedan ser fuente de bloqueo de operaciones o transacciones cruciales para el destino de la compañía, los emprendedores, en especial cuando hay más de un inversor implicado en la operación, procuran exigir que los derechos de los inversores puedan ser modificados en nombre de todas las partes con arreglo a una mayoría de votos o regla de dos tercios. Con ello, es posible cubrirse frente a una situación de bloqueo condicionada, por ejemplo, cuando una determinada decisión requiere unanimidad. En estos casos, un único voto contrario puede bloquear o impedir una decisión que pueden ser crítica para la empresa.

6.5. Contratos con personas clave de la compañía participada

Hasta el momento hemos visto algunas de las técnicas e instrumentos que los inversores de capital riesgo utilizan en prevención de posibles escenarios que afecten sus expectativas e intereses. Los términos que se negocian en relación con la inversión por tramos, el uso de títulos convertibles, la protección anti-dilución, las limitaciones sobre la emisión de nuevas acciones o transferencia de acciones afectan directamente a la forma en que en una operación de financiación acaba distribuyendo los recursos y el riesgo entre el suministrador de capital y el usuario de dichos recursos.

Una determinada forma de estructuración determina a su vez un determinado "paquete" de incentivos (o "desincentivos") para el emprendedor de forma tal que las condiciones negociadas afectan directamente el potencial de creación de valor que se ponga en juego. Algunos expertos señalan que el uso de escenarios para evaluar una operación de capital riesgo difiere de algún modo del



análisis de escenarios tradicional¹¹. En el contexto de una operación de este tipo, cada escenario reflejaría la descripción de posibles eventos futuros así como de las reacciones de los emprendedores/gestores y de los suministradores de capital en respuesta a tales acontecimientos. De esta forma, el analizar un escenario supondría a la vez predecir unos acontecimientos futuros y describir las decisiones que las partes implicadas adoptarían para reclamar u obtener "una porción más grande del pastel" si dichos eventos llegan a producirse realmente.

Por ejemplo, si el inversor ejerce su opción para incrementar el capital comprometido en un momento determinado equivale implícitamente a no ejercitar la opción a abandonar implicada en el acuerdo de inversión por tramos. De la misma manera, una primera ronda de financiación puede entenderse como un compromiso a invertir en un momento determinado más la adquisición de una opción a abandonar, o bien como la adquisición de una opción para invertir en rondas futuras.

De este modo, asumiendo que cada parte está interesada en maximizar su cuota de valor, al menos en el punto de partida, la propia operación de financiación equivale a un "contenedor" de varios contratos implícitos y explícitos entre diferentes partes, reales o potenciales, que están en posición de reclamar valor. Así, por ejemplo, existen contratos entre la compañía y sus empleados. Algunas exigencias o pretensiones de las distintas partes sobre el "valor total del pastel" (por ejemplo, el valor presente de todos los ingresos futuros del proyecto) son obvias, otras no lo son tanto, pero todas son importantes. Las condiciones de contratación y remuneración de los fundadores de la compañía son una de ellas. Siempre forman parte de los acuerdos de inversión por capital riesgo, con independencia de si se trata de una compañía de nueva creación o un *buy-out*.

Los inversores negocian con los emprendedores o los gestores *contratos de trabajo* que contemplan aspectos tales como:

- la remuneración base de las personas clave de la compañía;
- las posibles bonificaciones que reciben:

¹¹ Harvard Business School (1989).

- las posibles cesiones de acciones u opciones de compra sobre acciones en su favor;
- las cláusulas de no competencia; y
- las condiciones bajo las cuales pueden dejar la compañía o ser despedidos por el Consejo de Administración.

Cesiones de acciones u opciones de compra sobre acciones (stock grants and options)

Los inversores utilizan una serie de mecanismos ampliamente conocidos que sirven para vincular y acompasar la retribución de personas clave del equipo directivo con el desempeño futuro de la compañía que estos dirigen y gestionan.

En las compañías de nueva creación, las brechas de información entre el equipo gestor y los inversores son tales que difícilmente estos últimos pueden supervisar e influir en las decisiones de los primeros. Consecuentemente, el alinear los objetivos de ambas partes debe ser un objetivo crítico, no solo para proteger la participación del inversor en la compañía, sino, también, para garantizar y hacer posible el éxito del proyecto. Para ello, se utilizan, como parte de la remuneración de los gestores clave de la compañía, cesiones de acciones u opciones de compra sobre acciones, lo que contribuye a este alineamiento de intereses.

Bajo un esquema así, las personas clave de la compañía tienen un fuerte incentivo para permanecer en la compañía y contribuir a su éxito ya que si éste se produce pueden obtener una sustancial mejora en su participación en la propiedad de la compañía. Estos mecanismos de retribución normalmente aparecen vinculados con el logro de determinadas metas como, por ejemplo, alcanzar o superar las previsiones de beneficios o de flujo de caja, o el reembolso de los socios-inversores de capital riesgo, o la TIR alcanzada por el fondo en cuestión o el precio de la acción logrado en el momento de la salida. Ahora bien, los inversores intentan que las opciones siempre estén vinculadas a objetivos tales como la TIR, o a un múltiplo de la inversión (MI) o al precio de la acción en el momento de la salida, los cuales benefician directamente sus intereses. Para un inversor, que una compañía cumpla o incluso supere sus proyecciones financieras, no es necesariamente una señal de que la compañía está creando valor para el inversor, solo indica que se encuentra sana y que funciona eficazmente.



Algunos expertos consideran que algunos inversores ven estas opciones o incentivos como una forma de posponer en el tiempo el más que posible desacuerdo sobre la valoración de la compañía antes de la entrada del capital (pre-money valuation). No obstante, más allá de esta consideración, las opciones permiten alinear en gran medida los intereses de los equipos gestores, que son por naturaleza "excesivamente optimistas" respecto de su proyecto, con los intereses de los inversores, quienes son "excesivamente escépticos" por naturaleza. Su uso facilita la negociación de operaciones que, de otra manera, podrían romperse o abandonarse; y es especialmente eficaz en las operaciones con compañías en etapas más avanzadas, como los buy-outs, para conciliar diferentes perspectivas sobre el futuro del proyecto.

Como regla general, los inversores intentan que las opciones del equipo gestor estén vinculadas a objetivos que incrementen el valor de la inversión del accionista y que su alcance o rango esté relativamente controlado de forma de no propiciar grandes alteraciones en la estructura de capital y, por tanto, en el control en la compañía.

Plan de cesión de participaciones a los emprendedores (vesting rights)

De forma similar, los inversores de capital riesgo también procuran incorporar controles adicionales sobre la retribución de los miembros del equipo gestor a fin de reducir el riesgo de posibles abusos. Algunos inversores exigen la inclusión formal en el acuerdo de inversión de un plan de cesión de participaciones o de opciones de compras de acciones a lo largo de un período determinado (tres o cuatro años). Este mecanismo permite disuadir en gran medida a los emprendedores de abandonar la compañía toda vez que surja una nueva oportunidad que les atraiga más y llevarse consigo todas sus acciones, y, ciertamente, un factor clave: sus capacidades y conocimientos.

También, si la compañía no logra sus objetivos, la participación inicial de los emprendedores puede verse sustancialmente diluida en las sucesivas rondas de financiación en favor del inversor. Si la compañía no funciona o se gestiona como se esperaba, el inversor puede "diluir" al equipo gestor exigiendo un precio por acción más bajo, como condición para continuar inyectando recur-

¹² Stathopoulos, N. (2002).

sos en la compañía. Todo ello supone un incentivo adicional para que el emprendedor se centre en el proyecto y procure alcanzar los objetivos definidos en el Plan de Negocio, si pretende preservar su participación.

Revocación de contrato y salida de la compañía

Además de la retribución del equipo gestor, los contratos de trabajo cubren en qué circunstancias el Consejo de Administración puede despedir al emprendedor-gestor o en qué circunstancias éste puede dejar la compañía y marcharse. Por ejemplo, una compañía de nueva creación, a medida que se desarrolla y crece, puede exigir a partir de determinado momento unas capacidades emprendedoras y/o directivas muy diferentes a las iniciales. Dada esta situación, puede darse que el inversor considere que el emprendedor, o el equipo gestor existente, no reúnen las capacidades necesarias para gestionar el negocio en función de los requerimientos actuales. Como resultado, concluye que es necesario dar por terminado el acuerdo de empleo y decide incorporar un nuevo gestor (por ejemplo, sustituyendo el Consejero Delegado actual) o un nuevo equipo directivo.

El contrato de trabajo define, por tanto, las circunstancias en que el Consejo de Administración puede rescindir el contrato del emprendedor. El alcance de las instancias que faculten para esta revocación contractual puede ser amplio o restringido, y debe estar perfectamente estipulado. El incumplimiento o fracaso reiterado en la ejecución de las recomendaciones procedentes del Consejo de Administración, la condena por delitos grave o el robo de activos de la compañía son ejemplos de instancias razonables de un alcance limitado. Evidentemente, cuánto más estrecho sea el alcance de estas circunstancias, mejor para el emprendedor.

Asimismo, algunos acuerdos incluyen *cláusulas de recompra de acciones* (buy-back provisions), por las cuales la compañía tiene el derecho a recomprar parte o la totalidad de las acciones del directivo o gestor en caso de salida involuntaria o voluntaria del mismo (despido, renuncia, jubilación o fallecimiento). Normalmente, estas disposiciones obligan al directivo o gestor saliente, por el motivo que fuere, a vender sus acciones a la compañía (a los miembros del equipo que permanecen o al nuevo equipo gestor). Son, por tanto, otro tipo de *derechos preferentes* que permiten a los accionistas de la mis-



ma clase o a los accionistas en general adquirir acciones de la compañía antes que lo haga un comprador externo. El precio y los términos de la venta dependerán del período de servicio o de las circunstancias de la salida las personas salientes. Por ejemplo, los inversores procurarán exigir que en caso de cese o despido, o de salida prematura de la compañía (antes de la instancia de desinversión planificada), el directivo en cuestión venda sus acciones a precio de coste. En contrapartida, los emprendedores pueden tratar de negociar una opción de venta de sus acciones (*put option*) a la compañía en función de una formula o factor prefijado en caso de despido (por ejemplo, un multiplicador de beneficios).

Por lo general, los acuerdos establecen una distinción entre una salida "mala" (bad leaver), como en el ejemplo anterior, y una salida "buena" (good leaver) por parte de personas clave del equipo directivo. Un ejemplo de salida "buena" es cuando un miembro del equipo directivo se retira o jubila, en cuyo caso puede recibir el valor total de sus acciones o bien se le puede permitir retener una parte de las mismas.

Finalmente, las *cláusulas de no competencia* son otras de las restricciones típicas que a los inversores desean incorporar en los acuerdos con personas clave de la compañía. Estas restricciones tienen como finalidad impedir que, durante un período de tiempo predeterminado, el directivo saliente pueda competir con la compañía, o contratar personal de la compañía, o realizar transacciones con clientes o proveedores de la misma.

6.6. Control y gobierno de la compañía participada

En la mayoría de las operaciones de capital riesgo, el inversor insiste en estructurar el capital de la Nueva Compañía de una forma que le proporcione una *posición prioritaria* en relación a las de los fundadores (o equipo gestor) de la compañía. De ahí que prefieran tomar participaciones en forma de acciones preferentes porque les garantiza que su capital será retribuido antes que el de los emprendedores o del equipo gestor (por lo general en forma de acciones ordinarias) en caso de liquidación de la compañía. Si las participaciones del inversor en el capital tienen prioridad sobre las de los emprendedores, las participaciones de los emprendedores equivalen en gran medida a opciones de compra (*call options*).

En finanzas, el nivel de incertidumbre determina el valor de cualquier opción: cuánto mayor es este nivel, más valiosa es la opción¹³. Por consiguiente, un emprendedor puede aumentar el valor de su opción emprendiendo acciones o proyectos de alto riesgo. Esta forma de estructurar el capital actúa como un incentivo para que el emprendedor ejecute su gestión con eficacia y resultados (sabe que si lo hace bien, recogerá beneficios); pero a la vez le proporciona un incentivo para adoptar estrategias arriesgadas, en detrimento del valor de las participaciones de los inversores. Por este motivo, los suministradores de capital insisten en detentar alguna forma efectiva de control sobre el proceso de toma de decisiones de la compañía a fin de limitar la capacidad de los gestores para asumir riesgos innecesarios, con independencia de si posee o no una participación mayoritaria en el capital de la compañía.

Muchos de los derechos de control que esperan conseguir los inversores ya han sido abordados en este capítulo; he aquí un resumen de las áreas clave en los que centran su interés a la hora de negociar:

- Puesto o representación en el Consejo de Administración.
- Derechos de veto sobre determinadas áreas clave.
- Control del proceso de salida y de las opciones del equipo gestor (Ver las secciones Venta concatenada de acciones y Acuerdos con personas clave de la compañía).
- Derechos a recibir la información de la compañía y a aprobar los presupuestos anuales (Ver la sección Acceso a la información crítica de la compañía).

Representación en el Consejo de Administración

En una compañía participada, con independencia de si es una compañía de nueva creación o una compañía establecida, un Consejo de Administración bien estructurado es aquel equilibra la necesidad de supervisión y control, por una parte, y el potencial de conflicto entre los emprendedores y los inversores, por otra. Por lo general, los inversores negocian su implicación en los

¹³ Harvard Business School (1989).



Consejos de Administración de las compañías en que invierten para reducir las diferencias de información, para poder evaluar de manera regular como evoluciona el nivel de incertidumbre asociado con su inversión y, ciertamente, para controlar todo el proceso de decisiones de la compañía.

El inversor puede insistir en ocupar una posición en el Consejo o designar un representante, o incluso disponer de una representación más numerosa dependiendo de su participación, o ejercer la Presidencia o participar en las Comisiones de Auditoria o Remuneración del Consejo (si alguna).

Como regla general, los inversores tienden a desempeñar un papel activo en los Consejos de Administración de las compañías que invierten. Las funciones básicas de cualquier consejo en este contexto son orientar y asesorar la dirección sobre la estrategia de la compañía, proporcionar una red de contactos y relaciones y seleccionar, contratar y retribuir a las personas clave de la compañía. Como miembro del Consejo, la aportación y experiencia del inversor puede ser crítica para establecer en la Nueva Compañía estándares de gobierno adecuados¹⁴; además, prestan una especial atención a la implantación de sistemas de información de gestión de la compañía que permitan llevar a cabo un seguimiento apropiado de la evolución de la compañía.

El emprendedor, por su parte, casi siempre tiene un puesto en el Consejo de Administración, y a veces puede detentar la posición de Presidente, lo que puede otorgarle un gran control sobre el proceso de decisión de la compañía.

En condiciones normales, cuando el emprendedor posee más del 50% del capital de la compañía, el control de posibles conflictos en la compañía por parte del inversor puede ser muy difícil. Para proteger a los accionistas minoritarios de posibles acciones perjudiciales de los propietarios mayoritarios, los acuerdos normalmente incorporan derechos de mayoría cualificada, los cuales permiten separar los derechos de control de los derechos sobre el valor residual. Como hemos visto, dependiendo de las circunstancias, los acuerdos también pueden prever, a través del acuerdo de accionistas, que el control mayoritario del Consejo pase al inversor si la compañía no alcanza unas deter-

¹⁴ Ver el Capítulo 7 (Aportación de Valor).

minadas metas prefijadas o sus finanzas se deterioran gravemente. De la misma manera opera el conjunto de cláusulas restrictivas y derechos de veto que el inversor procura obtener e incorporar para controlar una serie de decisiones clave como la venta de la compañía, gastos de capital clave o el proceso de desinversión

Control y veto sobre áreas clave de decisión

Como hemos visto, el inversor insiste en ejercer un control sobre áreas clave de decisión de la compañía (venta o liquidación de la compañía, venta o compra de activos de la compañía, venta de acciones, etc.), exigiendo tener unos derechos de veto, incluso en el caso de detentar una posición minoritaria. Las áreas típicas sobre las cuales los inversores pujan para tener bajo control son:

- Transferencia de acciones (Ver la secciones Transferencia de control y Venta concatenada de acciones).
- Emisión de acciones de capital adicionales (Ver la sección *Emisión de nuevas acciones*).
- Condiciones de empleo de altos directivos (Ver sección Acuerdos con personas clave de la compañía).
- Adquisiciones y ventas de activos (Ver la sección Ventas de activos e inversiones).
- Inversiones o gastos de capital extraordinarios.
- uevo endeudamiento de la compañía y su impacto sobre los activos de la compañía.
- Designación de nuevos consejeros.
- Concesión de licencias de derechos de propiedad intelectual.
- Cambios en los estatutos de la compañía.
- Fijación o modificación de los planes de pensión de la compañía.
- Etc.



Cuadro 6.3. RESUMEN DE CUESTIONES OBJETO DE NEGOCIACIÓN E INTRUMENTOS PRINCIPALES DE CONTRATACIÓN

	Procesos y mecanismos utilizados por los inversores				
Para proteger La inversión	Inversión por etapas				
	Títulos con posición prioritaria frente a los del emprendedor (por ejemplo, acciones preferentes convertibles versus acciones ordinarias)				
	- Deuda convertible				
	- Cláusulas antidilución				
	Conversión automática en supuestos determinados				
	Derechos de compra de acciones ordinarias ligadas a (malos) resultados (call option)				
	- Rescate obligatorio de acciones (put option)				
	- Restricciones sobre posibles transferencias de control de la compañía				
	Derechos de venta concatenada de acciones				
	- Preferencias de liquidación				
	– Etc.				
Para alinear	- Cesiones de acciones u opciones de compras sobre acciones				
	Plan de cesión de participaciones a los emprendedores				
intereses e incentivos	Revocación de contrato y salida de la compañía de los emprendedores				
100100000000000000000000000000000000000	- Modificación de derechos				
	– Etc.				
Para reducir las	- Análisis pre-inversión (due diligence)				
diferencias de información	- Derechos a acceso a información crítica/seguimiento de la compañía				
	– Etc.				
Para controlar el proceso de decisión	- Representación en el Consejo de Administración				
	 Control y vetos sobre áreas clave de decisión 				
	- Implicación en las operaciones				
	Derechos de mayoría cualificada				
	Restricciones sobre ventas de activos e inversiones				
	– Etc.				



6.7. Estructuración de una operación de buy-out

En la mayoría de *buy-outs*, el factor determinante en la estructuración financiera es el nivel de deuda que la Nueva Compañía puede absorber y sustentar. En las inversiones en una compañía de nueva creación, la estructura financiera generalmente depende de las exigencias y la capacidad financiera de los fundadores. Por el contrario, en las inversiones en etapas más avanzadas, la tarea de estructuración es mucho más compleja ya que intervienen múltiples factores por tratarse de una compañía establecida.

Cabe destacar que la mayor parte de los principios y aspectos generales de la estructuración y negociación de una inversión de capital riesgo en etapas iniciales examinados hasta el momento son también aplicables en este tipo de operaciones. No obstante, en las operaciones de *buy-outs* existen una serie de aspectos específicos que merecen una consideración especial por tratarse de inversiones en compañías establecidas con una trayectoria determinada y porque la deuda es un componente crítico de la estructura.

Para los inversores, la implementación, diseño y negociación de la operación exige un análisis y una evaluación muy minuciosa de la compañía objetivo. Entre las cuestiones fundamentales que abordan a la hora de analizar una operación pueden destacarse las siguientes:

- El precio o coste de adquisición solicitado por el vendedor.
- La valoración de la compañía objetivo por parte del inversor.
- El análisis exhaustivo del Plan de Negocio y de proyecciones financieras detalladas (por tratarse de una compañía existente).
- Los factores del entorno sectorial y de mercado, así como del entorno, socio-económico, normativo, tecnológico y medioambiental (en relación con la propuesta de negocio/valor futuro de la compañía).
- Los resultados del complejo proceso de *due diligence*.
- El nivel de retorno esperado (en relación con un nivel de riesgo esperado más bajo que en una inversión en etapas iniciales).
- El porcentaje de propiedad de la Nueva Compañía que el equipo directivo implicado espera obtener.



- El nivel de deuda que la Nueva Compañía pueda soportar sobre unas bases sólidas.
- Etc.

Todos estos factores son interdependientes. Como veremos más adelante, la alteración del nivel de deuda para analizar distintos escenarios de la posible estructura financiera determinaría, por ejemplo, retornos diferentes para el inversor en cada caso. Además, la valoración de una compañía establecida representa, por lo general, una tarea más sencilla que la de una compañía emergente porque al menos se pueden disponer de algunas referencias (los activos de la compañía o el propio historial de operaciones) sobre las cuales basar estimaciones de valor más objetivas.

Ahora bien, es la capacidad de deuda de la Nueva Compañía lo que determinará la forma en que se estructure la operación, entre inyección de capital y deuda. Los inversores ponderan diversas opciones financieras antes de decidirse o no por una operación, y si finalmente se deciden, antes de fijar el precio que estarán dispuestos a ofrecer a los vendedores.

En un *buy-out*, el inversor primero determina el nivel de deuda que podría soportar la eventual Nueva Compañía, y a continuación procura establecer cómo se estructuraría el paquete de deuda entre los posibles suministradores de la misma (por ejemplo, entre la deuda bancaria prioritaria y otros instrumentos financieros de deuda que pueden servir para refinar la estructura y, a la vez, optimizar el retorno esperado (financiación ad hoc, prestamos de accionistas, obligaciones...).

Concretamente, la secuencia de este *proceso de análisis y decisión* del inversor puede comportar los siguientes pasos:

- Determinación del nivel de deuda que la Nueva Compañía puede absorber razonablemente, asumiendo que la diferencia entre el valor total de financiación requerido para la operación y el nivel de deuda establecido tomará la forma de una inversión en el capital de la compañía objetivo.
- Determinación y acuerdo del nivel de inversión que el equipo directivo en cuestión estará dispuesto a comprometer en el proyecto.

- Valoración de las acciones ordinarias y, subsecuentemente, determinación del porcentaje de participación del equipo directivo en el capital de la Nueva Compañía, asumiendo que los tenedores de la porción restante serán los inversores de capital riesgo.
- Elaboración de proyecciones financieras sobre la base de la combinación de capital y deuda propuesta a fin de estimar una TIR.
- Análisis de diferentes escenarios, modificando el precio de oferta, la estructura de propiedad (por ejemplo, la participación del equipo directivo) o la combinación de deuda a fin de evaluar el impacto en la TIR esperada.

6.7.1. Instrumentos financieros disponibles

Al igual que en cualquier operación de financiación por la vía de capital riesgo, la estructuración de un *buy-out* consiste esencialmente en buscar la mejor combinación entre riesgo y rendimiento entre las partes implicadas. Para empezar, lo primero que se lleva a cabo es fijar tal asignación entre el equipo directivo y los inversores. Una vez alcanzado un acuerdo en este sentido, el inversor de capital riesgo pasa a negociar con los posibles suministradores de deuda. Cada parte, por su lado, utiliza sofisticados instrumentos financieros para conseguir una combinación de riesgo y rendimiento que sea satisfactoria para sus intereses.

En general, la estructura financiera de una operación de *buy-out* básicamente se compone de una mezcla de los siguientes instrumentos financieros¹⁵:

- Acciones ordinarias.
- Acciones preferentes convertibles o acumulativas.
- Préstamos convertibles o de accionistas (convertibles o no convertibles).
- Deuda prioritaria (prestamos bancarios o de otras entidades financieras, pagarés de compañía, obligaciones u otros títulos no considerados deuda subordinada).
- Deuda subordinada (financiación *ad hoc* o *mezzazine financing*, obligaciones de alto rendimiento...).

¹⁵ Para una breve descripción de estos instrumentos, ver el Anexo III.



Obtener la combinación óptima entre estos instrumentos es uno de los factores críticos para el éxito de la operación.

6.7.2. Nivel de apalancamiento y retorno para el inversor

Desde el punto de vista del inversor, la incorporación de deuda en la estructura financiera de la Nueva Compañía puede explicarse por dos motivos. Por una parte, las operaciones apalancadas proporcionan retornos más atractivos para los accionistas y, por otra parte, la deuda conlleva un coste menor que otras formulas de financiación de capital, además de contar con algunas ventajas fiscales en relación con el pago de los gastos financieros.

Cuánto mayor es el nivel de apalancamiento, mayor es la tasa interna de retorno (TIR) potencial y el múltiplo de inversión (MI) potencial para los tenedores de acciones. Por contra, la Nueva Compañía, al aumentar de forma considerable sus compromisos financieros, incurre en un riesgo mucho más elevado de incumplimiento de pagos o de determinados coeficientes exigidos por los suministradores de deuda. El siguiente ejemplo simplificado (Cuadro 6.4) ilustra la correlación positiva entre nivel de apalancamiento y el nivel de retorno y múltiplo de inversión para el inversor.

El ejemplo muestra las condiciones de tres supuestas operaciones de MBO, muy similares entre sí, y el impacto en el nivel de retorno para el inversor al modificar la estructura de la operación entre capital y deuda. Como puede observarse, el apalancamiento permite al inversor generar unos múltiplos de inversión y un retorno más atractivos, sin olvidar las ventajas fiscales del uso de deuda en virtud de que los gastos financieros son considerados gastos fiscalmente deducibles de la base imponible.

6.7.3. Determinación del nivel de deuda óptimo

Evidentemente, las operaciones muy apalancadas pueden dar origen a rentabilidades muy atractivas. No obstante, los inversores deben llevar a cabo su propio cálculo del nivel óptimo de deuda que la Nueva Compañía puede absorber razonablemente. Si éste resulta ser muy diferente del que los suministradores de deuda prioritaria están dispuestos a proporcionar, en algunas operaciones los inversores recurren a otros instrumentos como la financiación *mezzanine* o las obligaciones de alto rendimiento.

Cuadro 6.4. EJEMPLO: NIVEL DE APALANCAMIENTO Y RETORNO PARA EL INVERSOR

	MB	MBO-1 MBO-2		MOB-3		
Coste de adquisición	Múltiplo 6x sobre los beneficios netos de la compañía objetivo (€ 1,5 millones) = € 9 millones.		Múltiplo 6x los beneficios netos de la compañía objetivo (€ 1,5 millones) = € 9 millones.		Múltiplo 6x los beneficios netos de la compañía objetivo (€ 1,5 millones) = € 9 millones.	
Estructura de financiación	100 % capital (capital riesgo)		50 % capital y 50 % deuda		20 % capital y 80 % deuda	
Reembolso de la deuda			La deuda es reembolsada en su totalidad a lo largo del período de inversión (6 años)		La deuda es reembolsada en su totalidad a lo largo del período de inversión (6 años)	
Desinversión	La compañía se vende en el año 6 por € 18 millones (asumiendo un ratio precio/beneficio igual en la salida que en la entrada)		Igual que en el caso MBO-1		Igual que en el caso MBO-1	
	MBO-1		MBO-2		MBO-3	
	Año 1	Año 6	Año 1	Año 6	Año 1	Año 6
Capital	9	18	4,5	18	1,8	18
Deuda	0	0	4,5	0	7,2	0
	TIR = 12 %		TIR = 26 %		TIR = 48 %	
	MI = 2x		MI = 4x		MI = 10x	

Asumiendo un flujo de caja de negativo en el Año 1 y un flujo de caja positivo en el Año 6, la TIR se define como la tasa de descuento que iguala el valor actual de todos los *ingresos* de caja con el valor actual de todos los *egresos* de caja: $VA = -FC_1 + FC_n/(1 + TIR)^n = 0$, donde VA = Valor Actual; $FC_1 = flujo$ de caja en el año 1; $FC_n = flujo$ de caja en el año n.

Por su parte, las entidades financieras u otros suministradores de deuda establecen sus propios límites en cuanto al nivel de deuda que están dispuestos a aportar frente a una operación determinada. Los inversores, asumiendo esta limitación, tienen que decidir el nivel adecuado de deuda a incorporar en la operación. Dicho nivel óptimo es aquel que se corresponde con el perfil de riesgo y rendimiento de la compañía objeto de la financiación. Se trata, por



tanto, de lograr un equilibrio óptimo entre un apalancamiento elevado y una capacidad empresarial acorde con dicho nivel de exposición.

En otras palabras, los objetivos de la compañía (en especial, las proyecciones del flujo de caja) deben ser, en el peor de los escenarios previstos, lo suficientemente apropiados para poder cubrir el servicio de la deuda. Si la compañía incumple con sus obligaciones de reembolso o con determinadas restricciones (coeficientes) oportunamente acordadas con los proveedores de financiación las consecuencias pueden ser muy graves. Los efectos de una crisis de este tipo, además de poner a la compañía en peligro de liquidación, pueden ser enormemente onerosos para todas las partes implicadas. De ahí, la importancia que adquiere que la compañía adquirida se centre de una manera decidida en generar una senda de flujos de caja positivos. Se dice que un factor clave de éxito en un *buy-out* reside precisamente en alcanzar un flujo de caja adecuado y predecible.

Tres de los coeficientes financieros más habitualmente utilizados por los inversores para determinar el volumen máximo de deuda asumible por una compañía objetivo son: el coeficiente de solvencia o garantía (Activo total/Exigible total); el coeficiente de independencia financiera (Recursos propios/Activo total) y el coeficiente de cobertura de intereses (BAII¹6/Gastos financieros). Estos datos se obtienen del Balance de Situación y la Cuenta de Resultados, conjuntamente con las proyecciones incorporadas en el correspondiente plan de negocio de la compañía objetivo. Los bancos normalmente exigen entre un 15% y 25% para el índice de garantía —en función de la liquidez de los activos y la fiabilidad de las valoraciones— y entre 2x y 3x como índice de cobertura de la carga financiera. De esta forma, el cálculo y contraste de los tres coeficientes sirven para determinar el "tope" de deuda a partir del cual no sería prudente exceder el nivel de endeudamiento de la compañía objeto de análisis. El valor máximo de apalancamiento soportable es la cantidad más baja entre estos tres coeficientes.

Una vez determinado este tope máximo, el paso siguiente es la negociación de la distribución de la deuda entre los posibles suministradores de la misma (entidad bancaria para la deuda prioritaria, otras entidades financieras para

¹⁶ Beneficios antes de Intereses e Impuestos.

fórmulas complementarias, préstamos de accionistas o del vendedor, etc.). Naturalmente, antes de negociar con las entidades financieras, será necesario preparar y analizar una serie de elementos de información clave para llevar a buen puerto esta negociación, tales como el nivel de capital circulante y de la deuda a largo plazo necesarios para financiar los planes de crecimiento, el nivel de riesgo que los inversores estarán dispuestos a soportar en el paquete financiero, el excedente de capacidad financiera que se utilizará para financiar la operación, etc.

Sobre la base de una estructura consensuada para un nivel acordado de deuda, el saldo entre éste último y el volumen total de financiación necesario toma entonces la forma de una inversión mediante la toma de participaciones en el capital de la Nueva compañía (recursos propios). Dado que la aportación de capital del equipo directivo en cuestión generalmente no es significativa, el valor nominal de las acciones ordinarias será bajo, por lo que el inversor aportará el volumen remanente en forma de acciones preferentes, préstamos de accionistas u otros instrumentos.

Algunas de las reglas básicas de los inversores a la hora de evaluar el potencial y atractivo de una operación en particular son que el equipo directivo esté dispuesto en firme a comprometer recursos en el proyecto (no sólo tiempo y dedicación); que la estructura financiera admita como mínimo entre un 25% y un 30% del total de los requerimientos de financiación en forma de recursos propios; que el índice de cobertura de la carga financiera no sea inferior a 2x y que el nivel de servicio de la deuda supuesto sea asumible por la compañía.

6.7.4. Algunas cuestiones clave para considerar

La forma en que el paquete financiero se diseñe y se negocie dependerá de las características de la operación y de la naturaleza del promotor (iniciador) de la misma. A título de ejemplo, a continuación se describen las fases principales de aproximación y negociación que podrían darse en una operación de adquisición apalancada de una compañía por el equipo directivo existente (MBO):

 Elaboración de una propuesta marco por parte del equipo directivo (etapas principales de la operación, estimación del volumen global de financiación necesario...).



- Presentación de la propuesta a uno o más potenciales inversores interesados.
- Elaboración de un Plan de Negocio detallado de la Nueva Compañía basado en la propuesta marco (asumiendo que al menos uno de los inversores ha mostrado interés).
- Inicio de conversaciones preliminares con el posible inversor interesado en dicho Plan de Negocio detallado.
- Inicio de las negociaciones con la parte vendedora, asumiendo que el equipo directivo y el potencial inversor interesado consideran que la operación es atractiva.
- Propuesta de una paquete de financiación de la operación por parte del inversor al equipo directivo, basada en una evaluación exhaustiva del Plan de Negocio y de la oferta de venta en general.
- Inicio de las negociaciones con los suministradores de deuda a partir del momento en que (o incluso en paralelo) se llegue a un acuerdo preliminar con la parte vendedora.

Por tanto, la implementación de una operación de esta naturaleza requiere el tratamiento y, muy especialmente, el acuerdo sobre un amplio número abanico de cuestiones financieras y no financieras. A medida que la negociación avanza, el proceso de *due diligence* y la negociación, y el acuerdo sobre determinadas garantías (generalmente exigidas por el inversor), irán despejando el camino de forma gradual y servirán para alinear intereses e incentivos sobre determinados aspectos clave de la transacción. Cualquier omisión o imprecisión en la comunicación e intercambio de información durante este proceso puede determinar el colapso de la operación.

En general, los aspectos cuantitativos (por ejemplo, las estimaciones utilizadas en la valoración, el precio, los aspectos fiscales, los posibles esquemas de retribución del equipo directivo, etc.) reciben, por lo general, una atención especial en los inicios de la negociación. Dado que normalmente estos aspectos son fuente de importantes divergencias, el reto de las partes es encontrar soluciones y opciones de acuerdo que sirvan para dar cabida a expectativas e intereses recíprocos inicialmente muy diferentes.

Algunos puntos centrales en este sentido incluyen la negociación de los supuestos y los métodos de valoración de la operación, así como la búsqueda

de opciones para reducir o solventar una visión discordante acerca del potencial futuro de la compañía. Otros aspectos a tener en cuenta son determinados puntos clave del proceso de *due diligence*: por ejemplo, el desarrollo de una cláusula de *earn-out*¹⁷ mediante la cual el vendedor obtiene menos de lo que pide hoy (precio) para cerrar la operación y recibe el remanente de dicho precio, siempre y cuando la compañía alcance unos objetivos prefijados. Finalmente, también destacar aspectos para la negociación de una posible financiación adicional suministrada por el vendedor o la toma de una participación minoritaria por parte de éste, etc.

También, en una operación de este tipo, especialmente, en una operación de adquisición por parte del equipo directivo existente en la compañía objetivo, entran en juego aspectos humanos y relacionales. Cuando un equipo directivo es el promotor de la operación, las implicaciones de tal iniciativa en sus relaciones con el vendedor pueden ser delicadas. Si es el caso, en virtud del alto potencial de conflictos de interés, los inversores y el equipo directivo deben actuar con mucho tacto para gestionar adecuadamente las posibles sensibilidades durante la implementación y negociación de la operación. En este punto, la gestión de la aproximación y comunicación de la transacción en ciernes a las distintas partes de la compañía implicadas o no en la transacción, constituye un factor crítico.

"En las situaciones que nosotros enfrentamos, no siempre hay dos partes negociadoras. En una situación de pre-cierre, debe haber un acuerdo entre nosotros y los propietarios anteriores a efectos de transferir las acciones. Mientras tanto, en el trasfondo del escenario tenemos a los empleados, que pueden ser o no parte activa en el MBO. Sin embargo, una vez que esto se hace, el propietario anterior desaparece del escenario y comienza la negociación con los empleados"

Ives Roucaud, Natexis Industrie, France

Por último, la estructura financiera de la Nueva Compañía debe ser lo suficientemente consistente para ofrecer una protección razonable de los intereses

 $^{^{17}}$ Se trata de una porción del precio solicitado por el vendedor que es condicional a fin de poder llegar a un acuerdo.



de las partes implicadas en prevención de posibles situaciones fuera de su control que puedan producirse mientras dure la inversión. Por ejemplo, si se observan los instrumentos financieros disponibles que se utilizan habitualmente en un *buy-out* –acciones ordinarias, acciones preferentes, préstamos convertibles, prestamos de accionistas, deuda prioritaria, deuda subordinada, etc.—, cada uno de estos activos representa una prioridad distinta frente a cualquier reparto de beneficios o activos de la compañía. La deuda prioritaria garantizada, total o parcialmente, tiene prioridad de cobro sobre el resto de los instrumentos de capital o de deuda, mientras que los tenedores de acciones preferentes tienen prioridad de cobro antes que los accionistas ordinarios, pero después de los tenedores de deuda.

Además, dado que en una adquisición apalancada una porción sustancial del capital se sustituye por deuda u otros instrumentos, el potencial de conflictos de interés entre los poseedores de los diferentes tipos de títulos es muy elevado. Por ejemplo, la adopción de una decisión estratégica que contribuya a incrementar el nivel de riesgo de la compañía determinaría, ceteris paribus, una transferencia de valor de los tenedores de deuda a los tenedores de acciones¹⁸. La posición de un suministrador de deuda se vería perjudicada en este caso (por ejemplo, la puesta en marcha y despliegue de un proyecto de expansión de alto riesgo en la compañía) debido a que las condiciones que exigió en su momento para suministrar su dinero se basaron en un riesgo percibido menor. Es posible entonces que determinadas decisiones que podrían favorecer a los "propietarios" no siempre favorezcan los intereses de los tenedores de otros activos en la estructura sino, al contrario, como por ejemplo los tenedores de obligaciones. Las operaciones de buy-out exigen una gran pericia para generar una estructura capaz de limitar este potencial de conflictos.

Asimismo, otro reto relevante de la estructuración financiera de un *buy-out* es obtener un grado de flexibilidad que permita, además de proteger, establecer los ajustes necesarios en línea con la posible evolución (positiva o negativa) de la compañía. Como hemos visto, la estructura financiera debe reflejar una correspondencia clara entre el plan de desembolsos programados y el desempeño de la compañía, o admitir la posibilidad de eventuales cambios o ajustes

¹⁸ Gompers & Lerner, J. (2002).

en la estructura de propiedad en respuesta a condiciones o circunstancias cambiantes en la vida de la compañía.

Esto nos lleva a una consideración final sobre la relevancia de los incentivos. Los términos de cualquier operación de capital riesgo, en tanto que operación contractual de carácter financiero, inciden directamente en los incentivos implicados en el acuerdo y, por tanto, en el tamaño del "valor del pastel" En una operación de *buy-out*, los incentivos son muy importantes. En la implementación y estructuración de la operación, como a lo largo del período que dure la inversión, el inversor debe asegurarse que el equipo directivo tenga los incentivos adecuados a fin de garantizar su total compromiso con la compañía y, en particular, con el éxito de crecimiento y de creación de valor de la misma.

"Una vez que se ha elegido, resulta crítico añadir valor de dos formas. La primera es conocer el sector, conocer a los equipos directivos del sector, la gestión más adecuada para hacer crecer un negocio a través de adquisiciones... hemos facilitado el crecimiento vía adquisiciones en un 50% de las operaciones. La segunda es imponer una disciplina de deuda, de LBO, a una empresa normal (aunque esto se puede hacer durante un período limitado ya que la posibilidad de encontrar fuentes de "cash" se agotan.

Pedro de Esteban, The Carlyle Group

Con frecuencia, el equipo directivo de un MBO obtiene una participación en el capital de la Nueva Compañía bastante superior a la que poseía previamente a la operación. Este factor, en sí mismo, es el principal incentivo para que los gestores se centren en maximizar el valor de la compañía a largo plazo. Es evidente que en una operación muy apalancada, los gestores se enfrentan, también, con el reto de tener que cumplir con los compromisos de un volumen considerable de deuda antes de poder crear algún valor. Como consecuencia de ello, se ven muy presionados para generar recursos a corto plazo a fin de servir la deuda y evitar los posibles problemas que pueda acarrear su incumplimiento. A pesar de ello, semejante presión y la búsqueda de la eficiencia a corto plazo que conlleva contribuyen, a la vez, a mejorar las posibilidades de éxito de la compañía a largo plazo.

¹⁹ Harvard Business School (1989).



6.8. Relación de cuadros y figuras

Figuras

- Figura 6.1. Emprendedor versus Inversor: Motivos principales de ruptura de una negociación
- Figura 6.2. Emprendedor versus Inversor: Nivel de complejidad de las cuestiones objeto de negociación

Cuadros

- Cuadro 6.1. Emprendedor versus Inversor: Cuestiones clave objeto de análisis antes y/o durante la negociación
- Cuadro 6.2. Ejemplo: Inversión por etapas
- Cuadro 6.3. Resumen de cuestiones objeto de negociación e instrumentos principales de contratación
- Cuadro 6.4. Ejemplo: Nivel de apalancamiento y retorno para el inversor

6.9. Bibliografía

- Amit, R., Glosten, L. and Muler, E., (1990), Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing. *Management Science*, 38, 1232–1245.
- EVCA (2002): The Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, June.
- Gorman, M. and Shalman, W. (1989): "What do Venture Capitalists do?" *Journal of Business Venturing*, 4.
- Gompers, P. (1998: "Contracting and Control in Venture Capital", HBS, 9298067.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2002): The Venture Capital Cycle, MIT Press.
- Harvard Business School (1989): "Note on financing contracting: Deals", *HBS* 9-288-014.
- Hellmann, H. (1998): "The allocation of control rights in venture capital contracts", *RAND Journal of Economics*, 29, 1.
- Hoffman, H. and Blakey, J., (1987), "You can negotiate with venture capitalists". *Harvard Business Review*, (March–April), 6–24.
- Kaplan, S. & 2 Stromberg, Per (2001): "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring". *American Economic Review*, May, 91, 2.
- Sahlman, W. (1990). "The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473–521.
- Sapienza & Korsgaard (1996): "Procedural justice in entrepreneur-investor relations", *Academy of Management Journal*, Vol. 39 Issue 3.



- Sheperd, D. & Zacharakis, A. (2001): "The venture capitalist–entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour", *Venture Capital*, 3, 2, 129-149.
- Stathopoulos, N. (2002): "Financial structure of a private equity investment", EVCA (2002), *Entrepreneurship Education Course*, 4.
- Steier, L. and Greenwood, R., 1995, "Venture capitalists relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation". *Journal of Management Studies*, 32, 337–357.



5. ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

5.1. Introducción

La estructuración de una operación de financiación por la vía de capital riesgo puede entenderse como el proceso de creación del marco de relaciones entre las partes involucradas en dicha operación, y que, por tanto, invierten en la compañía de que se trate. Las partes implicadas en una operación de esta naturaleza son:

- el equipo promotor de la Nueva Compañía o de la compañía objetivo;
- los inversores de capital riesgo;
- las posibles entidades financieras, y,
- los posibles suministradores de otras fórmulas de financiación complementarias (financiación ad-hoc, bonos de alto rendimiento, o el propio vendedor en el caso de operaciones compras apalancadas (buy-outs).

En el proceso de inversión de capital riesgo, la estructuración de una operación refiere a una fase avanzada de la interacción entre las partes en la que se desarrolla un proceso de negociación tendiente a consensuar un acuerdo de inversión. Nos encontramos, por tanto, en un punto en el que el inversor ha decidido que la oportunidad es interesante y decide seguir adelante con el intercambio de información y la negociación pertinente a fin de diseñar y estructurar la operación y llegar a un acuerdo con las partes implicadas. La probabilidad de que la operación llegue a buen puerto dependerá en gran medida de si las partes negociadoras son capaces de alcanzar un "marco de relaciones", o lo que es lo mismo, un acuerdo de inversión, aceptable para todos los involucrados.

A priori, los intereses de las partes negociadoras de una operación de financiación por la vía de capital riesgo pueden parecer divergentes, aunque, como veremos, mucho menos de lo que inicialmente puede pensarse. Se necesita un gran esfuerzo negociador y de aproximación para estructurar financieramente la operación de la forma más efectiva posible a fin de reducir o eliminar este diferencial de intereses.



Desde el punto de vista del inversor, una buena estructuración financiera es aquella que proporciona unos incentivos comunes con los emprendedores a partir de los cuales es posible alinear tales intereses en pro de dos objetivos principales: maximizar el desempeño y los resultados de la compañía participada y, a la vez, crear las condiciones para una desinversión o salida que, en el momento en que se produzca, redunde en unos rendimientos sustanciales.

Del lado de los emprendedores o del equipo directivo implicado, el compromiso total de las personas clave del proyecto es un factor crítico para el éxito de cualquier operación de capital riesgo, por lo que es importante que la estructuración final lo refleje adecuadamente. Resulta particularmente relevante que la operación se estructure de una forma que estas personas reciban una participación significativa en el potencial de valor futuro del proyecto, y, al mismo tiempo, que ellos mismos demuestren dicho compromiso invirtiendo recursos personales en la Nueva Compañía.

La estructura financiera de una operación se materializa a través de varios documentos con diferentes grados de formalidad legal tales como la Carta de Intenciones, el Acuerdo de Compra y Venta o el Acuerdo entre Accionistas. La mejor estructura financiera es aquella que es simple, que requiere una mínima intervención por parte de asesores legales, que alinea a todas las partes y que, por supuesto, proporciona cobertura a todos los posibles riesgos.

En principio, los inversores de capital riesgo procuran alcanzar una posición en la que los rendimientos potenciales permitan más que compensar los sustanciales riesgos que afrontan. Por ejemplo, las compañías en proceso de arranque financiadas por capital riesgo apenas cuentan con personal y se encuentran muy poco capitalizadas. Por lo general, los inversores prefieren suministrar los fondos que sean necesarios gradualmente, en forma de cantidades concretas condicionadas al cumplimiento de unas metas determinadas. Esto les permite cubrirse en caso de que la compañía no marche bien o su desempeño no sea el esperado en su etapa inicial: simplemente no inyectan dinero adicional y abandonan el proyecto.

Los emprendedores, por su parte, están interesados en retener el mayor porcentaje posible del capital para sí mismos. Para el emprendedor, el

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

ceder demasiado de una compañía en su fase de arranque equivale a una hipoteca muy costosa sobre su riqueza futura, en la cuál ha apostado toda su carrera. También puede representar una hipoteca para inversor al incurrir en el riesgo de que si el porcentaje de propiedad del emprendedor se diluye excesivamente éste puede perder la motivación y el compromiso con el proyecto.

De esta forma, ambas partes imponen límites y restringen la flexibilidad de su compañía¹. Esta falta de flexibilidad puede acarrear a veces un impacto negativo en el proyecto de negocio.

En definitiva, un acuerdo de financiación por la vía de capital riesgo supone la futura distribución de un valor económico entre dos o más partes que vendrá determinado por la interacción de tres ingredientes fundamentales: el *capital*, el *riesgo* y el *tiempo*. Esta interacción puede dar lugar a diferentes efectos en términos de la asignación de valor resultante.

En general, las decisiones financieras pueden acarrear la creación de valor, la destrucción de valor o la transferencia de valor entre dos o más partes negociadoras². Y una operación de capital riesgo no es la excepción. Tanto es así que una estructuración que proporcione los incentivos adecuados puede desembocar en un valor total más elevado. Esa misma operación, al tiempo que aumenta el valor total, puede a la vez suponer unos derechos muy distintos sobre el valor total creado (por ejemplo, si se establece en forma de deuda y capital), lo que reflejaría una transferencia de valor. Asimismo, una operación mal estructurada, es decir mal diseñada, puede resultar en el fracaso del proyecto de negocio, o lo que es lo mismo, en una destrucción de valor. Una forma muy gráfica de visualizar estos conceptos es considerarlos como un "pastel de valor" cuya superficie total estará finalmente determinada por las condiciones del acuerdo y por el tamaño de las porciones individuales.

Como hemos visto, las operaciones de capital riesgo pueden abarcar desde la inyección de capital semilla, pasando por el denominado capital arranque o

¹ Gorman & Sahlman, W (1989).

² Fruham, W. (1979).



lanzamiento, capital expansión, hasta las operaciones de adquisiciones apalancadas (*buyouts*) en compañías ya establecidas. Sobre esta base, asumiremos aquí una distinción básica entre:

- inversiones de capital riesgo en etapas iniciales del ciclo de desarrollo empresarial de una compañía (capital riesgo "puro"), es decir, operaciones de financiación de proyectos de negocio cuyos flujos de caja son de difícil predicción y en las que generalmente el capital riesgo es la principal o la única fuente de financiación; e
- inversiones de capital riesgo en etapas más avanzadas del ciclo del desarrollo empresarial de una compañía, es decir, operaciones de financiación de compañías establecidas a través de diversas fórmulas de adquisición apalancada donde, como la propia denominación lo indica, la deuda constituye un componente sustancial que permite apalancar los rendimientos alcanzados por los suministradores de capital³.

Analizaremos en esta primera parte los diferentes factores que conforman el contexto habitual de una negociación de un acuerdo de inversión por capital riesgo en fases iniciales o más avanzadas de desarrollo empresarial y que influyen en la preparación y en el planteamiento del enfoque de negociación. En una segunda parte, en el capítulo siguiente, abordaremos los principales mecanismos e instrumentos financieros que los inversores y los emprendedores utilizan para estructurar dichos acuerdos.

5.2. La inversión en etapas iniciales del ciclo de desarrollo empresarial

¿Qué circunstancias llevan a los emprendedores e inversores a buscarse mutuamente, en tanto que suministradores de capital y demandantes de recursos respectivamente? Gran parte de estas circunstancias tienen que ver con las dificultades que experimentan las compañías jóvenes para acceder a los recursos para financiar la puesta en marcha del negocio o su definitivo despegue y crecimiento. Con independencia de la formula de financiación de que se trate (entidades bancarias, "business angels", sociedades de capital riesgo…), se han considerado cuatro factores principales que influyen fuertemente en la

³ Para una definición más detallada de las distintas formas de inversión en capital riesgo, ver el Capítulo 1.

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

escasa predisposición de los suministradores de capital para invertir en proyectos de negocio de alto riesgo⁴, a saber:

- El alto nivel de incertidumbre respecto al futuro.
- Las asimetrías de información entre las partes implicadas en la operación.
- La naturaleza (tangible o intangible) de los activos del proyecto o compañía.
- Las condiciones cambiantes de los mercados de productos o servicios y de los mercados financieros.

Estos factores influyen de forma considerable en la decisión de los inversores y contribuyen a dificultar el acceso al capital de compañías jóvenes con alto potencial. Muchos emprendedores no poseen una comprensión adecuada de estos problemas, los cuales determinan en cada momento las decisiones u opciones de financiación que un proyecto de negocio o una compañía enfrenta en sus diferentes fases de desarrollo. Es más, todas las compañías, de nueva creación o establecidas, se enfrentan del algún modo con estos inconvenientes, pero las más jóvenes son las más vulnerables porque estos factores pueden limitar su capacidad para crecer y crear valor a partir de ideas innovadoras de negocio. A medida que una compañía se desarrolla, estos problemas pueden cambiar rápidamente y de forma imprevista. La capacidad de respuesta de la compañía frente a tales cambios puede ser un elemento clave de su ventaja competitiva, pero, también, puede derivar en un problema para los suministradores de capital.

En suma, más allá de la opción de financiación de que se trate, los emprendedores en busca de capital deben sopesar continuamente estas fuentes de inconvenientes, y buscar formas de solventarlos. Ello les permitirá facilitar el acceso a los recursos que necesitan y optimizar el proceso de negociación y estructuración de los posibles acuerdos de financiación. La forma de reducir estos problemas, es decir, de atenuar la reticencia de los inversores a inyectar capital en proyectos de alto riesgo, dependerá en gran medida de la capacidad del emprendedor para establecer y desarrollar:

 una relación fluida con los inversores antes, durante y después de las negociaciones;

⁴ Gompers & Lerner, J. (2002).



 un intercambio de información efectivo con los posibles inversores desde el principio y especialmente en el proceso negociador, si éste llega a producirse.

Los emprendedores no sólo deben conocer perfectamente los riesgos del negocio que proponen y del sector en el que pretenden operar sino, además, deben ser capaces de comunicarlo a los inversores. Asimismo, deben reducir, hasta donde sea posible, los "huecos" de información para generar credibilidad y confianza, y comunicar de forma clara cuáles son los activos fundamentales de la compañía. Y, naturalmente, deben conocer y ser capaces de interpretar objetivamente los ciclos de los mercados reales y financieros y, muy especialmente, ser capaces de presentar adecuadamente a los inversores cómo estos ciclos pueden afectar su modelo de negocio.

5.2.1. Mecanismos específicos de las operaciones de capital riesgo

Los problemas y los retos antes comentados configuran el contexto en el que se encuentran e interaccionan los emprendedores y los inversores de riesgo, antes y después de que la inversión toma lugar, y en especial en la negociación de la estructura financiera y de los términos y/o restricciones del posible acuerdo.

Se ha demostrado que la inversión en forma de capital riesgo constituye una formula especialmente adecuada para superar estos inconvenientes. Como hemos visto a lo largo de este trabajo, las diferencias con otras fórmulas de financiación tradicionales son muy claras si se toman en cuenta las motivaciones de los inversores, el enfoque en oportunidades de negocios innovadores o de alto crecimiento, el enfoque en determinados sectores, la aportación de valor en las compañías que invierten, etc.

Nos centraremos en este capítulo y en el siguiente en otras características distintivas de este tipo de inversión que tienen que ver con el conjunto de mecanismos financieros y contractuales —muy estandarizados en el sector— que las firmas de capital riesgo utilizan para superar tales inconvenientes, gestionar el riesgo y crear las condiciones que garanticen y conduzcan al éxito de las compañías en que invierten. Estos mecanismos no solo sirven para proteger la inversión sino, también, para establecer una serie de condiciones y de contro-

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR



les que, junto con la inyección financiera y la experiencia directiva que aportan, permiten lograr que la compañía participada sea gestionada de una forma eficaz y se posicione en el mercado exitosamente. Estos mecanismos financieros y contractuales son los siguientes:

- 1. El análisis y evaluación exhaustiva (due diligence) del proyecto objetivo.
- 2. La inversión por etapas ligada a objetivos y al desempeño de la compañía participada.
- 3. Los contratos con personas clave del equipo directivo para alinear los intereses de los gestores de las compañías objetivo y los inversores.
- 4. Las cláusulas restrictivas para proteger la inversión de posibles conflictos de interés.
- 5. La estructuración del Consejo de Administración de las compañías participadas.
- 6. La sindicación de la inversión a fin de diversificar riesgos.

Prestaremos en este capítulo y en el siguiente una atención especial a los instrumentos asociados con los puntos 2, 3, 4 y 5⁵.

5.3. La inversión en etapas más avanzadas del ciclo de desarrollo empresarial

La mayoría de inversiones de capital riesgo en etapas más avanzadas del ciclo de desarrollo de una compañía se realizan bajo la forma de una operación de *adquisición apalancada*—conocida genéricamente en la industria con el vocablo inglés *buy-out*. Se denomina así porque la deuda es un componente relevante de la estructura financiera de la Nueva Compañía emergente de la operación en la que, además, el equipo directivo de la compañía, y en ocasiones otras personas de la misma, reciben una porción sustancial de las acciones ordinarias.

El uso de apalancamiento financiero por vía de deuda en la mayoría de las *buyouts* permite a los inversores de capital riesgo mejorar su retorno⁶. Otra característica de estas operaciones es que la inversión de capital necesaria para financiar un *buy-out* puede, en ocasiones, ser superior al precio solicitado por el

⁵ Para un tratamiento más detallado de la sindicación de inversiones y del proceso de due diligence, ver el Capítulo 4 y el Anexo I respectivamente.

⁶ Ver la sección Estructuración de una operación de buy-out en el Capítulo 6.



vendedor de la compañía objetivo. Es decir, se requieren recursos adicionales para financiar los planes de expansión y de desarrollo que normalmente los nuevos accionistas desean acometer una vez que se hacen cargo de la compañía.

5.3.1. Tipos de buy-outs

Las tres principales formas de una operación de *buy-out* son:

- Management Buy-Out (MBO): Se trata de la operación de compra de una compañía o unidad de negocio establecida, en la cual los miembros del equipo directivo existente se convierten en accionistas de la Nueva Compañía, y juegan un papel clave en la operación, controlando el proceso y accediendo a una porción importante de la propiedad de la misma.
- Leveraged buy-out (LBO). Es un tipo de MBO en la que el nivel de deuda en la estructura financiera de la Nueva Compañía es muy elevado y el equipo directivo existente juega un papel más o menos importante en la operación. No obstante, cabe remarcar que cualquier operación de buy-out incorpora un nivel elevado de deuda
- Management buy-in (MBI): Se trata de la compra de una compañía establecida en la que un nuevo equipo directivo externo se incorpora en la Nueva Compañía como consecuencia de la operación, posiblemente debido a una exigencia del inversor o a que el propietario-gestor es el vendedor.

En consecuencia, lo que distingue a una operación de *buy-out* de otra viene dado típicamente por la naturaleza de quién toma la iniciativa para sustanciar y desarrollar la transacción (equipo directivo, vendedor, inversor...), el perfil del equipo directivo de la Nueva Compañía (interno o externo) y la estructura financiera de la misma.

5.3.2. Origen de una operación de buy-out

Una operación de adquisición apalancada de una determinada compañía tiene su origen a partir del momento en que alguien –el empresario-propietario de la compañía, el equipo directivo existente, o un equipo directivo o un directivo de otra compañía, un banco acreedor o el inversor de capital riesgo— considera que el cambio de propiedad puede ser beneficioso. La transacción que ello supone sólo será posible si el promotor o iniciador de la misma es capaz de

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

negociar y convencer a los demás que un acuerdo en esa dirección puede resultar beneficioso para todas las partes implicadas.

Del lado de la parte vendedora, los motivos que pueden llevar a decidir vender parte o totalidad de una compañía pueden ser muy diversos. Las razones más habituales tienen que ver con:

- *Procesos de sucesión en empresa familiares* en los que, por carencia de una generación siguiente o de miembros familiares dispuestos a asumir la dirección y gestión, se considera la venta al equipo directivo no familiar existente o a una tercera parte (por ejemplo, un competidor).
- Desinversiones de negocios no estratégicos (por ejemplo, una compañía de gran tamaño o grupo empresarial), como consecuencia de procesos de redefinición o re-estructuración estratégica (por falta de encaje con el nuevo plan estratégico, o conflictos de interés con otras unidades de negocio, baja rentabilidad, o por necesidad de recursos por problemas de endeudamiento, etc.).
- Desinversiones de filiales o activos por compañías con problemas financieros con el fin de obtener recursos para afrontar necesidades urgentes de tesorería o tras una situación de quiebra.
- Otras unidades de negocio o activos de compañías en liquidación puestos a la venta por administradores judiciales.
- Etc.

Desde el punto de vista del *equipo de gestión* interesado en la adquisición de una compañía, las razones pueden deberse a un deseo de independencia, en especial, cuando en la compañía existen tensiones con la propiedad acerca de la estrategia de negocio más adecuada y su impacto en el potencial de creación de valor futuro. Otros motivos pueden ser la búsqueda de un retorno superior, o simplemente la identificación de una oportunidad, una clara convicción acerca del potencial futuro del negocio y un fuerte compromiso para convertirlo en realidad.

Del lado del *inversor de capital riesgo*, el interés en una operación de *buy-out* puede venir dado, bien porque la operación encaja con el perfil de las operaciones establecidas por el fondo en cuestión, o bien porque la relación esperada entre rentabilidad y riesgo resulta ser la apropiada en función de la posible combinación entre el nivel de deuda y el coste de adquisición. Un equipo directivo calificado para gestionar y desarrollar la Nueva Compañía; o un fuerte compromiso



detectado por parte del equipo, tanto en términos de tiempo y dedicación como de recursos personales a invertir en el proyecto son, con frecuencia, motivos muy relevantes para los inversores cuando se trata de decidir de seguir adelante con una operación. La existencia de deuda garantizada y la percepción que la Nueva Compañía sea capaz de afrontarla y servirla con éxito; así como la existencia de una vía de desinversión clara al término del período de inversión, son también alicientes muy fuertes. Naturalmente, la oportunidad de comprar a buen precio o el atractivo del perfil del negocio objetivo para "comprar para desarrollar" son en ocasiones también factores significativos para el interés en una operación.

En cualquier caso, existe una motivación común en el equipo de gestión y en el inversor o los inversores implicados en una operación de buy-out, que se podría resumir en una convicción compartida en las propias capacidades para llevar adelante el proyecto, aportar valor y contribuir a su éxito futuro. Desde un punto de vista estratégico, la aportación de valor por parte del nuevo "equipo" (equipo directivo e inversores) en la Nueva Compañía puede canalizarse por diversas vertientes, desde establecer incentivos ligados a objetivos para los directivos mediante el empleo de opciones que actúen como acicate para su compromiso con el éxito de la compañía, pasando por planes estratégicos centrados en el crecimiento y/o de mejora de la eficiencia operativa, hasta la re-estructuración de los negocios de la compañía, como por ejemplo, desprendiéndose de negocios no estratégicos o de activos no rentables, o evaluando oportunidades de nuevas adquisiciones de negocios. En compañías establecidas de alto potencial con problemas para crecer, o que padecen estrangulamientos financieros, una operación de buy-out supone una inyección de capital que permite ampliar la financiación para abrir la vía de estrategias de desarrollo y crecimiento a largo plazo⁷.

5.3.3. Partes y especialistas implicados

Los tipos y tamaños de las operaciones de *buy-outs* pueden ser muy diversos –desde una adquisición de una pequeña y mediana compañía hasta una operación multimillonaria con una sociedad cotizada en Bolsa, en lo que conoce como *public to private*⁸.

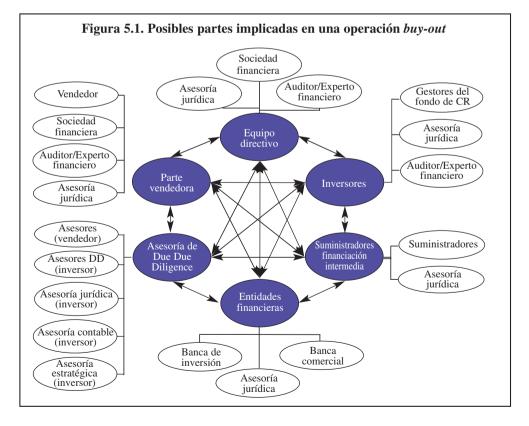
⁷ Ver en el Capítulo 7 las diversas formas en que los inversores pueden aportar valor en las compañías en que invierten independiente si éstas se encuentran en etapas iniciales o más avanzadas de su desarrollo.

⁸ Una operación de *public to private* ("*PtoP*") es un tipo de OPA, es decir, una adquisición de una sociedad que cotiza en Bolsa por parte de un inversor que da lugar de forma simultánea a la exclusión de las cotización de las acciones de la compañía adquirida. Son operaciones de gran tamaño, entre €100 millones y €5.000 millones.



Más allá de la tipificación o del volumen, una operación de *buy-out* moviliza una serie de expertos y asesores profesionales (en finanzas, servicios jurídicos, sectores industriales, etc.), que son requeridos por la parte vendedora y compradora para implementar, desarrollar y concluir el acuerdo. El grado de calificación de estos profesionales –que pueden ser "internos" o "externos" a las partes implicadas—, y en especial, el nivel de su experiencia en sectores específicos, constituyen factores clave para el éxito de cualquier operación. La contratación de asesores especializados es muy costosa, aunque no existe una receta fija acerca de cuál puede ser el nivel ideal de servicios profesionales necesarios.

No obstante, el nivel de exigencia de una operación de esta naturaleza requiere, sin duda, la intervención de especialistas de alto nivel para configurar el marco financiero y jurídico necesario y, a la vez, para producir toda la información de apoyo a la toma de decisiones de cada una de las partes que negocian (Ver Figura 5.1).





Para los inversores, el implementar, diseñar y negociar una operación de esta naturaleza exige un análisis y una evaluación muy minuciosa de la compañía objetivo. En el capítulo siguiente se examinan las cuestiones fundamentales que abordan los inversores a la hora de analizar una operación y las diferentes fases de que consta dicho proceso (Ver la sección *Estructuración de una operación de buy-out*).

5.4. El emprendedor y el inversor frente a la negociación

Una de las actividades clave de los gestores de fondos es negociar acuerdos de inversión con los emprendedores o gestores de compañías que demandan financiación. La negociación refiere aquí a la interacción entre las partes implicadas y al conjunto de todas aquellas acciones que afectan a la relación e interacción entre el inversor y el emprendedor, que eventualmente serán plasmados en un acuerdo de financiación. Muchas de estas acciones se producen antes o fuera de la negociación, y otras corresponden a las propias tratativas entre los negociadores.

5.4.1. Situación de partida de una operación de financiación

En la práctica, previamente a negociar una operación de inversión de capital riesgo en una compañía en proceso de lanzamiento y arranque, lo más probable es que las partes implicadas se enfrenten con la siguiente situación de partida:

- Los ingresos potenciales asociados con el proyecto de negocio en cuestión (en tiempo y en cantidad) se desconocen y solo se basan en estimaciones.
- La tasa de descuento se desconoce también.
- Las partes negociadoras, casi con toda seguridad, no estarán de acuerdo en relación con los ingresos esperados del proyecto ni con la tasa de descuento, o con ambos.
- Las fuentes de este desacuerdo pueden ser muy diversas, y deberse a múltiples causas tales como la normativa fiscal, o que unas de las partes posea más información o poder que la otra, etc.
- El potencial de conflictos de interés es elevado; por ejemplo, alguna de las partes podrán influir directamente en los resultados del proyecto objeto de

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

la inversión, y dicho resultado puede ser más o menos favorable para algunos de los participantes en el mismo.

 Las condiciones que gobiernen el reparto de los flujos de caja generados por el proyecto, incidirán directamente en la naturaleza de tales recursos.

En primer lugar, el inversor deberá efectuar una estimación de la cuantía de dinero que estará dispuesto a invertir hasta el momento en que pueda materializar la salida de la compañía participada. Es en ese momento cuando se generará su retorno que deberá ser el apropiado para el nivel de riesgo asumido.

La situación de partida refleja, por tanto, unas condiciones ciertamente complejas tanto para determinar la cuantía de inversión como llevar a cabo la evaluación del resto de aspectos de la operación que sean necesarios. Los principales problemas que hay que atacar se relacionan con el nivel de riesgo—por tanto la tasa de retorno esperada—, las estimaciones de ingresos y costes; y los criterios de valoración de la compañía que se deducen de las dichas estimaciones.

Desde el punto de vista del inversor, *el nivel de riesgo* en este tipo operaciones es muy elevado y muy difícil de cuantificar. Además, en la mayoría de los casos de compañías de nueva creación o jóvenes no existe un historial o apenas lo hay, sólo se disponen de *proyecciones* y, evidentemente, éstas son mucho menos fiables.

En cuanto a la *valoración* de la compañía propiamente dicha, no existen ingresos o activos físicos significativos, lo que en muchos casos puede suponer que los métodos tradicionales de valoración, tales como el método del flujo de caja descontado, o los multiplicadores⁹, no sean muy efectivos. Si, por el contrario, la compañía ya está generando ingresos, un múltiplo de las ventas puede ser utilidad. En otros casos, por ejemplo, en compañías intensivas en tecnología y conocimiento con procesos de desarrollo tecnológico muy prolongados (por ejemplo, una compañía de biotecnología) se puede utilizar la técnica de valoración basada en las opciones reales como un indicador o aproximación del posible valor actual de la compañía.

⁹ Para una revisión de los métodos principales de valoración utilizados por los inversores de capital riesgo, ver el Anexo II.



Por último, la mayoría de estas operaciones se estructuran financieramente sobre la base de acciones ordinarias, acciones convertibles preferentes¹⁰ o préstamos de accionistas.

Volumen de la inversión

En general, el volumen de capital que un inversor está dispuesto a invertir en un proyecto de negocio en sus etapas iniciales de su desarrollo dependerá de una serie de factores, entre los que destacaremos los siguientes:

- el Plan de Negocio presentado por los emprendedores;
- los resultados del proceso de *due diligence*;
- la percepción del inversor acerca del mercado potencial del concepto, producto o servicio propuesto;
- la consideración del impacto en el proyecto de los factores del entorno social, económico, tecnológico y político;
- la duración esperada de la inversión en relación con el posible momento de la desinversión;
- las expectativas del equipo promotor en relación con la porción de la compañía qué estarán dispuestos a ceder a cambio de la financiación;
- la aportación de capital y el compromiso del equipo promotor.

Plan de negocio

En lo que se refiere al Plan de Negocio, aquí sólo enfatizaremos su importancia crítica no solo para despertar el interés inicial del inversor, sino, además, como un elemento capital para facilitar la evaluación permanente del proyecto y para diseñar la estructura financiera optima resultante de la negociación.

El inversor utilizará el Plan de Negocio como una pieza de información clave para apoyar sus decisiones y posicionamiento en la negociación, establecien-

Las acciones preferentes son acciones que tienen preferencia sobre las acciones ordinarias, incluyendo la prioridad en el reparto de dividendo o en caso de liquidación de la compañía. Una acción convertible es, por tanto, una acción preferente que tiene el derecho de conversión en acciones ordinarias de una compañía. Para una descripción más detallada de los distintos instrumentos financieros utilizados en las operaciones de capital riesgo, ver el Anexo III.

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

do las oportunas reservas y ajustes dada la tendencia al "sobre-optimismo" de los emprendedores a la hora de establecer sus proyecciones. En cualquier caso, tratándose de una compañía de nueva creación o emergente, el plan de negocio deberá ser capaz de demostrar las capacidades y el compromiso personal, profesional y financiero del equipo promotor, la viabilidad del concepto/producto/servicio, unas proyecciones de ingresos y gastos futuros y una estrategia comercial.

Análisis pre-inversión

El proceso de *due diligence* en la fase de pre-inversión puede entenderse en general como un proceso de evaluación, recogida de información y validación adicional que el inversor acomete para reducir riesgos. Si como resultado de este proceso no media ningún obstáculo o revelación que pueda impedir o romper la negociación y el desarrollo de la operación, los temas que los inversores están especialmente interesados en proteger normalmente se abordan con la incorporación de garantías, restricciones, cláusulas de salvaguarda u otros mecanismos legales en los acuerdos de inversión alcanzados.

Tasa de retorno

En las inversiones en *start-ups* o en compañías en fases tempranas de su desarrollo, los inversores esperan obtener tasas de retorno sobre sus inversiones superiores al 50% anual¹¹, que es lo mínimo que puede inducirles a aceptar los altos niveles de riesgos asociados con este tipo de inversiones. Del otro lado de la mesa, la preocupación inmediata del equipo promotor del proyecto de negocio será hasta qué punto se diluye su participación en la propiedad de la compañía, o lo que es lo mismo, el porcentaje de la misma que poseerán una vez que la operación de entrada de capital haya sido realizada¹². Hemos puesto de manifiesto anteriormente que los emprendedores perciben su compromiso con la compañía como una relación de largo plazo frente a la visión más de medio plazo de los inversores.

¹¹ El rendimiento de los gestores de un fondo de capital riesgo se calcula de forma retrospectiva sobre las ganancias realizadas por el fondo al desinvertir de las compañías participadas en su cartera. Ver el Capítulo 2.

¹² Una dilución en este sentido se produce cuando el porcentaje de participación de un socio en una compañía se ve reducida por la emisión de nuevas acciones.



Compromiso financiero del equipo promotor

Otro elemento en el que los inversores prestan mucha atención, una vez que han determinado las necesidades de capital de la inversión propuesta, tiene que ver con el nivel de compromiso financiero que el o los promotores del proyecto estén dispuestos a asumir teniendo en cuenta tales requerimientos. Para los inversores, también es crítico que el equipo directivo sea competente, esté completo y motivado y que, en especial, esté muy comprometido con el proyecto. Consideran esto un factor clave de éxito en cualquier inversión por lo que procuran, desde el principio, que la estructura lo refleje de forma precisa. La estructura financiera debe permitir que el equipo promotor posea una porción significativa en la Nueva Compañía y, a la vez, inste a sus miembros a que inviertan su propio dinero como muestra de su compromiso con el proyecto. En otras palabras, el porcentaje de la compañía que vaya el equipo promotor debe ser lo suficientemente importante para preservar la motivación y el compromiso de los emprendedores durante el período que dure la inversión como para alinear los intereses de las partes a la hora de planificar la salida. No obstante, la búsqueda de semejante estructuración, tendiente a alinear incentivos e intereses, no debe convertirse en un fin en sí mismo que acabe por entorpecer la dedicación o el enfoque del emprendedor, tan necesarios o más para el éxito del proyecto que la propia financiación.

5.4.2. Preparación y configuración de expectativas

En primer lugar, un aspecto esencial de la negociación de una operación de capital riesgo, y de cualquier negociación, es la preparación, entendida como el conjunto de acciones tendientes a identificar y comprender el "terreno de juego" de la negociación y la naturaleza de las "partes implicadas". Cualquier negociador debe ser capaz de ver el problema objeto de negociación desde la perspectiva de la otra parte implicada. En caso contrario, si el emprendedor o el inversor se centran exclusivamente en sus propios intereses y necesidades, y se dedican a satisfacer sus propias expectativas, el resultado más probable es que el "pastel de valor" potencial que podría crearse, en caso de producirse un acuerdo, acabe siendo bastante más pequeño que el verdaderamente obtenible. Incluso puede ocurrir que nunca llegue a crearse¹³.

¹³ Roure, J. (1997).

Idealmente, la preparación debe ir encaminada a que esto sea posible y tendrá una influencia decisiva en la configuración de las expectativas y de la actitud negociadora del emprendedor y del inversor. Una preparación adecuada en esta dirección exige un análisis a conciencia de una serie de aspectos y dimensiones que son muy importantes de tener en cuenta antes de iniciar la negociación: Las necesidades propias y ajenas, las fuentes de poder relativo, la relación personal y la gestión de la información.

Análisis de las necesidades propias y ajenas

Evaluar y conocer mejor las necesidades propias y ajenas permitirá al negociador ir más allá de los meros "deseos" y encontrar fórmulas que satisfagan dichas necesidades. Este análisis previo de las necesidades de *ambas partes* debe desembocar a su vez en una evaluación a distintos niveles de las necesidades que son *comunes* frente a las *opuestas*. De esta forma, las características de las necesidades y sus prioridades pueden dar una idea previa de si se está frente a una situación de negociación de suma cero, es decir, lo que uno gana el otro lo pierde (*ganar-perder*), o por el contrario, existen un potencial para incrementar el tamaño del "pastel de valor" o integrar necesidades creando valor para ambas partes (*ganar-ganar*).

Evaluación de las fuentes de poder propias y ajenas

Poseer una valoración acertada de cuál es el poder de uno frente al de la otra parte permitirá al negociador ser más flexible durante la negociación. Es evidente que las expectativas generadas en este terreno serán muy diferentes si se presta o no la atención adecuada a esta cuestión. Con frecuencia, los emprendedores tienden a pensar, erróneamente, que tienen menos poder del que realmente poseen frente a los inversores. Muchas veces esta percepción es resultado de no dedicar la atención adecuada a evaluar las distintas posibles fuentes de poder de la otra parte y compararlas con las propias.

Preparación para la gestión de la relación

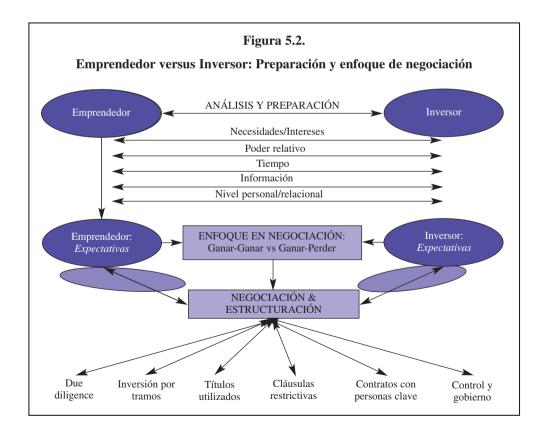
En toda negociación se dan dos niveles: el nivel del "problema" objeto de negociación, y el nivel personal o de relación, sin el cual muchas veces es imposible resolver el primero. En este sentido, prepararse para desarrollar una relación constructiva sobre la base de una comunicación fluida, y gene-



rar un nivel de confianza, es con frecuencia imprescindible para llegar a un buen acuerdo.

Planificación de la información

Es preciso evaluar el nivel de incertidumbre existente sobre la posible solución del tema a negociar, tomando en consideración tanto el punto de vista propio como el punto de vista de la otra parte. Otra faceta a preparar, relativa a la gestión de la información, consiste en predefinir dentro de lo posible qué información se estará dispuesto a compartir o no y en qué momento, lo cual requerirá también prepararse para gestionar posibles cuestionamientos sobre la información no revelada. De la misma manera, resultará útil valorar la información de la otra parte que interesará contrastar en la negociación, preparando las preguntas pertinentes.





5.4.3. Los intereses convergentes-divergentes del emprendedor y el inversor

Las negociaciones que conducen al establecimiento de un acuerdo de inversión por capital riesgo están determinadas por las necesidades e intereses del emprendedor y del inversor. El entender estas necesidades es la mejor forma para comprender las distintas formas de estructurar las operaciones y las cuestiones contractuales que son objeto de negociación en el proceso. Algunas de estas necesidades son convergentes, mientras otros son divergentes.

Para empezar, los *fundadores* de la compañía, que esperan que su proyecto de negocio se haga realidad y sobre el que han comprometido un gran esfuerzo personal (y la totalidad o una gran parte de sus propios ahorros), necesitan y procuran hacerse con los recursos de capital necesarios para financiar la puesta en marcha de las operaciones y/o para gestionar y hacer crecer su compañía.

Las compañías de nueva creación pasan por periodos con flujos de caja negativos de manera que no pueden financiar su crecimiento con sus propios ingresos. Los emprendedores son conscientes de que si quieren ampliar las posibilidades de éxito de sus proyectos, además de capital, necesitarán contar con el asesoramiento de expertos o de personas con experiencia y conocimiento en el sector, en la tecnología, o en el mercado objetivo. Al mismo tiempo, también necesitarán socios-inversores que posean contactos o relaciones que ellos no poseen. Por esta razón, procuran conseguir apoyo externo para hacerse con capacidades directivas, conocimientos o contactos que son críticos para montar una compañía.

De manera que los emprendedores están dispuestos a ceder parte de la propiedad de su compañía a cambio de obtener capital y, además, contar con un recurso adicional: un socio-inversor con experiencia y una red de contactos, lo que les permitirá en su momento conseguir capital adicional o los recursos que sean necesarios.

La cuestión es cuánto estarán dispuestos a ceder. Por lo general, intentarán ceder lo menos posible, es decir, aspirarán a minimizar su dilución. En otras palabras, intentaran retener para sí el máximo valor posible de la compañía pujando por una valoración elevada de la misma. La cantidad de capital que



el emprendedor ceda al inversor dependerá directamente de la valoración de la compañía.

Por otra parte, los emprendedores son muy sensibles al control del proceso de decisiones operativas en la compañía. En este punto, intentarán evitar la imposición de condiciones o restricciones preventivas sobre sus acciones que afecten dicho nivel de control que, con toda probabilidad, demandará el inversor.

Existe también un nivel de necesidades personales del emprendedor, relacionadas con aspectos emocionales o racionales, que merecen atención. Los emprendedores, de una manera natural, desean mejorar y prosperar, buscando alcanzar un prestigio personal y profesional como resultado del esfuerzo comprometido en sus iniciativas empresariales. Se puede hablar objetivamente de un deseo de desarrollar y alcanzar una reputación personal apuntalada en su éxito empresarial, que, evidentemente, les reportará unos beneficios y una satisfacción personal y, a la vez, una base de credibilidad para futuros proyectos.

Las necesidades e intereses del inversor

El inversor, por encima de todo, estará interesado en maximizar el retorno de su inversión y, muy especialmente, de su cartera de inversiones. Es evidente que cuánto mayor sea el número y valor de las "dianas" de su cartera (éxito de las compañías participadas), mayor será su retorno. Sin embargo, esto no es tan sencillo de alcanzar. Para los inversores, el interés principal es tener acceso a las mejores oportunidades o proyectos emprendedores si bien es evidente que se trata de una tarea muy compleja con resultados difíciles de predecir¹⁴. La mayoría de las veces no existen indicadores o referencias objetivas para valorar una compañía de nueva creación; las proyecciones de ingresos o gastos son inciertas y en muchos casos ni siquiera existen referencias similares con que comparar y basar la valoración. Esta dificultad en sí misma se convierte en un reto de negociación muy exigente que requiere unas elevadas capacidades negociadoras y de relación interpersonal.

Otros de los intereses centrales de los inversores es minimizar el riesgo de pérdida de valor de su inversión, por ejemplo, manteniendo su "opción a abando-

¹⁴ Ver Capítulo 4.

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

nar" el proyecto. Como veremos, el uso de compromisos de inyección de capital por etapas es una forma de preservar la opción "a abandonar" si las cosas van mal o se producen conflictos asociados a comportamientos perjudiciales para sus intereses por parte de los emprendedores. Los inversores utilizan este mecanismo para cubrirse frente al alto nivel incertidumbre que supone financiar una compañía en la que el desarrollo del mercado o segmento objetivo o la tecnología en cuestión es muy incierto, y de la cual es muy difícil evaluar los resultados en el corto plazo.

Asimismo, las fuertes diferencias (asimetrías) de información que se dan en ocasiones se convierten a menudo en un incentivo para acciones oportunistas o no cooperativas de los emprendedores que los inversores quieren evitar a toda costa¹⁵. Veremos que los inversores recurren a formulas contractuales para minimizar los riesgos que pueden producirse en tales situaciones. Estos riesgos se producen como resultado de los posibles conflictos que pueden surgir en la relación contractual entre el inversor y el emprendedor de una compañía¹⁶. Dado un acuerdo contractual, dichos riesgos refieren al grado de incertidumbre asociado a la posibilidad de que tanto el emprendedor o el inversor persigan su propio interés en lugar de cumplir los requerimientos del contrato de capital riesgo¹⁷.

Cabe destacar, no obstante, que los inversores también pueden optar por comportamientos oportunistas o no cooperativos en determinadas circunstancias y bajo la influencia de determinados incentivos, como lo demuestra la investigación¹⁸.

Los inversores de capital riesgo prestan mucha atención a su reputación. De hecho necesitan desarrollar una reputación sólida en el sector ya que es la

¹⁵ Gompers & Lerner, J. (2002).

¹⁶ Fiet (1995); Amit (1990).

¹⁷ La teoría de la firma que estudia el impacto de tales conflictos en la actividad de una empresa se denomina teoría de la agencia. En breve, esta perspectiva ofrece una descripción de los riesgos asociados con el principal (el inversor) y el agente (el emprendedor) y las acciones que el primero puede desplegar para "forzar" al segundo a cooperar. La teoría de la agencia proporciona unas recomendaciones muy útiles a los inversores de capital riesgo, así como determinados instrumentos de control, que revisaremos más adelante, para garantizar que el emprendedor no actúe de forma oportunista en detrimento del inversor. Ver Williamson (1985); Besanko, *et al* (1996); Cable & Shane (1997); Whitener *et al*. 1998; Shepherd (2001).

¹⁸ Cable & Shane (1997). Ver la sección "Algunos obstáculos para el acuerdo" en este mismo capítulo. No obstante, esta posibilidad se encuentra fuertemente atenuada por el efecto de la reputación en el mercado, tanto a la hora de captar fondos como para acceder a oportunidades.



mejor carta de presentación cuando tienen que salir, cíclicamente, a captar nuevo capital adicional para el fondo que gestionan, o para estar bien posicionados frente a los mejores emprendedores (oportunidades de inversión) en busca del "mejor" capital. Los resultados de su gestión y de su cartera de inversiones son los principales determinantes de su credibilidad profesional en el sector.

Otro factor que contribuye a alimentar esta sensibilidad es el pequeño tamaño del sector, que en cierto modo permite conocer bastante fácilmente quién es quién en el mercado¹⁹. Se puede afirmar que la necesidad de credibilidad es más crítica para los inversores que para los emprendedores. Los gestores de fondos "juegan un juego" que se repite y recomienza cada vez, mientras que no todos los emprendedores son emprendedores "en serie", es decir, crean y lanzan un negocio más de una o dos veces.

En el ciclo de capital riesgo, los gestores de fondos están sometidos a una fuerte presión para obtener buenos resultados, especialmente en los primeros años tras la primera captación de capital para un fondo. Se trata de la demostración más fehaciente frente a los inversores en el fondo que el gestor es verdaderamente competente y que, por tanto, merece su confianza. Esta presión se repite regularmente toda vez que los gestores deben "levantar" nuevo capital para el fondo²⁰. Para lograrlo los inversores deben ser capaces de desinvertir de las compañías participadas maximizando el retorno de los fondos invertidos, bien a través de la venta de su participación, bien a través de una oferta pública de acciones por toda la compañía.

Una implicación directa de esta necesidad del inversor es que debe ser capaz de "forzar" dicha salida de la compañía participada y, a la vez, ser capaz de conseguir la colaboración del emprendedor para conseguirlo. En este proceso, el inversor estará atento para protegerse de posibles situaciones en la que el emprendedor no esté muy por la labor de vender la compañía o salir a Bolsa. Por otra parte, cabe señalar que a los emprendedores también les interesa "tener a bordo" socios-inversores con una buena reputación ya que de ser así supone una señal muy positiva para el mercado de capitales u otros agentes económicos en relación con las posibilidades de su negocio en el futuro.

¹⁹ Sapienza & Korsgaard (1996).

²⁰ Ver Capítulo 2.

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

Finalmente, la necesidad de credibilidad permite visualizar un "terreno común" en el que los intereses los inversores y los emprendedores convergen. Si los inversores buscan desarrollar una mayor credibilidad en la industria a través de inversiones rentables y de una buena gestión percibida de su cartera de inversiones, sus objetivos a la larga coinciden con los de los emprendedores puesto que ambos ganan si las compañías participadas tienen éxito en el mercado y, por tanto, su valor en el futuro es más elevado.

Esta coincidencia o complementariedad de intereses puede, en determinado momento, actuar como un incentivo para propiciar una actitud más cooperativa en la negociación y estructuración de un acuerdo de inversión, y ciertamente para facilitar la relación entre los inversores y los responsables de las compañías participadas en la etapa post-inversión.

Cuadro 5.1. RESUMEN DE NECESIDADES E INTERESES DEL EMPRENDEDOR Y EL INVERSOR

Emprendedor	Inversor					
Capital	Oportunidades de inversión					
Minimizar la dilución	Maximizar el retorno de su inversión, evitando la sobredilución del emprendedor					
Retener la capacidad de decisión de aspectos operativos	Control de aspectos estratégicos					
Reputación personal	Reputación en el sector					
Experiencia/Red de contactos	Selección de portafolio exitoso					
Valoración alta	Valoración alta a medio y largo plazo					
Opciones de desinversión parcial	Opciones de desinversión total a medio plazo					
Referencias positivas	Referencias positivas					

Poder de negociación relativo

Un segundo elemento relevante en el análisis previo de cualquier negociación es preguntarse el alcance y el poder que tiene uno en relación con la otra parte, puesto que esto juega un papel importante en la generación de las expectativas antes de la negociación. La forma en que el poder es usado puede determinar si el potencial "pastel de valor" es aumentado o meramente distri-



buido en el proceso de negociación, y si la relación entre las partes mejora o se deteriora (antes o después que se efectúa la inversión).

Fuentes de poder de negociación del emprendedor

Naturaleza del proyecto y perfil del equipo promotor

Un equipo emprendedor sólido con un proyecto de negocio de alto potencial de retorno confiere al emprendedor mucho poder de negociación frente al inversor. Este es el caso de aquellos emprendedores o equipos promotores cuya experiencia o conocimientos de un mercado o de una tecnología supone en sí mismo una ventaja competitiva, o que poseen un modelo de negocio difícil de imitar y con un alto potencial de crecimiento para dominar un mercado, o que cuentan con un acervo de relaciones y contactos en el sector o con agentes complementarios o potenciales socios, o que intentan atacar segmentos de mercados muy dinámicos, etc.

En la compleja aproximación entre el inversor y el emprendedor, los inversores evalúan, entre otras cosas, las competencias y antecedentes individuales y colectivos de los equipos promotores, el potencial de mercado del producto/servicio o de la tecnología a desarrollar, y el grado de rivalidad en la industria y la reacción de los competidores reales y potenciales²¹. Cuánto mayor sea su confianza en la capacidad de la compañía objetivo para alcanzar sus objetivos, mayor será su predisposición a invertir en ella y en las personas que la promueven.

Por ejemplo, los inversores tienden a valorar muy especialmente la existencia de una trayectoria empresarial previa conjunta de un equipo promotor en el sector en que pretenden operar, e incluso en otros sectores diferentes, o que simplemente posean una experiencia emprendedora similar a la que ahora proponen. Otras características del equipo promotor generadoras de confianza para inversor son que esté completo y equilibrado en términos de las capacidades técnicas y directivas requeridas para implementar el proyecto, y, en ocasiones, que cuente con la recomendación de terceras partes creíbles y acreditadas²².

²¹ Ver Capítulo 4.

²² Roure & Keeley (1990).

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

Los inversores conciben la toma de participaciones en el capital de una compañía objetivo como el establecimiento de una sociedad con dicha organización. Su objetivo es también maximizar el valor futuro de la compañía hasta donde sea posible estableciendo unas buenas relaciones de trabajo con sus nuevos socios. El proceso de negociación de un acuerdo de capital riesgo es un excelente rodaje para el establecimiento de una buena relación de trabajo ulterior. Si, por ejemplo, un inversor adopta un enfoque de negociación o se comporta durante la misma de una manera que perjudique la relación entre las partes, pueden poner en peligro la capacidad futura de la compañía para crear valor. Pero, este error no es privativo de los inversores. Tanto el emprendedor como el inversor deben ser capaces de construir una relación productiva a largo plazo entre sí, durante y después de la negociación. En definitiva, lo que negocian es un marco de relaciones para desarrollar y hacer crecer una compañía a lo largo de un determinado número de años.

Si el problema de la negociación se ve únicamente bajo el prisma de las necesidades financieras del emprendedor, lo normal es pensar que el emprendedor consentirá todo lo que se le pone sobre la mesa. En el mundo real, los emprendedores también seleccionan a los inversores. Esta elección se basa en diferentes criterios, empezando por la búsqueda de una "química" o un "encaje de personalidad" con su potencial socio inversor, y lo hacen pensando que tienen ante sí una relación de trabajo a largo plazo. Para obtener más información o detalles acerca del potencial de empatía con los posibles inversores, algunos emprendedores procuran contactar con otros emprendedores que hayan tenido una relación empresarial previa con quienes ahora ellos tienen que negociar. Se trata éste de un factor crítico utilizado por los emprendedores para tener buenas referencias y seleccionar inversores.

Desde otro ángulo, todos aquellos emprendedores que hayan tratado o negociado previamente con un inversor se convierten en una fuente de referencia directa acerca de la trayectoria de dicho inversor frente a otros emprendedores. En consecuencia, la fuente de credibilidad de un inversor no depende exclusivamente de la tasa interna de retorno (TIR) del fondo que gestiona sino, también, de su capacidad para construir y desarrollar una relación con sus socios en las compañías participadas. El hecho que un inversor no negocie honestamente puede afectar gravemente su reputación. Con frecuencia, el origen de dichas referencias son los mismos emprendedores que en su momento padecieron semejante talante negociador.



Opciones de financiación alternativas

Probablemente, la fuente principal de poder de negociación del emprendedor procede de la existencia de fuentes de financiación alternativas, es decir, de la existencia de otras opciones durante el proceso de negociación (otros inversores de capital riesgo, *business angels*, inversores corporativos, bancos...). En la terminología de la negociación, estas opciones alternativas se denominan *Mejor Alternativa a un Acuerdo Negociado (MAAN)*, que en el caso de emprendedor se resume en la posibilidad de que otros inversores de riesgo estén dispuestos invertir en su compañía o que pueda captar recursos de fuentes tradicionales como un banco.

Desde este punto vista, los emprendedores pueden utilizar en su favor la posible puja que se genere en torno al potencial de su proyecto. Naturalmente, cuánto mayor sea la competencia entre inversores potenciales por una oportunidad de inversión, mayor será la probabilidad de que estén dispuestos a ofrecer mejores condiciones a los emprendedores (valoración, términos, restricciones, etc.). A esto hay que añadir que los que emprendedores pueden también utilizar como baza negociadora el enfoque o especialización del inversor. Hay inversores de capital riesgo cuyo enfoque sectorial o geográfico se adaptan mejor a los requerimientos de los emprendedores que el de otros inversores.

Finalmente, en lo que se refiere a la información relativa al proyecto, los emprendedores avezados rara vez distribuyen universalmente sus planes de negocios entre la comunidad inversora. En su lugar, envían sus propuestas a unos pocos inversores seleccionados cuidadosamente, lo que les permite preservar un poder negociador relativo más elevado. Los inversores poseen sus relaciones que les permiten detectar rápidamente la valoración de un plan de negocio en circulación, ya sea positiva o negativa, y en especial aquella que procede de opiniones autorizadas. Si ésta es negativa, las posibilidades de captar recursos pueden verse reducidas.

De manera que una estrategia gradual y selectiva a la hora de captar recursos puede ayudar al emprendedor a encontrar el "momento" adecuado, y no a agotarlo. Por una parte, si los inversores contactados son pocos, tendrán que pronunciarse al menos internamente sobre la propuesta, antes de averi-

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

guar lo que piensan o han decidido los demás sobre la misma. Además, los emprendedores pueden aprovechar el valioso análisis y evaluación que reciben de los primeros inversores para mejorar y refinar sus planes de negocios y utilizarlos así en una segunda "ronda" de captación selectiva de otros inversores.

Fuentes de poder de negociación del inversor

Del lado del inversor, su fuente primordial de poder es tener múltiples opciones de inversión, mientras que para los emprendedores la captación de capital es un proceso único y muy especial en el plano personal y profesional. Otra fuente de poder del inversor es la experiencia en el desarrollo del proceso de inversión.

Oportunidades de inversión alternativas y el factor tiempo

Los inversores poseen múltiples alternativas para invertir su dinero. De la misma forma, los emprendedores deben tener varias opciones de financiación sin han gestionado adecuadamente el proceso de búsqueda de capital. Sin embargo, los inversores por lo general tienen menos presión para cerrar el acuerdo. El factor tiempo normalmente corre en contra de los emprendedores que necesitan financiación. La no captación de recursos de capital en el momento adecuado puede poner en peligro la viabilidad del proyecto. Por lo general, los emprendedores tienen en cuenta el tiempo que conlleva el proceso de captación de capital con el riesgo de agotar el capital disponible y no poder negociar adecuadamente. En muchos proyectos de negocio, especialmente en negocios innovadores, el éxito de la propuesta depende de ventajas asociadas a la información que son muy sensibles al paso del tiempo: cuánto más se prolonga la implementación de un concepto de negocio, mayor es la probabilidad que otras compañías emergentes acaben copiando o implementando la idea. Se ha demostrado la importancia de desarrollar un proceso o entrar en el mercado en el momento adecuado para aprovechar, por ejemplo, las denominadas ventajas de primer entrante, por lo que la capacidad para crear y desarrollar una compañía prospera depende con frecuencia de la velocidad de implantación²³.

²³ Cable & Shane (1997).



El papel de la credibilidad del inversor

Los emprendedores, al seleccionar sus socios inversores, son conscientes que deben optar por algo más que la mejor oferta de valoración de su compañía. En otras palabras, estarán muy interesados en captar "dinero inteligente", es decir, en asociarse con inversores que sean capaces de proporcionar, además de los fondos necesarios, un nivel adecuado de apoyo y asistencia estratégica y directiva con el objetivo de maximizar las posibilidades de éxito del proyecto²⁴.

Desde el punto de vista de la negociación, un inversor con la mejor red de contactos —que facilite el acceso de la compañía participada a los recursos, activos o socios complementarios que necesite— y con una sólida experiencia en el desarrollo de negocios —que le permita apoyar el proceso de toma de decisiones estratégicas, financieras y de personal de la compañía— tendrá un poder de negociación elevado. Es más, cuánto mayor sea su grado de especialización en términos de sector, tecnología, etapa de inversión o localización geográfica, mayor será su ventaja relativa frente a otros inversores en este sentido.

Otro ángulo diferente para apreciar el poder de negociación relativo del inversor es que los emprendedores, además de pretender captar dinero "inteligente", procurarán asociarse con inversores cuya reputación actúe como una "certificación de calidad" de su proyecto. Esto, por ejemplo, puede jugar en determinados momentos un papel crítico para poder captar capital adicional, facilitando la entrada de otros inversores o el acuerdo de alianzas estratégicas que pueden ser clave para el desarrollo de la compañía. A la larga, la aportación de valor del inversor puede ser verdaderamente palpable. En un estudio realizado por la EVCA²⁵, basado en compañías europeas en etapas iniciales que han recibido capital riesgo (capital semilla o capital lanzamiento), la percepción de los emprendedores emergentes confirman que la contribución de los inversores ha sido clave para viabilidad y éxito de sus compañías. Una amplia mayoría considera que la contratación de personal, la investigación y desarrollo y el plan de inversiones fueron mucho más

²⁴ El Capítulo 7 aborda específicamente la diversas formas de intervención de aportación de valor de los inversores en las compañías participadas.

²⁵ EVCA (2002): The Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, June.



efectivos de lo que hubieran sido si la compañía no hubiera contado con dichos recursos²⁶.

Cuadro 5.2. FUENTES DE PODER DE NEGOCIACIÓN RELATIVO DEL EMPRENDEDOR Y EL INVERSOR

Emprendedor	Inversor					
Otras fuentes alternativas de financiación	Otras alternativas de inversión					
Plan de Negocio sólido	Credibilidad/Reputación en el sector					
Equipo directivo experimentado y completo	Equipo y asesores profesionales					
Alianzas/Inversores	Proveedores de capital del fondo/Co-inversores					
Conocimiento del negocio/tecnología	Experiencia/Redes de contactos					
Coyuntura (?)	Coyuntura (?)					
Tiempo (menos)	Tiempo (Más)					

5.4.4. Algunos obstáculos para el acuerdo

Las necesidades e intereses de las partes, el poder de negociación relativo, el papel de la información, el impacto del factor tiempo, el encaje personal entre los negociadores, etc. son todos factores que influyen directamente en la configuración de expectativas diferentes y, por tanto, en la actitud y enfoque de los negociadores de una operación antes, durante y después de la negociación. Aunque los intereses de cada parte estén claros y exista un terreno común para aprovechar y crear valor, los ciclos de tensión en la negociación de una operación de este tipo son bastantes frecuentes.

Expectativas diferentes y distribución de valor

En primer lugar, los emprendedores tienden a ser siempre muy optimistas en relación con las posibilidades de su proyecto de negocio. Por el contrario, los inversores, en virtud de su experiencia como muchas compañías que no han cumplido con sus expectativas o que directamente han fracasado, tienden ser

²⁶ En Estados Unidos, por ejemplo, las compañías de financiadas con capital riesgo tienden a recibir valoraciones más elevadas cuando salen a Bolsa, e incluso su probabilidad de salida a los mercados de valores parece ser más elevada. Sapienza & Korsgaard (1996).



más cautos. Para el emprendedor el proyecto puede ser el centro de su vida profesional y personal, mientras para que el inversor es un proyecto más de los muchos que analiza u analizará y, como tal, es un eslabón más en su objetivo final que no es otro que el maximizar el retorno de su cartera como totalidad. Por otra parte, la evidente dificultad para valorar un negocio de nueva creación entorpece en gran medida el proceso negociador ya que es muy difícil convencer a la otra parte de que lo que uno ofrece es equitativo o ventajoso para ambas partes.

A todo ello, hay que añadir que muchas de las cuestiones que son objeto de negociación pueden suponer una distribución de valor tal que para que una parte "gane" la otra necesariamente haya de "perder" algo. La típica tensión en torno a la valoración de la operación, o lo que es lo mismo, en el caso del emprendedor, el porcentaje de la compañía que deberá ceder al inversor, es un buen ejemplo de una situación "ganar-perder".

Cooperar versus competir

Un enfoque excesivo en satisfacer los propios intereses y expectativas es muy perjudicial para la relación entre los negociadores porque reduce drásticamente el nivel de confianza recíproca, y alimenta las represalias basadas en comportamientos similares. Esto termina por entorpecer, a veces de forma irrecuperable, las posibles vías para encontrar soluciones que satisfagan a ambas partes, incluso sobre aquellas cuestiones en las que la cooperación es posible.

Con independencia del tipo de inversión en fases tempranas o más avanzadas de las compañías objetivo, muchos estudios demuestran que la existencia de una relación de cooperación entre los inversores y emprendedores es una condición muy recomendable para el éxito de la compañía participada²⁷. Algunos incluso piensan que este factor es tanto o más importante para el éxito de la compañía que la propia inyección de recursos de capital. Sin embargo, aunque la cooperación puede proporcionar unas ventajas objetivas, otra cosa es afirmar que las relaciones entre los emprendedores y los inversores en el proceso de negociación y/o de desarrollo de un negocio siempre adoptan esta forma. La realidad es ciertamente más compleja.

²⁷ Steir & Greenwood (1995); Sapienza & Korsgaard (1996), Cable & Shane (1997); Sheperd & Zacharakis (2001).

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

En la negociación o tras la inversión, tanto los emprendedores como los inversores se ven sujetos a incentivos para *no* cooperar con la otra parte, es decir, a satisfacer exclusivamente sus propios intereses. Como hemos visto, la razón para actuar de esta manera está intrínsecamente relacionada con el alto nivel de incertidumbre que rodea el desarrollo de un nuevo negocio. Sabemos que los emprendedores e inversores que negocian deben adoptar sus decisiones basándose en expectativas y estimaciones acerca del futuro y que, por tanto, la cooperación dependerá de la estimación que cada uno haga sobre la probabilidad de éxito del proyecto.

Los dos factores principales que pueden conducir en un momento determinado a un emprendedor o a un inversor a considerar como mejor estrategia la competitiva frente a la cooperativa —es decir, la satisfacción directa de sus propios intereses sin tener en cuenta los de la otra parte— son los costes de oportunidad y la existencia de diferencias o asimetrías de información entre las partes²⁸.

Los costes de oportunidad son muy importantes en las actitudes y decisiones de los inversores puesto que continuamente están evaluando oportunidades de inversión alternativas y procurando maximizar el retorno financiero de su cartera. Para los emprendedores, los costes de oportunidad son elevados cuando, por ejemplo, en situación de estar explotando una oportunidad de negocio determinado, surgen nuevas oportunidades atractivas, lo que genera un incentivo para "dejar" el proyecto que tienen entre manos y la relación establecida.

En cuanto a las diferencias de información entre las partes, sólo añadir a lo anteriormente mencionado que su mera existencia conduce a que las partes, entre otras cosas, valoren subjetivamente de manera diferente las posibilidades del proyecto, y, en consecuencia, tengan expectativas distintas. Si el inversor sabe más acerca del proceso de inversión y financiación de la compañía, y el emprendedor sabe más acerca de la evolución de la tecnología que pretende desarrollar la compañía, la información que posee cada uno puede conducir a la formación de expectativas negativas acerca del futuro. Para aquella parte que posea una información negativa acerca del futuro, esto puede actuar como un incentivo para no cooperar.

²⁸ Cable & Shane (1997): o.c. pp 148.



A pesar de que los emprendedores y los inversores reconocen las ventajas de cooperar, en el mundo real de la negociación o de la propia relación en la fase post-inversión, tanto unos como otros se ven sujetos a múltiples incentivos para actuar en beneficio de sus propios intereses. Tales comportamientos pueden proporcionar determinadas ventajas relativas en el corto plazo, pero a costa de impactar negativamente sobre la calidad de la negociación y/o de la relación entre las partes, y por ende, en el potencial de creación de valor. A continuación se resumen algunos de los incentivos principales que explican estos posibles comportamientos.

Posibles comportamientos no cooperativos de los emprendedores

Retención de información clave de la compañía: Los emprendedores pueden tener incentivos personales para retener o alterar información clave acerca del estado la compañía, cuando éste constituye un factor crítico para facilitar la cooperación y el entendimiento con los inversores. Por ejemplo, en el proceso de evaluación pre-inversión o en la propia negociación, los emprendedores pueden mostrarse reticentes a proporcionar detalles técnicos del proyecto en cuestión, siendo ésta una información muy sensible para que el inversor analice las posibilidades del proyecto y decida el nivel de financiación adecuado. Los emprendedores son muy sensibles a posibles incidencias relacionadas con la propiedad intelectual y ciertamente en muchos casos no están debidamente protegidos. En cualquier caso, por ésta u otra razón estratégica, los emprendedores pueden retener información para protegerse de cualquier posible acción oportunista del inversor, lo que claramente puede afectar la capacidad de este último, bien para evaluar el proyecto, bien para fundamentar sus decisiones de suministrar más capital en etapas más avanzadas del mismo.

Sobre-dimensionamiento de los resultados de la compañía: El volumen de la inversión (descontado) está ligado directamente con las proyecciones de los emprendedores por lo que éstos tienden a "inflar" los resultados futuros de su compañía. Como hemos visto, los emprendedores necesitan y buscan captar tanto capital como sea posible, y en las mejores condiciones, de manera que tienen un fuerte incentivo para sobre-dimensionar los resultados de sus proyectos a fin obtener una inversión inicial de una cuantía importante.

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

No revelar las "malas noticias": El incentivo para no revelar u ocultar resultados no satisfactorios en el desarrollo de la compañía (por ejemplo, defectos en fases de implantación de una tecnología o producto, o indicadores de desempeño peores de los esperado, etc.) puede venir determinado en los emprendedores por el impacto que tales noticias puede ejercer en las decisiones de los inversores para inyectar capital adicional en el futuro, o incluso en otras decisiones clave para el devenir de la compañía, como por ejemplo la contratación de nuevo personal cualificado. Por este motivo, como veremos, los inversores procuran protegerse de este tipo de acciones, penalizando a los emprendedores con la pérdida de control de la compañía en caso de resultados por debajo de lo esperado, e incluso, yendo aún más lejos, con la eventual sustitución del equipo directivo responsable de tales resultados, o la dilución del emprendedor en el capital social en caso de incorporar, por ejemplo, un nuevo directivo profesional, proporcionándole acciones de la compañía. También, una compañía con unos resultados deficientes puede encontrarse con que necesita captar financiación adicional; en este caso, la ampliación de capital subsiguiente se realizaría a un precio sensiblemente inferior que en la primera ocasión²⁹. Y dado que con toda probabilidad el inversor habrá previsto la inclusión de mecanismos que le protejan de una posible dilución en tal situación, el coste de transacción puede ser soportado íntegramente por el emprendedor.

Cambios en la motivación/compromiso del emprendedor: Aunque los emprendedores buscan alcanzar el éxito con sus compañías, en ocasiones la forma de lograr los objetivos del proyecto y, en especial, su grado de compromiso y dedicación para con ello pueden variar en el tiempo. El firme compromiso de dedicación con el proyecto, expresado de forma manifiesta en el proceso de negociación y de captación de capital, pueden discurrir hacia otras actividades u otros derroteros a partir del momento que el inversor exige atención y enfoque en la fase post-inversión. Por ejemplo, en algunas compañías emergentes, intensivas en conocimiento y tecnología, se ha detectado que los emprendedores pueden decidir acometer gastos de inversión, por ejemplo en determinadas líneas de investigación y desarrollo, que a la larga solo contribuyen a acrecentar la reputación futura del tecnólogo-emprendedor más que el potencial de valor futuro de

²⁹ Hoffmann & Blakey (1987).



la compañía, a expensas por tanto del valor futuro potencialmente obtenible por el inversor³⁰.

Mal uso de los recursos recibidos: Con frecuencia, emprendedores e inversores tienen una visión divergente acerca de lo que constituye el buen uso de los recursos de capital inyectados en la compañía. Se ha demostrado que un mal uso en este sentido (por ejemplo, gastos superfluos o de representación excesivos), puede ser a larga muy costoso para los suministradores de capital³¹, mientras que en el corto plazo, los emprendedores pueden beneficiarse financiera y psíquicamente de un determinado uso de los fondos suministrados.

En suma, la manipulación de la información, los cambios en el nivel de motivación y dedicación, o un determinado uso del capital recibido pueden en determinadas situaciones convertirse en una estrategia atractiva para el emprendedor en el corto plazo en detrimento de los intereses del inversor. Ahora bien, el impacto acumulado de estos comportamientos no solo es una fuente de costes o desventajas para el inversor, puesto que lo que obtiene el emprendedor es siempre a expensas del inversor, sino que, además, puede dañar la relación entre ambas partes e incluso afectar las posibilidades de desarrollo y de éxito del proyecto.

Posibles comportamientos no cooperativos de los inversores

Desinversión prematura de la compañía participada: Normalmente los gestores de los fondos de capital riesgo reciben el retorno de sus inversiones sólo después que los socios generales (es decir los inversores en el fondo que gestionan) han recibido el suyo. Este tipo de acuerdo puede actuar como un incentivo para los gestores de los fondos para intentar desinvertir cuanto antes de la compañía participada (y obtener sus beneficios) en lugar de re-invertir en el desarrollo futuro del proyecto. El inversor, que está diversificado en una cartera de inversiones, puede beneficiarse de estas estrategias a expensas del emprendedor (cuyo retorno financiero depende exclusivamente del posible éxito de su proyecto). Es más, este condicionamiento puede conducir al inversor a forzar al emprendedor a que obtenga resultados a corto plazo, lo que en compañías en etapas iniciales puede poner en peligro la viabilidad futura del proyecto o sus posibilidades de crecimiento.

³⁰ Gompers & Lerner, J. (2001), pp. 22-23. Steier & Greenwood (1995).

³¹ Sahlman (1990).



Poca inversión por proyecto: Los inversores son muy sensibles a un uso muy "laxo" o indebido del capital que suministran, lo que en la jerga del sector se conoce como "quemar recursos". Si a esto se añade el hecho que diversifican el riesgo entre varias oportunidades de inversión, los inversores pueden verse tentados a inyectar en cada proyecto el mínimo de capital requerido, en una muestra de "exceso de realismo". Evidentemente, esta estrategia es beneficiosa para el inversor (especialmente para aquellos que estén diversificados), pero a costa del emprendedor, quien depende exclusivamente del éxito de su compañía para obtener beneficios, y cuyo futuro pueden verse comprometido si ésta no cuenta con los recursos necesarios cuando más lo necesite, por ejemplo, para el desarrollo de un prototipo o de un producto, o para el lanzamiento de las primeras actividades de comercialización.

Seguimiento diferencial de las compañías participadas: Los inversores no pueden desplegar la misma dedicación a todas compañías participadas de su cartera porque ello supondría, en conjunto, destinar un volumen considerable de su tiempo disponible a actividades no estrictamente financieras (seguimiento del desempeño, orientación estratégica, facilitación de contactos a escala financiera o sectorial...). Como resultado, los inversores deben priorizar su tiempo, adoptando un enfoque selectivo, que hace que algunas compañías no reciban la misma atención que otras. Los emprendedores afectados pueden interpretar esta desatención como una estrategia no cooperativa ya que ellos, por el contrario, invierten todos sus recursos y talento en el proyecto en cuestión.

5.5. Relación de cuadros y figuras

Figuras

- Figura 5.1. Posibles partes implicadas en una operación de buy-out.
- Figura 5.2. Emprendedor vs Inversor: Preparación y enfoque de negociación.

Cuadros

Cuadro 5.1. Resumen de necesidades e intereses del emprendedor y el inversor.

Cuadro 5.2. Fuentes de poder de negociación relativo del emprendedor y el inversor.



5.6. Bibliografía

- Amit, R., Glosten, L. and Muler, E., (1990), Entrepreneurial ability, venture investments, and risk sharing. *Management Science*, 38, 1232-1245.
- Besanko, D., Dranove, D. and Shanley, M., 1996, *Economics of Strategy* (New York: John Wiley).
- Barney, Jay B.; Busenitz, Lowell; Fiet, James O.; Moesel, Doug (1989): "The Structure of Venture Capital Governance: An Organizational Economic Analysis of Relations Between Venture Capital Firms and New Ventures". Academy of Management Proceedings, 64, 5.
- Cable, D. M. and Shane, S., (1997), "A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationships". *Academy of Management Review*, 22, 142-176.
- EVCA (2002): The Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, June
- Fiet, J., (1995), "Reliance upon informants in the venture capital industry". *Journal of Business Venturing*, 10, 195-223.
- Fruham, W. (1979): Financial Strategy: Studies in the Creation, Transfer, and Destruction of Shareholdr Value, Homewood, IL: R. Irwin Inc.
- Gorman, M and Sahlman, W (1989): "What do Venture Capitalists do?" *Journal of Business Venturing*, 4.
- Gompers, P. (1998: "Contracting and Control in Venture Capital", HBS, 9298067.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2001): The Money of Invention, Harvard Business School Press.
- Gompers, P. and Lerner, J. (2002): The Venture Capital Cycle, MIT Press.
- Harvard Business School (1989): "Note on financing contracting: Deals", HBS 9-288-014.
- Hellmann, H (1998): "The allocation of control rights in venture capital contracts", RAND Journal of Economics, 29, 1.
- Hoffman, H. and Blakey, J., (1987), "You can negotiate with venture capitalists". *Harvard Business Review*, (March-April), 6-24.
- Kaplan, S. & 2 Stromberg, Per (2001): "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring". *American Economic Review*, May, 91, 2,
- Roure, Juan; Keeley, Robert H. (1990): "Predictors of Success in New Technology Based Ventures". *Journal of Business Venturing*, July, Vol. 5 Issue 4, p. 201
- Roure, J (1997): Negociación: Resolución de problemas y creación de valor, Biblioteca IESE, Ed. Folio.
- Sahlman, W. (1990). "The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27, 473-521.
- Sapienza & Korsgaard (1996): "Procedural justice in entrepreneur-investor relations", Academy of Management Journal, Vol. 39 Issue 3.
- Sapienza, H., Manigart, S. and Vermeir, W., (1996), "Venture capitalist governance and value added in four countries". *Journal of Business Venturing*, 11, 439-469.

ESTRUCTURACIÓN Y NEGOCIACIÓN DE LA OPERACIÓN (1): EMPRENDEDOR VERSUS INVERSOR

- Sheperd, D. & Zacharakis, A (2001): "The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour", *Venture Capital*, 3, 2, 129-149.
- Stathopoulos, N. (2002): "Financial structure of a private equity investment", EVCA (2002), *Entrepreneurship Education Course*, 4.
- Steier, L. and Greenwood, R., 1995, "Venture capitalists relationships in the deal structuring and post-investment stages of new firm creation". *Journal of Management Studies*, 32, 337-357.
- Tyebjee, Tyzoon T.; Bruno, Albert V. (1986): "Negotiating Venture Capital Financing". *California Management Review*, 29, 1, p. 45.
- Whitener, E., Brodt, S., Korsgaard, A. and Werner, J., (1998), "Managers as initiators of trust: an exchange relationship framework for understanding managerial trustworthy behaviour". *Academy of Management Review*, 23, 513-530. Shepherd (2001).
- Williamson, O., (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, (New York: Free Press).



4. ESTRATEGIA DE INVERSIÓN Y SELECCIÓN DE OPORTUNIDADES

Una vez finalizado el proceso de captación de recursos financieros comienza la fase más característica y conocida de la actividad de la industria de capital riesgo: la inversión en compañías. Esta fase obedece a una estrategia de inversión que el fondo lleva a cabo a través de un proceso continuo de identificación, selección, valoración, y *due diligence* de las compañías. Luego sigue la posterior negociación y estructuración de un acuerdo y, finalmente, la aportación y desinversión final de la operación.

Los fondos de capital riesgo empiezan a poner en práctica la estrategia que les permitió captar inversores. Esta estrategia considera aspectos como el ámbito de inversión geográfico, el sector, la inversión conjunta con otros socios o el tipo de operaciones a las que el fondo se dirige. La definición de estos elementos constituye la base de la cartera de inversión que persigue el fondo. Una vez que se han fijado estos parámetros que acotan el objetivo de inversión, la tarea de los gestores de los fondos es identificar y seleccionar las mejores oportunidades de inversión existentes. Para ello no existe una norma clara, depende de la red de contactos, la reputación del fondo y los gestores o la experiencia de éstos.

4.1. La composición de las carteras: ¿local o internacional?

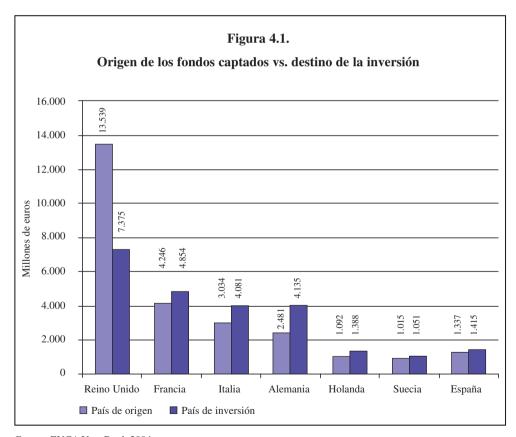
El sector o industria, el área geográfica de actuación y la etapa de entrada en la compañía son tres elementos estratégicos básicos. Las preferencias de los fondos varían dinámicamente de acuerdo con el entorno y la aparición de nuevos mercados o sectores con gran potencial de inversión. Al igual que ocurre con la captación de fondos, crecientemente internacional, la inversión también cruza fronteras (ver Figura 4.1) y, cada vez más, los fondos son menos reacios a invertir, o co-invertir en oportunidades de inversión foráneas.

El número de fondos pan-europeos ha crecido, especialmente en el sector de capital riesgo, donde tras la crisis tecnológica parece haber una mayor escasez de buenas oportunidades de inversión y los fondos compiten internacionalmente por tales oportunidades. Sin embargo, a medida que la actividad se



acerca a las compañías en fases más tempranas, la competición internacional disminuye y la práctica totalidad de los fondos que invierten en capital semilla lo hacen a nivel muy local.

En la actualidad, una gran parte de los fondos declaran tener estrategias de inversión internacionales, y casi un 30% de los fondos que operan en Europa tienen oficinas en varios países¹. Los grandes fondos pan-Europeos están formados por un grupo de profesionales de distinto origen, lo que les permite tener un mejor acceso y conocimiento a los mercados locales.



Fuente: EVCA Year Book 2004.

¹ Botazzi, 2004.



Estas cifras esconden una gran parte de la actividad internacional y sólo ofrecen el flujo neto. Por ejemplo, en el caso de España, la inversión fuera de nuestras fronteras ronda los €110 millones, superior a la diferencia en la figura. El caso de Suecia es aún más claro: más del 17% de los fondos captados en Suecia (es decir, casi €200 millones) se invierten en compañías extranjeras pero, al mismo tiempo, los fondos suecos atraen alrededor de €250 millones de inversión extranjera. Por ejemplo, Noruega invierte en el mercado sueco el 30% de sus fondos destinados a la inversión extranjera.

4.2. Elementos en la composición de carteras de inversión

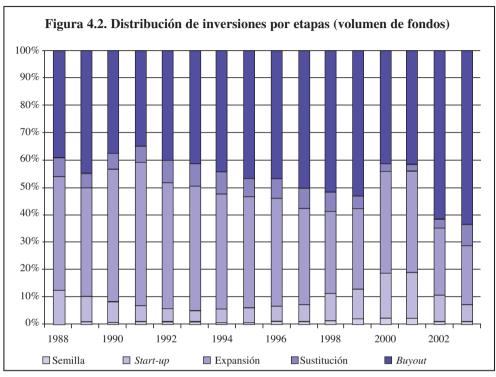
En los mercados más desarrollados, se observa una tendencia a la especialización estratégica en segmentos de inversión entre los equipos de capital riesgo y de operaciones apalancadas. Sin embargo, de acuerdo con la encuesta realizada para este estudio, se pueden encontrar buenas oportunidades de negocio en cualquier sector: todo depende de la capacidad del equipo para identificar tales oportunidades.

El crecimiento exponencial de la industria europea en la última década ha desplazado el interés de los inversores hacia operaciones cada vez mayores, tanto en operaciones de compra apalancada como en capital riesgo puro. Esto ha causado una preocupación acerca de la capacidad del entorno de financiar la iniciativa emprendedora y el despegue de compañías en fase temprana. Lo cierto es que, para este tipo de compañías jóvenes cada vez resulta más difícil acceder a cantidades relativamente pequeñas.

Los nuevos fondos captados se dirigen en gran parte al segmento de compras apalancadas, operaciones más seguras e igualmente rentables, lo que ha hecho incrementar notablemente el tamaño de las operaciones en este segmento. Por otra parte, la recuperación de los efectos de la burbuja tecnológica ha devuelto el volumen de fondos invertidos y el número de operaciones en fases tempranas a sus niveles anteriores (ver Figuras 4.2 y 4.3).

En realidad, si observamos el número de operaciones realizadas en las etapas de semilla y *start-up*, vemos una corrección mucho menos drástica en términos de volumen, lo que quiere decir que los inversores aún están presentes en el sector pero de forma mucho más prudente que en los años de la explosión tecnológica.





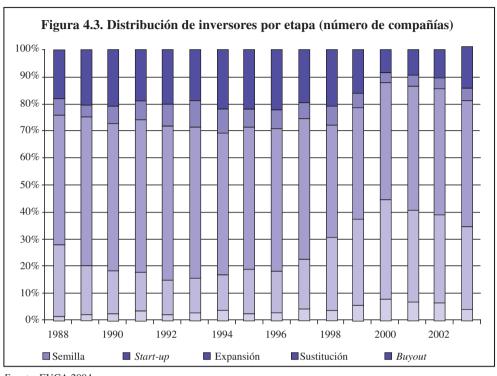
Fuente: EVCA 2004.

En cuanto al tamaño de las operaciones realizadas, éstas son de $\le 3,3$ millones en capital riesgo puro y $\le 11,7$ millones para una operación de compra apalancada en Europa, mientras que en los Estados Unidos el tamaño es de US\$ 8,97 millones y US\$ 28,4 millones respectivamente². Sin embargo, en Estados Unidos hay un fuerte mercado *angel*, los operadores naturales para inversiones entorno a ≤ 50.000 - ≤ 500.000 , que todavía no está lo suficientemente desarrollado en Europa.

Como se deduce del Cuadro 4.1, la inversión mínima que considera cualquier fondo que opera en etapas iniciales es de un millón de euros. Apenas hay mercado para las compañías que buscan cantidades inferiores. Esto quiere decir que el papel de las ayudas, becas, y premios que otorgan diferentes administraciones

² Datos de Ernst & Young, EVCA y PWC.





Fuente: EVCA 2004.

Cuadro 4.1. OBJETIVOS DE INVERSIÓN ¿Cuáles son los tamaños mínimos/máximos de inversiones preferidas según el tipo de operación (en millones de euros)

		Media	Max	Min	Moda
	Tamaño mínimo de inversión	1,5	5	1	0,5
Arranque	Tamaño máximo de inversión	7,2	20	1	5
	Tamaño preferido de inversión	4,6	30	0,5	2
Desarrollo	Tamaño mínimo de inversión	5,3	25	0,5	2
	Tamaño máximo de inversión	29,4	150	0,5	10
	Tamaño preferido de inversión	12,2	75	1	5
Buyout	Tamaño mínimo de inversión	17,6	100	1	10
	Tamaño máximo de inversión	86,8	500	0,7	100
	Tamaño preferido de inversión	43,7	280	1	75

Fuente: Elaboración propia.



públicas y fundaciones son esenciales. También lo es la financiación procedente de inversores de riesgo privados, los ya comentados *business angels*.

Sin embargo, la información sobre el mercado de inversores de riesgo privados, *business angels*, es escasa en Europa. Se trata de un tipo de inversores aún desconocidos por el gran público, incluso por los emprendedores. Los datos existentes sobre la actividad inversora de los *angels* sólo incluyen, en el mejor de los casos, las inversiones de los *business angels* suscritos a redes de inversores privados, lo que representa únicamente la punta del iceberg.

De acuerdo con un estudio llevado a cabo en Europa (1998) se estimó el número de inversores potenciales alrededor de 1 millón. Diferentes estudios y encuestas demuestran que la inversión privada informal de riesgo (business angels) en los Estados Unidos es cinco veces superior a la de los fondos de capital riesgo (inversión privada formal de riesgo), y que un 30% de las nuevas compañías tecnológicas estadounidenses contó con el apoyo de un business angel. En el Reino Unido, se estima que los business angels invierten en etapas tempranas el doble que los fondos de capital riesgo.

En España, a parte de ser un mercado aún menos desarrollado y estudiado, no está claro que los inversores informales jueguen el papel que tradicionalmente se les ha atribuido. Durante las entrevistas llevadas a cabo para la realización de este estudio, los gestores de fondos les concedieron una reducida importancia. Si bien algunas de las compañías que han recibido capital riesgo tenían *angels* entre su accionariado, el valor que éstos habían aportado a la compañía no es reconocido como tal por los sucesivos inversores.

El desarrollo del mercado *angel* necesita de una cultura emprendedora y poco adversa al riesgo, generaciones de emprendedores que hayan sido capaces de crear y vender su/s compañías con éxito. La tradición empresarial en España, con un gran peso de los sectores tradicionales y la primacía del modelo empresarial familiar, no es el mejor caldo de cultivo para el desarrollo del mercado *angel*.

4.2.1. Sectores receptores de inversión

Los resultados presentados en este estudio demuestran que, cada vez más, los fondos buscan concentrar su actividad en sectores en los que han acumulado una

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN Y SELECCIÓN DE OPORTUNIDADES



mayor experiencia. Todos los encuestados están convencidos de que en el futuro la especialización de los fondos aumentará. Sin embargo, a nivel sectorial no esperan importantes cambios en la distribución global de las inversiones.

Durante los últimos años, cuatro sectores han recibido alrededor de la mitad de la inversión: el sector de las comunicaciones, informática, consumo y productos y servicios industriales. Aunque a menudo se asocia la inversión en *private equity* con las compañías tecnológicamente punteras, en total, las inversiones en compañías consideradas de alta tecnología³ aglutinan el 20% de la inversión.

En España por ejemplo sólo el 7.5% del volumen invertido se dedica a inversiones en alta tecnología, frente a niveles entorno al 25% en Francia y Alemania. Igualmente, la inversión en España en el sector de las comunicaciones y la informática es mucho menor que la media europea. La inversión española se caracteriza por un gran peso del sector consumo y las inversiones en otros servicios, más del 20% en los últimos años. En este último grupo se engloban servicios de ingeniería, publicidad y relaciones públicas, distribución, importación y venta mayorista y servicios de consultoría no informática.

"Hay multinacionales con un presupuesto para I+D mayor que la inversión en I+D de todo el país. La innovación tecnológica americana se nutre de los presupuestos de I+D de las grandes empresas y el gobierno, especialmente el departamento de defensa. Nuestra realidad es muy diferente. Si se quiere explicar la escasa inversión en riesgo debemos examinar nuestra capacidad de I+D y el tamaño de nuestro mercado".

Nicolás Bonilla, Apax Partners

A la hora de identificar sectores y áreas de interés florecientes, el estudio realizado nos lleva a pensar que en los mercados actuales es difícil encontrar oportunidades no exploradas, así como obtener consenso en cuanto a cuáles son los segmentos de actividad más prometedores. Los inversores comparten

³ EVCA define como alta tecnología a la inversión en una compañía que tiene en propiedad ciertos derechos intelectuales, como por ejemplo patentes, que son elementos críticos en el valor de determinados productos y servicios de una compañía y que han sido desarrollados internamente por la propia compañía.



la percepción de que el segmento de las compras apalancadas todavía o ha alcanzado su potencial de crecimiento. Sin embargo, a parte de este sector, los inversores no identifican con unanimidad un sector, segmento o área geográfica que atraerá inversión en masa durante los próximos años. Más bien, y debido a la creciente especialización, cada fondo vislumbra posibles oportunidades teniendo en cuenta su "radio de acción". Es decir, por muy prometedor que parezca un sector o tipo de operación los fondos no desviarán su atención de lo que consideran sus capacidades y competencias clave, quizá una lección aprendida de la crisis del 2000.

Es curioso como los principales fondos españoles anticipan la aparición de las mejores oportunidades en segmentos de actividad diferentes. Por ejemplo, el fondo A cree ver las mejores oportunidades en compañías *spin-off* universitarias y en privatizaciones, el fondo B en el sector de *MBOs*, y el fondo C espera la aparición de las mejores oportunidades dentro del mercado local gracias al conocimiento interno de determinados sectores.

4.2.2. La composición de las carteras

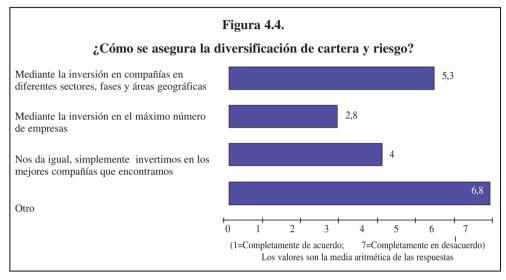
A diferencia de otros activos, además de su aportación financiera, los inversores en capital riesgo se implican activamente en la compañía participada, influyendo en el Consejo de Administración, en el planteamiento estratégico, en la selección de personal clave , etc.. Al cierre del fondo, los gestores ya anticipan si su cartera va a estar compuesta de cinco, diez, quince, o de cualquier otro número de compañías, en qué sectores y de qué tamaños.

El alto riesgo de este tipo de inversión convierte en esencial la diversificación de la cartera. Con este objetivo los operadores intentan distribuir los fondos entre inversiones en diferentes sectores, etapas empresariales y áreas geográficas.

"... alcanzamos la diversificación mediante el seguimiento de tres principios: invertir en diferentes sectores y países, limitar el tamaño de las inversiones y estructurar correctamente la operación. Utilizar deuda es una forma de estructurar una operación que diversifica y disminuye el riesgo"

Yves Roucaud, Natexis Industries, Francia





Nota: La categoría "Otro" incluye respuestas como: "Selección cuidadosa de los gestores de los fondos". Dirección activa y focalización sectorial y análisis en profundidad de los co-inversores".

Fuente: Elaboración propia.

El objetivo de diversificación aparece fijado desde la propuesta presentada a los inversores que aportan dinero al Fondo. En dicha propuesta se establecen aspectos tales como:

- el importe máximo que se puede dedicar a una operación individual,
- la proporción de fondos que se dedicarán a los principales sectores,
- la inversión máxima en sectores en los que el equipo gestor no tiene una gran experiencia,
- la limitación de la concentración de riesgos en un país, en el caso de fondos pan-Europeos o internacionales, o
- la distribución entre operaciones en diferentes segmentos, en el caso de fondos generalistas.

Sin embargo, la diversificación de una cartera de *private equity* no es un proceso matemático como lo es en otros activos e introduce un componente dinámico que no está completamente fijado a priori.



4.3. Las posibilidades de la sindicación

La sindicación es un fenómeno importante tanto en Europa como en los Estados Unidos En ambos mercados, un número cada vez más importante de operaciones se realiza a través de la inversión junto con uno o varios operadores (ver Cuadro 4.2).

Cuadro 4.2. OPERACIONES SINDICADAS EN EUROPA Y ESTADOS UNIDOS (% Volumen de fondos y % Número de inversiones)

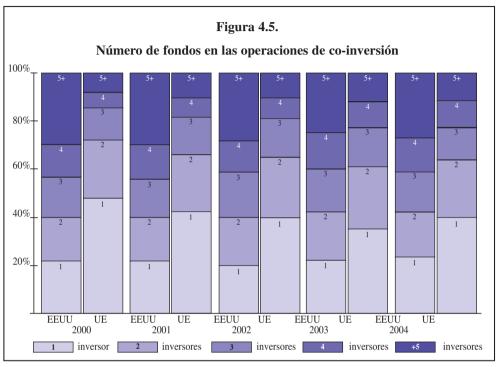
	No sindicación				Sindicación nacional			Sindicación transnacional				
	2003		2002		2003		2002		2003		2002	
	% Vol.	% N.º	% Vol.	% N.°	% Vol.	% N.°	% Vol.	% N.º	% Vol.	% N.°	% Vol.	% N.°
UE	64,9	76,8	61,8	72,1	17,0	14,9	14,8	17,9	18,1	8,3	23,5	10,0
Alemania	63,2	63,9	63,9	81,9	17,4	25,5	30,7	13,9	19,4	10,6	5,4	4,2
Dinamarca	92,3	88,5	74,6	71,3	7,0	10,1	9,7	21,3	0,7	1,4	15,7	7,4
España	95,2	85,2	82,8	87,9	4,6	14,3	14,6	11,2	0,1	0,4	2,7	0,9
Francia	59,0	76,5	18,0	59,3	27,9	21,2	20,9	26,3	13,2	2,3	61,2	14,4
Holanda	94,2	98,1	75,1	78,8	1,6	1,3	2,5	13,6	4,2	0,6	22,4	7,6
Italia	37,7	49,7	67,6	65,4	23,2	11,0	19,0	19,9	39,1	39,3	13,5	14,6
Suecia	85,4	91,6	97,3	75,7	1,0	2,3	1,7	13,3	13,6	6,1	1,0	11,0
Reino Unido	62,2	63,3	75,6	73,6	17,1	17,9	8,3	17,5	20,8	18,8	16,2	9,0

Fuente: EVCA Yearbook 2004.

También se observa como el tamaño de los sindicatos es mayor en Estados Unidos que en Europa. En la Figura 4.5 se observa como las sindicaciones dominantes en Europa cuentan con dos socios, y son más infrecuentes aquellas que tienen mayor número de socios. En los Estados Unidos, sin embargo, los grandes sindicatos de más de 5 socios son mucho más frecuentes.

Las razones para sindicar una operación son fundamentalmente tres: el tamaño de la operación, evitar la concentración de riesgos e intercambiar y mejorar la capacidad de añadir valor a las operaciones. Según estudios realizados, las motivaciones varían entre los diferentes mercados y el tipo de operaciones. La





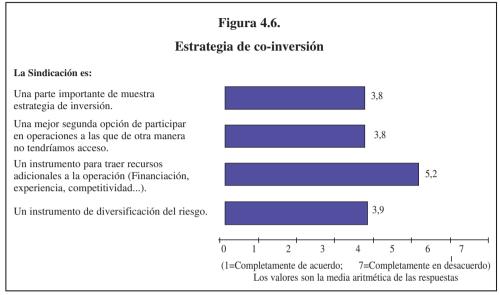
Fuente: VentureOne, 2004.

búsqueda del incremento de la capacidad de añadir valor es más frecuente en los Estados Unidos que en Europa, así como entre los inversores en etapas iniciales.

En su mayoría, los operadores españoles afirman que la sindicación es un instrumento para acceder a operaciones de gran tamaño o para reducir el riesgo de éstas. En cambio, la sindicación para mejorar las capacidades de añadir valor a una operación es prácticamente irrelevante, aunque parece un motivo más habitual entre los operadores en los segmentos más tempranos.

Un motivo frecuente de sindicación se deriva del creciente número de operaciones que se presentan mediante subasta. Para un operador que alcanza las fases finales de una subasta el proceso puede suponer varios cientos de miles de euros dedicados al estudio de la compañía y a la preparación de la oferta y, por lo tanto, el riesgo de quedarse fuera es muy alto. Una fórmula para reducir





Fuente: Elaboración propia.

la incertidumbre de la adjudicación de la operación es co-invertir con otros operadores (ver datos de subastas en España 2003). Aunque la sindicación no es la solución a todo, ya que si se abusa de su práctica...

.... "las carteras pueden terminar pareciéndose mucho las unas a las otras y la diferenciación de un fondo respecto a sus competidores se erosiona"...

Javier Loizaga, Mercapital

La co-inversión en etapas iniciales es ligeramente diferente, ya que en el segmento de capital riesgo las operaciones requieren un menor volumen de inversión y no se plantean a través de un proceso abierto de subasta. Sin embargo, en estas etapas la implicación y la capacidad para aportar valor de los socios financieros es mucho más decisivo, aunque igualmente la competencia es alta en determinadas operaciones de gran potencial.

Sin embargo, la puesta en práctica de una estrategia de co-inversión intensa plantea problemas, ya que requiere un esfuerzo de coordinación y negociación

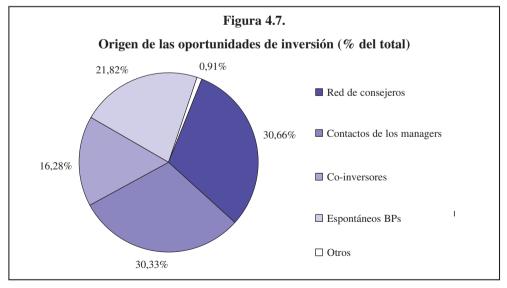


similar al llevado a cabo con la compañía participada. Una vez que la inversión se ha producido, la presencia de varios inversores puede complicar la toma de decisiones en la compañía si existen desacuerdos entre los socios.

4.4. Fuentes de proyectos e identificación de las oportunidades

Cuando los operadores del mercado proponen una estrategia de inversión que proporcionará los retornos prometidos, implícitamente se asume que el equipo gestor ha previsto una estrategia de acceso a dichas oportunidades de inversión. El acceso privilegiado a una fuente de proyectos interesantes es uno de los activos competitivos más importantes del fondo. En algunos casos, los fondos se establecen para aprovechar las oportunidades que brinda una fuente específica de proyectos, como son los fondos universitarios, los asociados a incubadoras o parques científicos, o los fondos enfocados al desarrollo local.

La reputación del equipo gestor y la experiencia en determinados sectores, el éxito de operaciones anteriores, y los integrantes del entorno como abogados o consultores ayudan al fondo a atraer el suficiente flujo de oportunidades con las características deseadas.



Fuente: Elaboración propia.



Aunque en general no supone una fuente relevante dentro del volumen de las oportunidades recibidas, la mayoría de los fondos han invertido en compañías con las que habían mantenido contactos anteriormente. Casi el 70% de los fondos encuestados ha invertido en una compañía rechazada en una fase anterior. Las compañías en las que una compañía ha invertido también suelen ser fuente de posibles operaciones, ya que frecuentemente refieren a sus inversores las oportunidades que surgen en su entorno, o, por ejemplo, rumores sobre cambios relevantes en el accionariado o la propiedad de una compañía.

"... una de las prácticas que ha sobrevivido [en relación con la desaparición de las operaciones propietarias] y continua siendo muy importante es mantener los contactos hechos en fases iniciales para cuando las empresas maduren. Los gestores de los fondos tienen que mantener estos contactos vivos".

Yves Roucaud, Natexis Industrie, France

Sin embargo, a pesar de los optimistas resultados obtenidos a través de esta investigación, en los que se destaca la posición privilegiada de los fondos respecto a sus competidores en la recepción de oportunidades interesantes, la competencia en la identificación de potenciales operaciones es indudablemente importante, sobre todo en el segmento de las grandes operaciones. En el caso español, los principales operadores en dicho segmento, a partir de €50 millones, se dan cita en las subastas organizadas por los intermediarios. Es muy difícil que actualmente una compañía de cierto tamaño organice un proceso de venta cerrado y al que sólo accede un inversor.

Las operaciones a las que un fondo tiene acceso en exclusiva (*proprietary deals*) son cada vez más escasas. La mayor parte de las compañías de tamaño medio organizan un proceso de venta, no necesariamente una subasta pero sí un proceso organizado con la ayuda de un banco de inversión para conseguir una buena oferta. La proporción de compañías que tienen asesores financieros o los buscan específicamente para organizar un proceso de captación de capital o venta es creciente y no existen razones para pensar que la tendencia cambiará.

"Resultaría muy extraño que una compañía de cierto tamaño iniciase un proceso de venta en solitario, los procesos de subasta irán a más".

Javier Loizaga, Mercapital



En determinados periodos, cuando las fuentes de referencia o el acercamiento espontáneo de emprendedores y empresarios no generado una masa crítica de oportunidades, algunos fondos se embarcan en la generación "activa" de oportunidades, es decir, identifican a aquellas compañías que consideran atractivas y les exponen sus planteamientos. Para otros fondos, la búsqueda activa de oportunidades es clave en su planteamiento estratégico.

"La mayor parte de nuestras operaciones procede de las actividades directas de marketing (60%) (asistencia a foros de inversión, búsqueda en bases de datos o en prensa). Otra fuente importante es la red de asesores (25%). Los socios en anteriores inversiones son una fuente de información menor (10%). El resto (5%) llega a través de planes de negocio espontáneos, aunque la calidad de éstos es generalmente pobre".

Lawrence Garrett, 3i, Reino Unido

La estrategia de búsqueda activa es especialmente útil cuando se dirige a compañías familiares susceptibles de un próximo cambio generacional o cuando se identifica una oportunidad clara de explotación del potencial de una compañía, la cual incluso no es consciente de sus posibilidades. Sin embargo, el acceso a este tipo de operaciones en exclusividad es cada vez más difícil. Para otra parte, el fondo se sirve de su red de contactos en la industria, bancos de inversión, directivos con los que han trabajado anteriormente, agentes, intermediarios, asesores u otros.

4.5. La selección de operaciones de éxito

La pre-selección y selección de oportunidades de inversión entre las recibidas por los inversores es la primera tarea crucial del conjunto de decisiones que tienen que tomar los socios generales para la composición de una buena cartera de inversiones. Cabe preguntarse si la clave del éxito de la inversión es la buena selección de proyectos inicial o la capacidad de añadir valor y crear la oportunidad desde dentro. En cualquier caso, la identificación de operaciones interesantes es diferente según el segmento de inversión en el que se realice. Por ello es interesante indagar en cómo los socios generales llevan a cabo este proceso.

A todos los inversores en etapas tempranas les gustaría encontrarse con "gazelles" en potencia, es decir, compañías capaces de ofrecer un alto y rápi-



do crecimiento, mientras que los emprendedores por su parte, se preguntan las razones por las que los inversores deciden cuáles proyectos merecen su interés y dedicación y cuáles no. Además, para cualquier emprendedor, su compañía es siempre de alto potencial.

"Un buen proyecto es aquel que multiplica la inversión inicial por cuatro en los cuatro primeros años, pero potencialmente por diez si las circunstancias le son favorables."

François Tison, Net Parners, Francia

Durante el primer, y decisivo, encuentro entre emprendedor, el inversor y oportunidad, el inversor se fijará en la resolución de determinados aspectos clave (ver Figura 4.8). Asimismo, según una encuesta realizada sistemáticamente entre los inversores asistentes a los foros de capital riesgo europeos patrocinados por la Comisión Europea (*Tech Venture Programme*)⁴ desde 2000 a 2004, las principales debilidades de los proyectos presentados fueron:

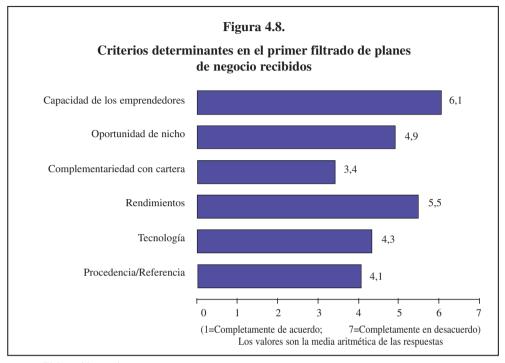
- planes de negocio poco claros en términos de la definición de los propulsores de ingresos y costes del proyecto,
- falta de una diferenciación adecuada en la propuesta de valor del producto o servicio ofrecido, y
- carencia de un equipo directivo equilibrado y completo.

También es importante apuntar que a menudo los inversores son receptivos únicamente a la clase de proyectos que especifica su estrategia. Sin ninguna duda la calidad y capacidad de los emprendedores es el principal elemento en el atractivo de un plan de negocios, seguido por los rendimientos que ofrece el proyecto.

A menudo, las propuestas de inversión que llegan a los gestores de los fondos no son lo suficientemente sólidas, especialmente las de las compañías en fases más tempranas. Como bien saben los inversores en etapas tempranas, desde que una idea surge hasta que se materializa en una proposición de inversión interesante puede mediar un proceso largo. Para los promotores, la búsqueda

⁴ The Impact of the Tech Investment Forum, European Commission. 2004. Europe Unlimited & IESE.





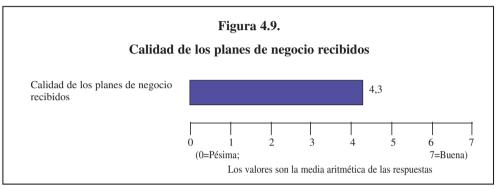
Fuente: Elaboración propia.

de financiación supone el inicio de una "gira" en la que dan a conocer su proyecto a diferentes inversores y distintos foros, y aunque la proposición de inversión haya sido rechazada múltiples veces, el proceso interactivo con los inversores potenciales la mejora y enriquece.

La experiencia enseña que el freno a la inversión comienza frecuentemente por la incorrecta comunicación entre ambas partes, existiendo un desajuste entre las expectativas de unos y otros, particularmente notable en el caso de emprendedores con un perfil tecnológico. Muchos emprendedores, con excelentes aptitudes técnicas, no han recibido formación sobre temas referentes a la administración y gestión de compañías y plasman con dificultad sus ideas sobre un plan de negocios en términos atractivos, e incluso aceptables, para un inversor. Por esta razón cada vez existen más programas de preparación al emprendedor, tanto para asesorar en la mejora del plan de negocios como para la comunicación con los inversores.



Según el estudio realizado, la calidad de los planes de negocio recibidos es aceptable (ver figura 4.9). Lo cual es un indicador de la creciente profesionalización en el proceso de captación de capital, y especialmente en la comunicación con los inversores, por parte de los emprendedores en los últimos años.



Fuente: Elaboración propia.

En otros casos, por diferentes razones, un acercamiento o negociación entre un fondo y una compañía no termina en acuerdo. Sin embargo, sí es posible que en una fase posterior se encuentren de nuevo y se den las condiciones para el cierre de una operación. Para ambas partes es deseable llevar las conversaciones y negociaciones con profesionalidad y en buenos términos, ya que el esfuerzo y dedicación invertida al conocimiento del socio potencial pueden ser utilidad en un futuro.

En el caso de las grandes operaciones como los MBOs, LBOs, el estudio de la compañía y la oportunidad está mucho mejor definido en base a indicadores observables que no son aplicables a las compañías más jóvenes. Igualmente, la *due diligence* se convierte en un instrumento clave para descubrir aspectos que no se destacaban en las conversaciones y estudio preliminar. En el Capítulo && se ofrece una visión más detallada del proceso de *due diligence*.

4.5.1. El emprendedor y la visión de diferentes inversores

En el mercado de capital riesgo, en su vertiente más purista, operan fondos de capital riesgo e inversores privados, *business angels*. Los emprendedores que



buscan financiación deben saber que los elementos críticos en la selección de oportunidades no son necesariamente los mismos para unos y otros. Pocas veces los emprendedores son conscientes de que los receptores de un Plan de Negocio se enfocan en distintos aspectos. La audiencia de un plan de negocios incluye proveedores, distribuidores, miembros del Consejo, consultores, bancos e inversores, entre los cuales pueden aparecer diferencias significativas. Aunque ciertas áreas centrales como viabilidad, riesgo o rendimiento son altamente relevantes para todas las partes implicadas.

Tanto para los fondos de capital riesgo como para los *business angels*, el mercado y los aspectos financieros de una propuesta están entre los criterios clave para decidir si investigar más a fondo la inversión en una compañía. Sin embargo, los *business angels*, a diferencia de los fondos de capital riesgo, tienen muy presentes cuestiones sobre su experiencia en el sector en el que el proyecto se desarrolla, el conocimiento de la tecnología principal, o la motivación personal, como por ejemplo su interés en el sector o el reto y espíritu emprendedor⁵.

Según lo anterior, es inútil para los emprendedores que buscan financiación tratar de convencer a un inversor *busines angels* que no conoce el sector, no tiene contactos en el ámbito del proyecto, o no parece suficiente motivado por la propuesta examinada.

4.5.2. Selección: ¿experiencia o sistema?

Las principales inquietudes en relación a la selección de iniciativas surgen en cuanto a la sistematización de la toma de decisiones. De hecho cabe preguntarse si es realmente posible establecer protocolos de pre-selección y selección que permitan discernir cuáles, entre los planes de negocio y las oportunidades de inversión recibidas, son susceptibles de convertirse en operaciones de éxito. Por otro lado, también es bueno analizar si se pueden establecer paralelismos y diferencias entre las diferentes estrategias de selección de unos fondos y otros. En la industria de *private equity* el factor "humano", la personalidad y capacidad del emprendedor, el valor de las diferentes fuentes de oportunidades de inversión y el juicio del inversor son claves, lo que dificulta la sistematización de este tipo de toma de decisiones.

⁵ Mason and Stark, 2004.



".... Recibimos a todos los que nos contactan, y a veces no tienen un plan de negocios. En la primera reunión comprobamos si se trata de una persona con la que nos gustaría trabajar y si tiene una historia atractiva. Si se dan esas dos condiciones, el segundo paso es la visita a la empresa. Los rendimientos no son un factor para seleccionar las inversiones, ya que por principio, los planes de negocio no son ciencia cierta. Por lo tanto, nuestra preselección se basa en el juicio del emprendedor, el equipo y la empresa".

Yves Roucaud, Natexis, Francia

La selección de las operaciones es clave, y más si se tiene en cuenta que los fondos de capital riesgo obtienen la mayor parte de las ganancias de un reducido número de operaciones. Se estima que alrededor del 80% de las ganancias provienen del 20% de las compañías participadas⁶. Es decir, hacen falta métodos de selección y evaluación eficientes que permitan distinguir ese 20% de las restantes. Los *business angels* se mueven también en baremos de rendimientos buscados similares, aunque menores. Sin embargo, no es el caso de los inversores del sector de compras apalancadas, ya que, al haber menos riesgo en las inversiones, la distribución de los rendimientos es menos desigual.

En los procesos de filtrado y selección de inversión en compañías jóvenes, aparecen dos elementos clave: el plan de negocios y el emprendedor o el equipo de emprendedores. El plan de negocio ofrece una visión futura de la compañía, la estrategia para alcanzar ese estado y la situación que se puede encontrar el inversor en su salida. En la inversión en capital riesgo, las personas (en este caso los emprendedores) son indispensables, ya que de ellos depende en gran medida la consecución del plan de negocios. Por muy buena que sea una oportunidad de negocio los inversores no participarán si consideran que el emprendedor o el equipo emprendedor no están capacitados para gestionar el proceso emprendedor. La importancia del emprendedor y su personalidad es un factor todavía más presente en la inversión *angel*, donde si, además, no existe afinidad entre el inversor y emprendedor, probablemente no se realizará la operación.

⁶ Zider 1998.

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN Y SELECCIÓN DE OPORTUNIDADES



A grandes rasgos, cuando un inversor decide invertir en una compañía pueden ocurrir dos cosas: bien la nueva compañía usará con éxito la financiación para crecer, crear empleo y contribuirá a la prosperidad económica de los inversores, los emprendedores y la sociedad, o bien, su ímpetu emprendedor se apagará y cerrará, perderá la inversión recibida, se destruirán puestos de trabajo y no creará valor. Los inversores en *private equity* son conscientes de que a menudo su decisión supone, en un alto grado, una "apuesta" por el emprendedor, y confían en que su juicio sobre las personas involucradas sea correcto.

En vista de la importancia de las cualidades individuales y las relaciones interpersonales cabe preguntarse cómo se puede llevar a cabo el "análisis" de las personas involucradas en la aventura empresarial. En este sentido, el análisis del emprendedor o del equipo emprendedor complementa el análisis del producto, el mercado y los aspectos financieros. No obstante, la tarea es ardua, difícil y altamente subjetiva. Si además se tiene en cuenta que la existencia de un único emprendedor es cada vez más escasa y, por lo tanto, la iniciativa emprendedora está normalmente promovida por un equipo de gestión, la dificultad a la hora de analizar el carácter y las cualidades del equipo empresarial es aún más elevada. Cuando se evalúa un equipo también se debe tener en mente que la cohesión entre los miembros del equipo emprendedor y la presencia de una visión estratégica común son factores críticos, tanto o más importantes que las capacidades individuales de cada uno de los emprendedores. Si existen ligeras tensiones en el equipo lo más probable es que se agudicen a medida que la compañía crece y que la gestión se hace más compleja. Asimismo, trabajos de investigación anteriores ponen de manifiesto una correlación positiva entre equipos completos, competencialmente equilibrados y con experiencia previa conjunta y el éxito de la compañía⁷.

Por esta razón los gestores de fondos y los *business angels* prestan especial atención a aquellos emprendedores que contactaron a través de su círculo de referencias.

Para decidir qué proyectos merecen una atención más detallada por parte de los inversores existen múltiples formas, ya que cada fondo ha ido aprendiendo de su propia experiencia y de la experiencia de sus profesionales.

⁷ Roure, Juan. & Maidique, Modesto A (1986) y Roure, Juan & Keeley, Robert H. (1990).



Tanto en capital riesgo como en *buy-outs* y LBOs, la experiencia de los gestores de los fondos es el principal activo con el que cuentan para la realización de la preselección inicial. El propio gestor decidirá qué propuestas pueden ser interesantes y si es procedente profundizar en el conocimiento de la oportunidad.

La existencia de procesos organizados de decisión es clave; si bien la experiencia es un grado, no es suficiente. Varios de los más destacados investigadores estadounidenses en el ámbito de *private equity*⁸ han comprobado recientemente que la experiencia no siempre conduce a la toma de las mejores decisiones. La explicación propuesta es que la acumulación de una amplia experiencia puede conducir a un exceso de confianza en mecanismos automáticos de decisión susceptibles de error. En lugar de evaluar toda la información que concierne a la compañía, los inversores más expertos tienden a concentrarse en identificar aquellos elementos comunes con fracasos o éxitos anteriores.

Por lo tanto, para apoyar la toma de decisiones de los nuevos gestores así como para regenerar la toma de decisiones en gestores con amplia experiencia, es necesario contar con procesos de decisiones susceptibles de ser comprendidos y adaptados por todos los implicados en la decisión.

Además de la experiencia de los gestores, los operadores han puesto en práctica diferentes fórmulas para apoyar la decisión de profundizar en el estudio de una posible operación. Entre los operadores españoles encontramos diferentes prácticas: una de las más comúnmente utilizadas por fondos de pequeño tamaño, SCR y entidades con capital público es la presentación de las oportunidades de inversión más interesantes a un comité formado por los gestores y los inversores. La decisión de inversión será tomada también en dicho comité.

En los fondos de ámbito internacional es frecuente la participación en las decisiones de socios que operan en distintos mercados mediante los Comités de Inversión, tanto a la hora de proceder al estudio de una operación como a la hora de invertir.

⁸ Sheperd et al, 2003.



".... Los socios del fondo efectúan la selección inicial. Las propuestas consideradas interesantes se discuten en el Approval Comité, con cuatro o cinco socios de diferentes países. La decisión final de inversión se toma en conjunto en el "Investment Committee" formado por un grupo de socios de los cuales al menos tres no han visto anteriormente la operación (esto se hace para introducir una visión neutral ajena a la operación)".

Nicolás Bonilla, Apax, España

4.6. Relación de cuadros y figuras

Figuras

- Figura 4.1. Origen de los fondos captados vs. destino de la inversión
- Figura 4.2. Distribución de inversiones por etapas (volumen de fondos)
- Figura 4.3. Distribución de inversores por etapas (número de compañías)
- Figura 4.4. ¿Cómo se asegura la diversificación de cartera y riesgo?
- Figura 4.5. Número de fondos en las operaciones de co-inversión
- Figura 4.6. Estrategia de co-inversión
- Figura 4.7. Origen de las oportunidades de inversión (% del total)
- Figura 4.8. Criterios determinantes en el primer filtrado de planes de negocio recibidos
- Figura 4.9. Calidad de los planes de negocio recibidos

Cuadros

- Cuadro 4.1. Objetivos de inversión
- Cuadro 4.2. Operaciones sindicadas en Europa y Estados Unidos

4.7. Bibliografía

Bottazi, L., Da Rin, M. and Hellmann T. (2004), "The changing face of European venture capital industry: facts and analysis", *Journal of Private Equity* Vol. 8 (1).

Branscomb, L. M. and Auerwald, P. E. (2002), "Between invention and innovation, An analysis of funding for early-stage development", *National Institute of Standards and Technology*, Gaithersburg, MD 20899-4710.

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR

- EVCA (2004), Yearbook 2004, Zaventem, Belgium.
- Mason, C. and Stark, M. (2004), "What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels", *International Small Business Journal*, Vol. 22 (3).
- Roure, Juan, Maidique, Modesto, A. (1986). "Linking Prefunding Factors and High-Technology Venture Success: An Exploratory Study". *Journal of Business Venturing*, Fall 86, Vol. 1 Issue 3, p. 295.
- Roure, Juan; Keeley, Robert, H. (1990): "Predictors of Success in New Technology Based Ventures". *Journal of Business Venturing*, July, Vol. 5 Issue 4, p. 201.
- Sheperd, D. A, Zacharakis, A. and Baron, R. A. (2003), "VC's decision process: Evidence suggesting that experience might not be better", *Journal of Business Venturing*, Vol. (18), pp. 381-401
- Zider, B. (1998), "How venture capital work", *Harvard Business Review*, Vol. 76 (6), pp. 131-14.



3. LA CAPTACIÓN DE FONDOS (2): ENTORNO, REGULACIÓN Y FISCALIDAD

3.1. Introducción

En los procesos de captación de fondos los rendimientos obtenidos en periodos anteriores por el conjunto de la industria, los gestores de un fondo en particular y la estrategia de inversión que éste proponga son determinantes. Sin embargo, la capacidad de obtener rendimientos atractivos para nuevos inversores está condicionada a la existencia de una base de emprendedores y compañías que tengan potencial de crecimiento y de generar los retornos buscados. Una economía sin este tipo de actividad difícilmente puede auspiciar y mantener la existencia y expansión de la inversión de capital riesgo.

Se ha observado, que la existencia de una base dinámica y activa de emprendedores y compañías no es condición suficiente para que se produzca una intensa actividad de inversión en ciertos segmentos de capital riesgo. Este es el caso de las inversiones en las etapas más iniciales de las compañías, las cuales, por su elevada concentración de riesgos no atraen suficiente inversión. Además, el reducido tamaño de estas operaciones hace que la relación entre los costes de estudio y el volumen de fondos que necesitan desincentiven la inversión.

Debido al marcado carácter cíclico de la industria, la captación de fondos mantiene una relación muy próxima con la capacidad de desinversión en las compañías en las que se ha invertido. Por lo tanto, la existencia de mercados de capitales especializados para compañías de alto crecimiento es muy importante para facilitar la liquidez de la inversión y la obtención de rendimientos. En este sentido, también la posibilidad creciente de vender y comprar participaciones en fondos en activo ayudarán a los potenciales inversores a considerar la entrada en el mercado de capital riesgo como menos arriesgada y comprometedora.

En la captación de capital los aspectos legales y fiscales de la inversión son muy importantes. En primer lugar, reconociendo que actualmente la captación de fondos se produce en un entorno de competencia internacional, la selección



de la estructura legal y la localización de ésta son claves para los equipos gestores en busca de nuevos fondos. La elección de un tipo u otro de estructura legal es definitiva, principalmente debido a las implicaciones en materia de tributación. En segundo lugar, la actividad de los gestores del fondo, la estrategia de inversión y las relaciones con los inversores, entre otros aspectos, también aparecen recogidos en contratos legales, como el denominado *contrato de asociación*.

3.2 El impacto del entorno económico y financiero

Diferentes aspectos macroeconómicos a escala global juegan un papel importante en los mercados de capital riesgo. Su influencia se percibe, principalmente, a través de los movimientos en los mercados de capital.

Pero sin lugar a dudas, uno de los elementos más importantes de la economía de un país que participa directamente en la industria de capital riesgo y en la captación de fondos es el comportamiento y la situación de los agentes que componen la demanda de capital riesgo.

Como ya se ha mencionado anteriormente, la oferta reacciona ante el crecimiento de la inversión, y la inversión, a su vez, refleja la actividad emprendedora e innovadora de un país. Por lo tanto, para una floreciente industria de capital riesgo, ha de asegurarse previamente un sólido y extenso tejido de compañías con potencial de crecimiento (cada vez más ligado a la innovación) y una amplia iniciativa emprendedora.

No es tarea fácil medir la posición de un área respecto a la iniciativa emprendedora y la innovación. El consorcio del *Global Entrepreneurship Monitor* y el cuadro de Indicadores de la Innovación son iniciativas pioneras para la medición y comparación de ambas magnitudes a escala internacional.

3.2.1. Iniciativa emprendedora e innovación

Según un reciente informe *GEM 2003*¹, la actividad emprendedora en España se sitúa entre la media de los países Europeos, aunque éstos se alejan considerablemente de los países que encabezan la clasificación, con Argentina, Nueva

¹ Reynolds et al, 2004.



Zelanda, Brasil, China o Estados Unidos como grupo destacado en el índice de actividad emprendedora². Si se distingue entre la actividad emprendedora de compañías "nuevas" (han pagado menos de 3 meses de salario) y la de compañías "nacientes" (han pagado salarios durante un periodo entre 3 y 42 meses), la iniciativa emprendedora en Europa es notablemente menor que la de otros directos competidores como Estados Unidos. Dentro del contexto Europeo, España es uno de los países con mayor actividad emprendedora en lo que se refiere a la existencia de compañías relativamente jóvenes (GEM 2004).

La industria de capital riesgo no sólo se nutre de compañías relativamente jóvenes, sino también de compañías que ya han alcanzado una fase de desarrollo más avanzada pero que afrontan importantes planes de crecimiento. En España, la actividad emprendedora de las compañías establecidas es inferior a la de otros muchos países, en particular a los Estados Unidos, y notablemente más alta en Finlandia y Grecia (ver informe GEM 2004).

Sin embargo, el volumen de iniciativa emprendedora sólo explica parcialmente las diferencias entre unos y otros mercados de capital riesgo. Un componente esencial en la ecuación de la captación de fondos y la industria de capital riesgo es la innovación, ya que es uno de los factores más clave del potencial de crecimiento empresarial.

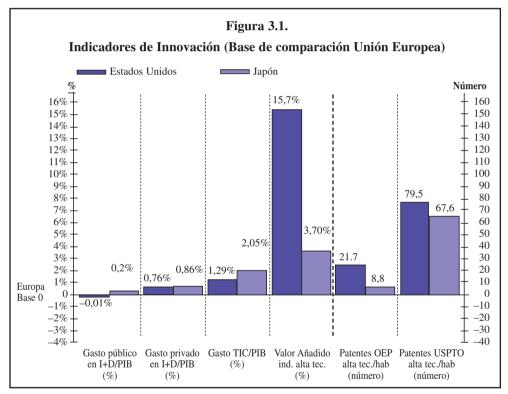
La innovación en Europa

Parece existir unanimidad que el área europea es deficitaria en innovación respecto a los principales competidores mundiales. Lo que se conoce como la "paradoja europea", la dificultad para transformar la investigación básica en investigación comercial y finalmente en proyectos empresariales, es un freno para la industria de capital riesgo, especialmente en su vertiente de actividad más tradicional. Según el Cuadro de Indicadores de la Innovación (2002), elaborado por la oficina estadística de la Comisión Europea, se confirma que tanto Estados Unidos y Japón superan a la Unión Europea en las variables más significativas, salvo en el gasto público en I+D en los Estados Unidos (ver Figura 3.1).

² El Índice de Actividad Emprendedora, TEA, indica el porcentaje de población entre 18-64 años involucradas en la creación de empresas.



Por ejemplo, en la Figura 3.1 vemos como el valor añadido de las actividades industriales de alta tecnología es un 15,7% más alta en Estados Unidos que en Europa, y es un 3% más alto en Japón. Si se repasa el estado de la alta tecnología en relación con las patentes existentes, observamos que el número de patentes de alta tecnología en Estados Unidos es un 79,5% superior a las europeas, mientras que el número de patentes japonesas son un 67,6% mayor que en Europa.

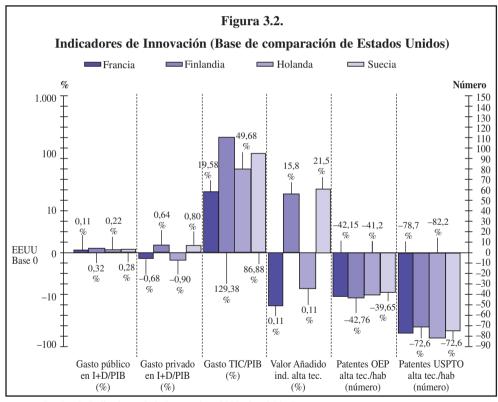


Fuente: Cuadro de Indicadores de la Innovación, 2002. Comisión Europea.

Al estudiar los Estados miembros individualmente se observa, respecto a numerosos indicadores de innovación, que distintos países de la Unión Europea aparecen entre los mejor posicionados a nivel mundial. Los países más innovadores en la Unión Europea son las pequeñas economías septentrionales: Finlandia, Suecia, Dinamarca y los Países Bajos. El Reino Unido es el país más innovador de las grandes economías.



En siete de los diez indicadores comparables, los países más destacados de la Unión Europea superan tanto a los EE.UU. como a Japón. Irlanda, Francia, Finlandia, el Reino Unido y Suecia se sitúan a la cabeza en titulados en ciencias y tecnología; Finlandia, Suecia y los Países Bajos destacan en gasto público en I+D; Suecia y Finlandia, en gasto privado en I+D; Finlandia, Suecia y los Países Bajos, en patentes OEP de alta tecnología; Luxemburgo, España y los Países Bajos, en nuevos capitales obtenidos; los Países Bajos, Suecia y Dinamarca, en hogares conectados a Internet; y Suecia, el Reino Unido y los Países Bajos, en gasto en TIC (ver Figura 3.2).

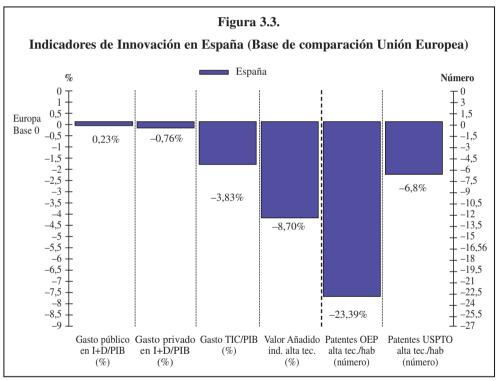


Fuente: Cuadro de Indicadores de la Innovación, 2002. Comisión Europea.

Para España los resultados son cuanto menos decepcionantes, obteniéndose resultados en general por debajo de la media europea (ver Figura 3.3). En solo un indicador, España se encuentra considerablemente por encima de la ten-



dencia media de la Unión Europea: en empleo y producción y servicios de alta tecnología. La edición española del estudio GEM sitúa a las compañías españolas a la cola de la innovación mundial³. Sólo una muy pequeña parte de las nuevas compañías –0,3% el caso de las compañías nacientes— han introducido nuevas tecnologías (o al menos inexistentes en el país en el último año). Asimismo, tres-cuartas partes de las compañías afirma entrar en mercados con mucha competencia y apenas 10% de las compañías afirman vender productos o servicios no conocidos anteriormente por sus clientes⁴.



Fuente: Cuadro de Indicadores de la Innovación, 2002. Comisión Europea.

Las tendencias son, sin embargo, más alentadoras que la situación real. Las áreas en las que la economía española progresa más rápidamente son el número de graduados en ciencia y economía y los licenciados con formación de

³ Coduras et al, 2004, p. 42.

⁴ Coduras et al, 2004.



post-grado. Las expectativas también son de mejora para el gasto público y privado en I+D. En cambio, se espera un empeoramiento en la posición relativa respecto al gasto en TIC y el porcentaje del valor añadido en la industria de los sectores de alta tecnología⁵.

Es aún más difícil indagar en las causas que definen una baja actividad emprendedora e innovadora de un país o región. Tentativamente podemos explicarlo en función del grado de aversión de los ciudadanos al riesgo económico o financiero y el consiguiente estigma asociado al fracaso, el miedo a la pérdida de control, una cultura tradicionalmente adversa a la entrada de capital ajeno, la preferencia por el trabajo por cuenta ajena, la creación de compañías como forma de ganar autonomía e independencia frente al deseo de hacer crecer la compañía.

En cuanto a la evolución de las oportunidades de inversión, en el segmento de compras apalancadas las perspectivas son esperanzadoras, ya que existen un gran número de compañías en Europa que se enfrentan a problemas de sucesión y transferencia. Esto significa nuevas oportunidades para la inversión de compra apalancada. De todos modos, debido a los resultados positivos obtenidos tradicionalmente en el sector de compras apalancadas, y a las expectativas de que se mantendrá como una de las áreas más atractivas para la inversión, los operadores prevén un incremento en la competencia y en los precios.

Según el informe 2003 de actividad de capital riesgo en España⁶ los inversores mostraron su deseo de destinar el 46,5% de los recursos captados a la inversión en compañías en expansión, y el 41,2% en operaciones apalancadas (no tecnológicas), demostrando un creciente interés por este segmento.

3.2.2. El sector público como inversor en capital riesgo

A menudo los agentes públicos participan en el mercado de forma directa: como proveedores de fondos o con la creación de fondos cuya gestión está ligada a organismos o entidades públicas. Aunque la actividad pública se concentra principalmente en la actividad de capital riesgo y no en operaciones de

⁵ Comisión Europea 2002.

⁶ webcapitalriesgo, 2004.



compras apalancadas, el papel de los fondos públicos ha adquirido una notable importancia, ya que representan una destacada proporción de los fondos captados. Esta sección ofrece un estudio de la principal fuente de fondos públicos europea en capital riesgo, el FEI, y del papel del sector público en Europa.

La menor inversión en etapas iniciales es una de las características que diferencian el mercado europeo de capital riesgo del estadounidense. Entre los factores que frenan la inversión en estas compañías podemos destacar la juventud de la compañía, que debe probar su modelo de negocio, producto, tecnología o la capacidad de su equipo directivo, o la dificultad de determinar el riesgo que supone la inversión, el tamaño de la inversión y el periodo de maduración hasta que se materializan los resultados. El creciente tamaño de los fondos también ha desplazado la inversión hacia operaciones mayores.

Irónicamente, aquel segmento en el que los emprendedores están más abiertos a recibir financiación de inversores externos es aquel en el que los inversores no parecen estar interesados debido a los altos costes de inversión y los bajos retornos.

El mercado de financiación para proyectos en fase semilla y arranque está dominado por los proveedores de capital, es decir por la oferta. Existe un número reducido de inversores operando en estos segmentos y por tanto utilizando su posición tiende al oligopolio, lo que les permite exigir mayores primas de rendimiento y aplicar condiciones más estrictas. Estos inversores son muy severos en la selección y en los procesos de *due diligence*. De hecho, se estima que sólo el 1% de las propuestas reciben inversión.

Por otra parte, a medida que los mercados de capital riesgo crecen y la captación de fondos es más fácil, los inversores buscan "desesperadamente" proyectos en fases más avanzadas, y por lo tanto de mayor tamaño, para invertir. En las fases de expansión sólo un número reducido de compañías estarían dispuestas a abrir sus fondos propios a inversores externos. Dado que la mayoría de estas compañías generan flujos de caja, las compañías en fases de expansión preferirían, y podrían bien autofinanciarse o bien financiarse con créditos en lugar de utilizar capital riesgo. Los inversores y los gestores de los fondos prefieren este tipo de inversiones y, dado que están en un mercado dominado



por los emprendedores, tienen que reducir sus pretensiones y condiciones si quieren acceder a dichas compañías. Si los inversores quieren encontrar proyectos tendrán que aceptar rendimientos más bajos y adoptar una estrategia de inversión que suponga un menor control en el día a día. Sin embargo, no es únicamente la realidad de un menor riesgo lo que permite a la compañía en etapa de expansión obtener capital riesgo en condiciones interesantes, sino también el uso de su poder de negociación.

El siguiente cuadro ofrece una visión clara entre la etapa en la que se encuentra la compañía, el rendimiento que exige el inversor y el reparto de fuerzas entre emprendedores e inversores que se observa en los distintos segmentos del mercado.

Cuadro 3.1. ETAPA Y RENDIMIENTO DESEADO

	Etapa de desarrollo				
	Semilla	Start-up	Otras iniciales	Expansión	Madura
Rendimiento deseado	80-100 %	40-70 %	30-40 %	25-30 %	20 %
Estructura de mercado	Monopolio/ oligopolio	Oligopolio	Competencia	Oligopsonio	Monopolio/ oligopsonio
Nivel de riesgo	Muy alto	Bastante alto	Normal	Limitado	Muy limitado

Fuente: Aernoudt, R. (2004).

Por lo tanto, a pesar de que los emprendedores tienen una visión positiva sobre la entrada de capital ajeno en la fase emprendedora, se enfrentan a condiciones inaceptables por parte de los inversores. En consecuencia, sólo una de cada tres mil compañías en fase de arranque cierra una operación de inversión con un fondo o sociedad⁷. Esto confirma la paradójica conclusión antes mencionada de que, en un mercado en crecimiento, las *start-ups* tienen un acceso más difícil a la financiación.

Este enfoque permite entender por qué una gran parte del capital riesgo se orienta a financiación de operaciones de compra apalancada. En este caso, los emprendedores no tienen elección, ya que no cuentan ni con garantías ni

⁷ Aernoudt (2004).



con posibilidades de autofinanciación. La oferta de fondos para operaciones de compras apalancadas se enfrenta con un riesgo mucho más reducido, ya que la compañía está consolidada en el mercado, aunque los inversores tratan igualmente de obtener rendimientos elevados intentando conseguir una adecuada estructuración de la operación. Las asociaciones nacionales y europeas de capital riesgo siguen publicando tasas atractivas de crecimiento del sector en su conjunto, pero, al mismo tiempo, en el mundo real, una gran parte de las *start-ups* continúan frustrándose en su intento de conseguir capital riesgo.

La importancia del sector público

La acción de la administración pública ha tenido un papel importante en la expansión de la industria del capital riesgo puro en los Estados Unidos. Una regulación para la inversión⁸ ideada por la agencia de compañías pequeñas, SBA (*Small Business Administration*), dio lugar a la creación de los *SBICs*⁹, compañías para la inversión en compañías jóvenes. Estas compañías operaban con la aprobación de la agencia para proporcionar capital riesgo de forma profesional, y tenían un estatuto fiscal favorecedor. Una de las principales ventajas de estas compañías de inversión era el acceso a préstamos de la agencia a bajo precio, que utilizaban para invertir. Aunque al principio los SBICs no tuvieron el impacto esperado, los cambios impuestos más tarde sí les concedieron un papel relevante en el desarrollo del mercado de capital riesgo puro estadounidense.

La presencia de agentes públicos en el mercado de capital deja sentir su influencia también en los procesos de captación de fondos para la inversión en las compañías en etapas iniciales. En Europa, la presencia del sector público en este mercado se realiza a través de la aportación de capital a fondos privados, el apoyo a la captación de estos fondos o la creación de fondos de carácter público, aunque ésta última está sujeta a fuertes críticas ligadas a su efectividad. La aportación de fondos al sector de capital riesgo se eleva al 6% (2001) en la Unión Europea, por delante de corporaciones, contribuciones individuales y Universidades.

⁸ Small Business Investment Act, 1958.

⁹ Small Business Investment Companies.



Los gestores de fondos europeos tienen visiones contrapuestas de la presencia pública en el mercado. Sus partidarios reconocen el papel del sector público en la difusión y promoción de la industria, atrayendo a inversores y promoviendo un cambio cultural que resulte en una mejor predisposición de las compañías a recibir capital externo. También reconocen un importante papel en los segmentos de inversión en etapas iniciales, principalmente semilla y arranque, donde los inversores privados son más reacios a invertir. Sin embargo, son muchos los detractores de la participación pública por diferentes razones: : falta de profesionalidad, competencia desleal, o introducción de desajustes entre la oferta y la demanda.

"... la participación del sector público en el mercado crea distorsión en el precio, el enfoque, la estructuración de las operaciones y la desinversión... creando graves problemas para el inversor privado."

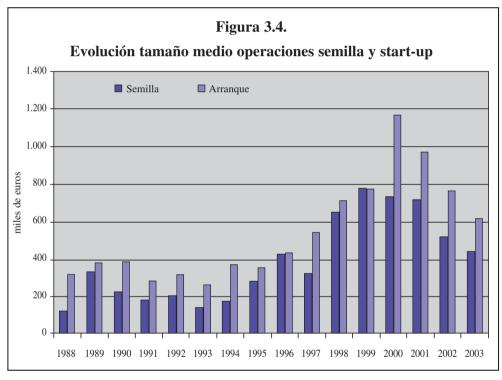
Fabio Sattin, Private Equity Partners, Italia

Los distintos organismos públicos persiguen objetivos políticos ligados a la creación de empresas, el crecimiento del empleo, la regeneración regional, el incremento de la base innovadora y tecnológica de una región o país o el fomento de una industria particular, como puede ser la biotecnología. La efectividad del capital riesgo como motor de crecimiento económico ha sido ampliamente recogida por diferentes estudios, y actualmente es uno de los pilares de la política europea para promover el crecimiento y la innovación¹⁰. Actualmente el FEI, Fondo Europeo de Inversiones, es el primer fondo de fondos en volumen del mercado europeo de capital riesgo, con €2.450 millones invertidos en 148 fondos semilla y arranque en todos los países de la Unión Europea y los países del Este. De los €2.450 millones, €471 millones se invirtieron en 2002 en 36 fondos, representando el 15% del total de los fondos captados en capital riesgo. Su presencia en el mercado de capital riesgo se fundamenta en la necesidad de superar las dificultades de los operadores más pequeños para captar fondos y ofrecer rentabilidades atractivas. Este tipo de captaciones tan pequeñas son poco atractivas para los inversores, (ver

¹⁰ Comisión Europea, 2003a, "Acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación", Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamente Europeo, COM(2003) 713 final; Comisión Europea, 2003b, "Entrepreneurial innovation in Europe A review of 11 studies of innovation policy and practice in today's Europe", Innovation Papers 27.



Figura 3.4). Estas dificultades son especialmente remarcables en fase semilla y arranque y, por lo tanto, representan un freno al crecimiento de empresas jóvenes e innovadoras, cuya única posibilidad de financiación sería el capital riesgo. En algunos casos, la presencia de fondos gubernamentales en el mercado de inversión en etapas iniciales es importante. Por ejemplo, dos fondos públicos, el *Entreprise Ireland y Vaekstfonden*, se encuentran entre los fondos más activos en inversión semilla y primera ronda¹¹.



Fuente: EVCA.

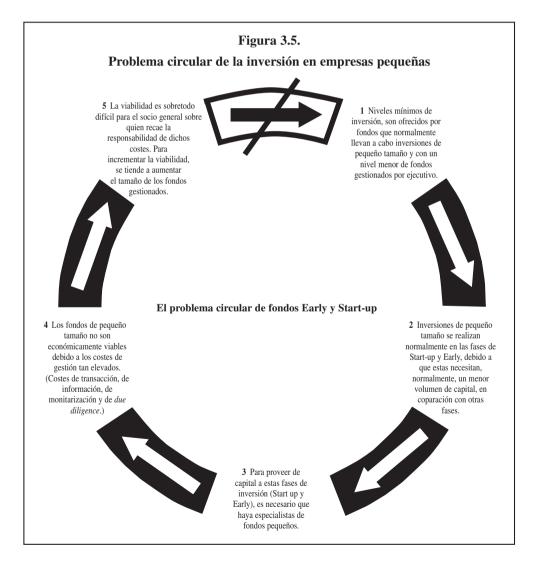
Las conclusiones de varios estudios¹² llevan a pensar que, curiosamente, son los fondos más pequeños los que invierten con mayor probabilidad en las compañías jóvenes. Sin embargo, los costes fijos que supone la estructura de gestión necesaria en un fondo de cualquier tamaño conducen a los fondos

¹¹ Ernst and Young, 2004.

¹² Murray 1999, Leleux 2003.



más pequeños a la ineficiencia. Un fondo pequeño enfocado a la financiación semilla precisaría ente 4-5% del capital para su gestión, en una industria que considera aceptable remuneraciones entre 2-3%. Además, esta mayor dedicación de recursos a la gestión del fondo reduciría la cantidad disponible para invertir y, por tanto, la rentabilidad posterior. Esta situación implica un círculo vicioso que dificulta la inversión en empresas en etapas tempranas (ver Figura 3.5).

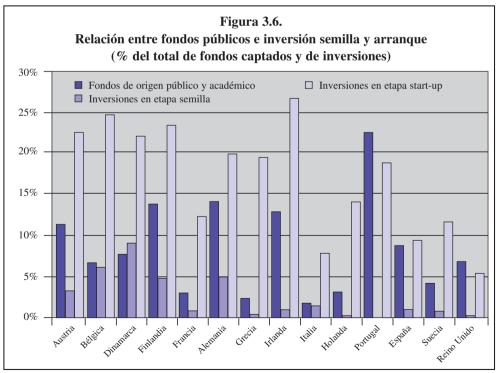




El resultado es que los proveedores de fondos tienden a alejarse de este tipo de fondos que operan en fase semilla o *start-up*. De hecho, en virtud de la historia de la industria europea de capital riesgo, sería más correcto afirmar que nunca ha habido un gran interés en este segmento y, desde un principio, se mostró más atraída por las operaciones en compañías en fase de expansión y compras apalancadas.

Es en este contexto donde la presencia de distintos organismos públicos trata de corregir la aparente incapacidad del sector privado para desarrollar un "verdadero" mercado de capital riesgo, es decir, un mercado que también esté dirigido a las compañías más jóvenes.

No obstante, la investigación de la presencia pública en el mercado es escasa y no permite concluir un impacto concluyente en el desarrollo de la industria de capital riesgo. Los datos demuestran que la relación entre la presencia de un importante flujo de fondos públicos al mercado y la inclinación de éste hacia el segmento semilla y arranque no es universal (Figura 3.6). Por ejem-



Fuente: EVCA.



plo, Bélgica, Holanda y Dinamarca invierten proporciones altas en las etapas iniciales sin una gran contribución pública.

De hecho, uno de los pocos estudios que han abordado el tema¹³ concluye que no es posible confirmar una relación positiva entre la intervención pública y el desarrollo del mercado de capital riesgo. Es decir, si el objetivo político es incentivar el establecimiento de un mercado de capital riesgo activo en el segmento de las compañías más jóvenes, la intervención pública no garantiza este efecto. No obstante, tampoco existen indicios de que la inferencia pública en el mercado obstaculice el desarrollo de la industria privada (efecto *crowdingout*). En cambio, sí parece que el aumento global de fondos en el mercado produce un efecto de señalización o legitimación que llevaría a reconsiderar el interés de los inversores por esta actividad: es decir, según la dinámica de la industria, a mayor volumen de fondos, mayor es el número de inversores dispuestos a invertir¹⁴.

En general, los operadores del mercado perciben la intervención pública como positiva por diferentes razones, entre ellas su participación en las etapas semilla y arranque o por el efecto de publicidad y difusión de la actividad que llevan a cabo. La inversión en etapas iniciales sólo puede incrementar su peso dentro de la inversión en capital riesgo cuando sus rendimientos superan los de otros tipos de inversión. Siempre y cuando el riesgo existente no sea recompensado por rendimientos más altos, tal y como las cifras de EVCA demuestran anualmente, cualquier tipo de política para estimular la financiación en etapas iniciales probablemente fallará.

3.2.3. Mercados financieros

En el mercado estadounidense la salida a bolsa ha sido una de las fórmulas de desinversión más populares entre los inversores. Sin embargo, este tipo de operaciones han sido mucho menos frecuentes en los mercados europeos, especialmente durante los últimos tres años. En el año 2003, 143 compañías salieron a bolsa en los mercados europeos por un valor de €6.700 millones. De ellas, sólo 37 supusieron la desinversión de inversores en capital riesgo, quienes recuperaron alrededor de €767 millones.

¹³ Leleux, 2003.

¹⁴ Leleux, 2003.



La liquidez de los mercados financieros, es decir el volumen de negociación diaria en un mercado, es uno de los temas claves para los inversores. Para muchos inversores, en la actualidad, la liquidez que proporcionan los mercados es insuficiente.

La inexistencia de mercados de valores adecuados a la salida a bolsa de compañías jóvenes y de alto crecimiento es uno de los lastres estructurales del mercado europeo. Desde la década de los noventa se ha hecho evidente la necesidad de mercados adaptados a las necesidades de este tipo de compañías, que por su corto historial y características tienen dificultades en acceder a los mercados principales. Es más, la presente década ha sido testigo de grandes decepciones, como la incapacidad del EASDAQ para establecerse como mercado de referencia europeo, y el posterior cierre del NASDAQ y del Neue Market de Frankfurt debido a los bajos volúmenes de negociación y el desinterés de los inversores por este tipo de compañías. La caída del NASDAQ estadounidense fue mucho menor que la de los mercados europeos, y su recuperación ha sido más rápida, ya que en él cotizan más de 4.000 compañías, entre las cuales se encuentran un gran número de las mayores compañías multinacionales, que han mantenido el favor de los inversores.

El Nuevo Mercado español, el último en aparecer en el contexto europeo nació auspiciado por la administración pública en un momento en el que se pensaba que las nuevas tecnologías revolucionarían las economías de forma casi inmediata. En abril de 2000 comenzó a funcionar el Nuevo Mercado con diez compañías que ya cotizaban en el mercado principal, una lista de potenciales candidatas para nuevas salidas a bolsa y un volumen que partía de los 10.000 enteros. Actualmente cuenta con once compañías su volumen supera ligeramente los 2.000 enteros.

Es difícil anticipar que pasará en un futuro próximo con éste y otros mercados europeos, pero parece difícil que a corto plazo los "nuevos mercados" o "mercados tecnológicos" recuperen la posición destacada del año 2000.

3.2.4. Mercados "secundarios" para capital riesgo

Los inversores pueden necesitar buscar la liquidez y desinversión de sus activos en capital riesgo, por varias razones: para reajustar su cartera global de inversiones; para adaptarse a nuevas regulaciones; para mejorar los rendi-



mientos a corto plazo; para desligarse de un fondo conflictivo o, simplemente, porque no obtienen los resultados esperados.

La única posibilidad de liquidez en la inversión en capital riesgo se materializa a través de los mercados secundarios, que aunque han crecido considerablemente en los últimos diez años, siguen siendo prácticamente inexistentes en algunos entornos europeos. Se calcula que en promedio los inversores intentarán hacer líquidos un 10% de las inversiones comprometidas durante los años 1996-2001¹⁵.

Según las expectativas de la propia industria, el recurso al mercado secundario de participaciones en fondos será cada vez más importante y lo usarán cada vez mayor número de inversores. Esto proporcionará una mejora de la liquidez de la inversión en capital riesgo.

Sin embargo, si bien, mejoran la liquidez de la inversión en capital riesgo, las operaciones se realizan con un alto descuento: entre el 20% y el 50%. Aún así, muchos inversores cuyas prioridades estratégicas han cambiado o necesitan liquidez utilizarán el mercado secundario. Por otra parte, uno de los mayores atractivos de la compra de estas participaciones es que conllevan una menor incertidumbre sobre los rendimientos, y en ocasiones por la vía de estas participaciones se puede acceder a fondos que en primera instancia sólo admiten a inversores con los que han colaborado anteriormente.

3.2.5. Instituciones bancarias y capital riesgo: el impacto de Basilea II

En la actualidad, una de las evoluciones legales que causan mayor inquietud en la industria (con un reflejo inmediato en la captación de fondos) es la legislación en marcha sobre las reservas de capital que deben mantener las instituciones financieras por sus inversiones en distintos activos. El alto porcentaje que han de inmovilizar como reservas sobre su inversión en capital riesgo reduce el interés en este activo de las instituciones bancarias.

La nueva regulación de Basilea II propone cambios importantes en la forma en la que las instituciones financieras deben calcular el nivel de riesgo inherente a

¹⁵ AltAssets Research, 2002.



sus actividades de inversión y, por lo tanto, en el nivel de reservas de capital que el banco mantiene en la medida en que el riesgo vivo incide en dicho nivel de reservas. Un incremento de las reservas obligatorias por las inversiones en capital riesgo, actualmente establecidas en el 8% de cualquier riesgo vivo, alejaría a las instituciones financieras de la inversión en este mercado.

Como se ha visto en el Capítulo 2, si la inversión en capital riesgo se distribuye dentro de una cartera de inversiones lo suficientemente diversificada, el riesgo del activo disminuye notablemente (caso de la inversión a través de fondos de fondos). La Comisión Europea, reconociendo esta realidad, ha rebajado sustancialmente, (con respecto a la proposición de la que partía el acuerdo), el nivel de reservas que los bancos y otras instituciones financieras han de mantener por sus inversiones en el mercado de capital riesgo. En el último proyecto de directiva para la implementación en Europa del acuerdo, la Comisión ha reducido a niveles entre el 13% y el 17% las reservas obligatorias correspondientes a las inversiones en capital riesgo, dependiendo del tamaño de las compañías en cartera. Esto significa que los bancos tendrán que inmovilizar entre €13 y €17 millones por cada €100 millones invertidos en capital riesgo puro u operaciones apalancadas.

3.3. Aspectos legales y fiscales de la captación de fondos

La actividad de capital riesgo se enmarca en un peculiar entramado de relaciones entre los inversores, los gestores de los fondos y las compañías en las que se materializa la inversión. Estos tres grupos pueden tener intereses distintos y un acceso en diferente grado a la información, por lo tanto, su interrelación está definida y regulada en gran medida.

Los principales elementos de esta relación son:

- el vehículo contractual elegido;
- el entorno de origen de los proveedores de fondos;
- el destino de la inversión;
- el reparto de los beneficios.

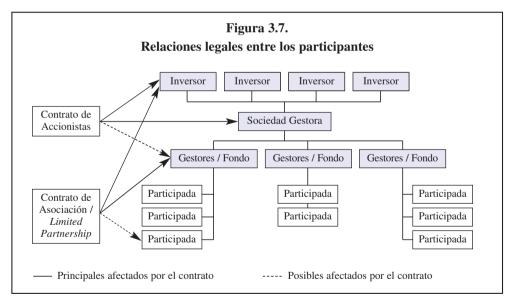
Es habitual que, en el marco de la estructura contractual que rija la vida del fondo y la realización de las inversiones, el promotor del fondo suscriba un



contrato de accionistas con los inversores (que suelen ser los accionistas de la sociedad gestora constituida para gestionar los fondos objeto de la inversión) con el objeto de regular aspectos tales como:

- 1. el funcionamiento del órgano de administración de la sociedad gestora;
- el régimen de suscripción y/o transmisión de las acciones de dicha sociedad; y
- 3. el régimen de votaciones de los acuerdos a adoptar en el seno de la Junta General de Accionistas, entre otros.

Puede ocurrir que el contrato entre accionistas regule asimismo los aspectos propios del *partnsership agreement* (la política de las inversiones, los servicios de gestión, las obligaciones de información de los gestores, la retribución de la labor de gestión, la exclusividad y las restricciones preventivas, entre otros).



Fuente: Elaboración propia.

En lo sucesivo veremos los diferentes elementos legales y fiscales derivados de la actividad de inversión, cómo afectan a cada uno de los participantes y, en consecuencia, cómo afectan a la captación de fondos.



3.3.1. Las estructuras de inversión españolas

La inversión privada en España suele implementarse a través de esquemas cuya finalidad última está normalmente vinculada a la obtención de estructuras de inversión eficientes desde el punto de vista legal y, fundamentalmente, fiscal. Con carácter general, los objetivos que condicionan la estructura a elegir se suelen concretar en los siguientes:

Desde un punto de vista legal, la búsqueda de la máxima flexibilidad posible de los pactos entre, por un lado, los distintos inversores y, por el otro, entre estos inversores y los gestores de la inversión.

Desde un punto de vista fiscal, la estructura a adoptar generalmente persigue minimizar la carga fiscal asociada a la inversión para los diferentes actores que intervienen en la misma:

- 1. Por un lado, reducir la fiscalidad para los inversores en relación con el retorno de su inversión y con las rentas derivadas de su potencial salida.
- 2. Por otro, minorar la tributación de los gestores por los rendimientos derivados de sus tareas de gestión.

En atención a estos objetivos, las estructuras de inversión privada más frecuentemente utilizadas en nuestro país se podrían agrupar en estructuras nacionales –Sociedades de Capital Riesgo (SCR) y Fondos de Capital Riesgo (FCR)− y estructuras internacionales. Entre las internacionales tenemos las nuevas SICAR luxemburguesas (Société d'Investissement en capital à risque), o las irlandesas QIF (Qualified Investor Funds) y PIF (Professional Investor Funds), que permiten la participación de instituciones e individuales a partir de 250.000 € y 125.000€ respectivamente. También hay que añadir las más establecidas y populares Limited Partnerships.

Pero veamos ahora algunas de las principales características de las sociedades españolas en detalle.

Estructuras nacionales reguladas

El ordenamiento jurídico español contempla un régimen regulatorio y fiscal especial para un determinado tipo de entidades, denominadas genéricamente



"Entidades de Capital-Riesgo" (ECR). Se encuentran reguladas en la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las ECR y de sus sociedades gestoras. Esta Ley somete a las ECR a un régimen jurídico de autorización, supervisión, inspección y sanción equiparable al resto de los sujetos que intervienen en los mercados financieros españoles. Las potestades de supervisión se atribuyen al organismo regulador de los citados mercados: la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Genéricamente, la Ley de ECR delimita el ámbito de aplicación del régimen de las ECR mediante la definición de su objeto social principal, que necesariamente deberá consistir en la "toma de participaciones temporales en el capital de compañías no financieras que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de las Bolsas de Valores". Asimismo, la Ley condiciona la concesión (y, en su caso, mantenimiento) de la autorización para operar como ECR al cumplimiento del régimen de inversiones que vienen establecido en la citada Ley.

Desde el punto de vista jurídico, las ECR pueden adoptar alguna de las siguientes fórmulas:

- Los Fondos de Capital-Riesgo son patrimonios administrados por una sociedad gestora cuya dotación inicial mínima no puede ser inferior a €1.652.783,29 y cuya gestión se lleva a cabo a través de una Sociedad Gestora de Entidades de Capital-Riesgo.
- Las Sociedades de Capital-Riesgo son sociedades anónimas con un capital social mínimo de €1.200.000. La gestión de los activos de las Sociedades de Capital-Riesgo se puede llevar a cabo por la propia Sociedad o bien a través de una Sociedad Gestora.

Las ECR así configuradas, en la medida en que cumplan los requisitos establecidos por la Ley 1/1999, disfrutan de un régimen fiscal especial en el Impuesto sobre Sociedades. Éste consiste básicamente en una tributación favorable de las plusvalías de cartera y dividendos percibidos, tanto por la propia ECR como por sus socios. Recordemos que, en muchos casos, grandes grupos y empresas familiares establecen sociedades específicas para la inversión en diferentes activos –entre ellos la inversión en capital riesgo– pero sin crear una sociedad del tipo ECR.



3.3.2. La fiscalidad de las ECR españolas

A diferencia de una sociedad anónima o de responsabilidad limitada, en España, las ventajas de la realización de actividades de capital riesgo a través de estructuras específicas de ECR son notorias:

- Exención del 99% de las rentas obtenidas por la transmisión de su participación en las sociedades que constituyan su objeto social principal, siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año de tenencia computado desde el momento de adquisición y hasta el decimoquinto, inclusive.
- Deducción por doble imposición plena por los dividendos y, en general, las participaciones en beneficios, de las sociedades que promuevan o fomenten, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones o participaciones. En los mismos términos, procederá la aplicación de la exención para evitar la doble imposición internacional cuando los dividendos o participaciones en beneficios percibidos por la ECR procedan de entidades no residentes en territorio español.
- Exención en el Impuesto sobre el Valor Añadido de los servicios de gestión prestados por las Sociedades Gestoras.
- Exención en la modalidad de Operaciones Societarias del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados de las operaciones de constitución y aumento de capital de las ECR.

Fiscalidad de los socios de las ECR

Los socios de las ECR también son sujetos fiscales. De hecho, la carga fiscal derivada de las plusvalías generadas se traslada en su mayoría a los socios directamente. Los principales rasgos de la tributación de los socios son:

- Deducción por doble imposición plena, cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones, por los dividendos y, en general, las participaciones en beneficios percibidos de las ECR: por socios, personas jurídicas residentes en España o por no residentes con establecimiento permanente en nuestro país.
- Las rentas positivas puestas de manifiesto en la transmisión o reembolso de acciones o participaciones representativas de los fondos propios de las



ECR por sujetos pasivos del Impuesto sobre Sociedades darán derecho a aplicar la deducción por doble imposición por la parte de las citadas rentas que se corresponda con beneficios no distribuidos generados durante el tiempo de tenencia de la participación.

- No tributación en España de los dividendos y participaciones en beneficios procedentes de las ECR, ni de las rentas derivadas de la transmisión de las participaciones que ostenten en las ECR, obtenidas por personas físicas o entidades no residentes en España.
- La normativa fiscal no contiene reglas específicas aplicables en el supuesto de que el socio o partícipe en la ECR sea una persona física residente a efectos fiscales en España, por lo que la tributación de las rentas (dividendos y plusvalías de cartera) derivadas de su participación en la ECR seguirá el régimen general recogido en la normativa reguladora del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (I.R.P.F.), es decir:
- El socio integrará en la parte general de su base imponible el dividendo bruto, elevado al tipo del 140%, disfrutando además de una deducción por doble imposición en la cuota del 40% del citado dividendo. Este régimen de tributación llevaría a que, a un tipo de gravamen equivalente al marginal máximo del I.R.P.F. (45%), el dividendo soportaría una tributación efectiva del 23%.
- Las rentas derivadas de la transmisión de las participaciones en las ECR tributarán como ganancias o pérdidas patrimoniales, a integrar, bien en la parte general de la base imponible, si proceden de participaciones adquiridas con un año o menos antelación respecto de la fecha de la transmisión, en cuyo caso tributarán de acuerdo con la escala de gravamen recogida en la Ley del I.R.P.F.; o bien en la parte especial de la base imponible, si las participaciones transmitidas se adquirieron con más de un año de antelación a la fecha de la transmisión, tributando en este caso al tipo fijo del 15%.

3.3.3. Alternativas internacionales

En la actualidad, más de la mitad de los fondos captados en un mercado nacional proviene de inversores extranjeros, mientras que la inversión se concentra mayoritariamente en el país de establecimiento del equipo gestor Este hecho redunda en la necesidad de crear vehículos que acomoden a los inver-



sores de diferentes orígenes, con el fin de evitar la doble imposición. A su vez, esto también facilita la inversión en compañías en otros territorios, lo cual resulta especialmente difícil en un territorio como la UE, con más de veinte regímenes legales y fiscales.

Asimismo, la elección de las jurisdicciones desde las que canalizar las inversiones se realiza en atención a consideraciones de índole fiscal, buscando minimizar la carga fiscal de los sujetos que intervienen en el proceso inversor. Frecuentemente, se adoptan fórmulas internacionales, tanto en España como en otros países. Jurisdicciones como Luxemburgo, Jersey, Guernsey o el régimen fiscal de Delaware (US) tienen un gran atractivo para los inversores y, para muchas firmas de capital riesgo, la domiciliación en estas localizaciones es una práctica habitual...

"la jurisdicción local es relativamente importante, nuestros fondos están domiciliados en Guernsey y la actividad se desarrolla normalmente".

Director de una firma de capital riesgo, Suecia

Sin perjuicio de las particularidades propias de cada inversión, podrían enunciarse algunas de las notas características de los esquemas de inversión internacionales más frecuentemente utilizados para realizar inversiones en España:

- La búsqueda de un marco legal que permita dotar de la máxima flexibilidad a los pactos entre los distintos inversores y entre los inversores y los gestores. Esto conduce a que habitualmente la inversión se efectúe a través de partnerships situados en jurisdicciones extranjeras, frecuentemente sometidas al derecho anglosajón y, en ocasiones, ubicados en paraísos fiscales.
- Los partnerships son figuras asociativas societarias que presuponen la voluntad de actuar en común para gestionar activos cuyos resultados serán compartidos por los contratantes.
- En sentido amplio un partnership podría ser definido como un acuerdo contractual, establecido entre varias personas, con el objetivo de compartir un beneficio o, eventualmente, una pérdida Este acuerdo refleja la voluntad de actuar como asociado –teniendo en cuenta la persona de los otros asociados– con la finalidad de ejercer en común una actividad económica, implique ello o no la creación de una persona jurídica.

LA CAPTACIÓN DE FONDOS (2): ENTORNO, REGULACIÓN Y FISCALIDAD



Desde el punto de vista fiscal, los *partnerships* son normalmente tratados como entidades transparentes por las legislaciones internas de los Estados en los que se constituyen, por lo que sus beneficios o pérdidas suelen ser atribuidos y, en consecuencia, gravados en la persona de los socios que participan en ellos.

Habitualmente, la inversión en las sociedades *target* no se efectúa directamente por el *partnership*, sino que éste utiliza un vehículo de inversión con unas características favorables desde el punto de vista fiscal en cuanto al tratamiento de las rentas procedentes de las citadas sociedades, esto es, de los dividendos y plusvalías por la venta de las participaciones.

A estos efectos, es frecuente la utilización de sociedades *holding* ubicadas en jurisdicciones que reconocen un régimen de exención (*participation exemption*) para las rentas derivadas de su participación en sociedades filiales. Existen varios requisitos.

En la elección de la localización más beneficiosa fiscalmente para la sociedad *holding* desde la que se llevaría a cabo la inversión, cabe destacar varios factores también decisivos:

- a. La búsqueda de un Estado que tenga suscrito un convenio para evitar la doble imposición con el Estado en el que se pretende efectuar la inversión (por ejemplo, España); esto es, un Estado que deje exentas las plusvalías en el último Estado, donde se invierte. Es decir, la existencia de un convenio que establezca la tributación de las plusvalías únicamente en el Estado de residencia del preceptor de la renta.
- b. Asimismo, en la determinación de la localización más favorable para el vehículo inversor, se debe tratar de garantizar la salida de los dividendos del citado vehículo hacia el *partnership* con la mínima tributación posible.

Por último, la sociedad gestora, cuyo objeto consistirá en prestar un servicio de asesoramiento en materia de inversiones, será normalmente una sociedad (anónima o limitada), residente a efectos fiscales en España y sometida al régimen general de tributación en el Impuesto sobre Sociedades.

Esta sociedad actuará como un mero analista o asesor de operaciones, sin facultades de gestión del vehículo de inversión. Con ello se buscaría evitar la



posible atracción a España como residencia fiscal del vehículo, ya que si se llegase a entender que el vehículo de inversión tiene la sede de dirección efectiva en territorio español, quedaría, en consecuencia, sometido al Impuesto sobre Sociedades español por la totalidad de sus rentas.

La encuesta llevada a cabo para este estudio entre fondos de los principales mercados refleja una opinión positiva de las firmas de capital riesgo británicas respecto a su entorno legal y fiscal. El mercado español también recibe una opinión favorable de sus operadores, con la excepción de la situación fiscal del *carried interest* para los gestores. Esta misma objeción es compartida por los operadores franceses. A pesar de la introducción de medidas recientes para mejorar el entorno legal y fiscal, los operadores en Alemania continúan expresando insatisfacción en diferentes aspectos que afectan a la actividad de capital riesgo, aunque la mejora respecto a la situación anterior es notable.

Ventajas y desventajas de las estructuras españolas reguladas (ECR)

Las principales ventajas de las ECR en relación con otro tipo de estructuras es su régimen fiscal, detallado en una sección anterior. Sin embargo, sus principales inconvenientes son la supervisión y el control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), tanto en lo que respecta al control *a priori* del cumplimiento de los requisitos para acceder al régimen, como en lo relativo al mantenimiento del mismo *a posteriori*.

En la práctica, las gestiones a desarrollar ante la CNMV implican frecuentemente un proceso largo. Se demora notablemente el inicio de las operaciones de la entidad y esto comporta, en ocasiones, desbaratar el cierre de transacciones, o bien buscar alternativas al régimen de las Entidades de Capital-Riesgo para articular las mismas.

Otra desventaja es la reducida flexibilidad de los pactos entre accionistas y de los pactos entre accionistas y gestores de la inversión, así como la imposibilidad de establecer diferentes clases de acciones.

Ventajas y desventajas de las estructuras internacionales

Entre las ventajas de la aplicación de la figura jurídica del *partnership* destaca su permisividad para establecer pactos entre accionistas (y entre éstos y los

LA CAPTACIÓN DE FONDOS (2): ENTORNO, REGULACIÓN Y FISCALIDAD



gestores) sin las limitaciones que se derivan de la normativa aplicable a los esquemas regulados de Capital-Riesgo.

Al contrario que para las ECR, en las estructuras internacionales no existen controles administrativos y regulatorios. Tal y como se ha apuntado en anteriores apartados de este informe, la complejidad administrativa y los requisitos de control y supervisión del organismo regulador de los mercados de valores es el principal inconveniente del régimen de las entidades de capitalriesgo españolas. La ausencia de tales controles en esquemas no regulados, en el contexto internacional, es uno de los argumentos que con frecuencia se usa más para aconsejar esta estructura.

Los gestores de la inversión, a través de las estructuras internacionales, se benefician, por un lado, de la nula o reducida tributación de la entidad *holding* a través de la que se canaliza la inversión directa en la sociedad o sociedades *target*. Otra ventaja de las estructuras internacionales es la posibilidad de obtener una fiscalidad favorable del dividendo, procedente de la citada entidad *holding*, en función de lo que establezca el convenio. Esta posibilidad es conveniente porque permite evitar la doble imposición aplicable al caso, es decir, permite minimizar la carga fiscal en la salida de las rentas hacia el socio.

Sin embargo, las estructuras internacionales también tienen posibles desventajas, entre ellas la posible aplicación al inversor residente en España de las normas sobre transparencia fiscal internacional.

La normativa fiscal española establece la obligación de las personas o entidades residentes en España que participen en entidades no residentes, de tributar por las rentas obtenidas por las entidades no domésticas. Las situaciones en las que se obliga a este procedimiento podrían resumirse en los siguientes términos:

- a. Que su participación individual o conjunta con personas o entidades vinculadas sea superior al 50%.
- b. Que la entidad no residente esté sometida a un gravamen inferior al 75% del que habría soportado en el Impuesto sobre Sociedades español.
- c. Que las rentas obtenidas por la entidad no residente procedan de alguna de las fuentes enumeradas por la normativa aplicable. Entre éstas se incluyen los dividendos y las plusvalías de cartera.



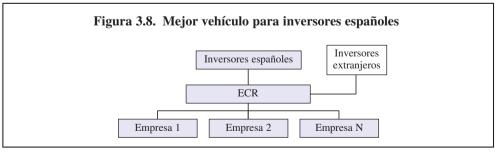
d. El análisis de las circunstancias que podrían llevar a la aplicación de las normas sobre transparencia fiscal internacional es fundamental a la hora de diseñar el esquema de inversión más idóneo. Con frecuencia, la ausencia del requisito de la participación superior al 50% de cada inversor español (individualmente o conjuntamente con personas o entidades vinculadas) permite por sí solo evitar la aplicación del régimen de transparencia.

La normativa fiscal española contiene normas para atraer la residencia fiscal de las entidades cuya "sede de dirección efectiva" se encuentre situada en nuestro territorio. A estos efectos, se entiende que la sede de dirección efectiva de una entidad se encuentra allí donde radique la dirección y el control del conjunto de sus actividades.

Finalmente, cabría apuntar como un inconveniente más de los esquemas internacionales de inversión típicos, la fiscalidad de la entidad gestora residente en España.

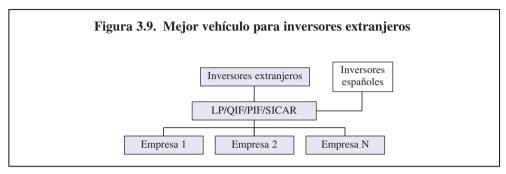
Esta entidad, con carácter general, tributará en su Impuesto sobre Sociedades –al tipo general de gravamen (35%)– sobre los rendimientos obtenidos en concepto de honorarios profesionales por sus servicios de asesoramiento, comisiones de éxito y de gestión.

De acuerdo con las actuales posibilidades que brindan las diferentes regulaciones, el vehículo más apropiado para la constitución de un fondo con inversores mayoritariamente españoles es un Entidad de Capital Riesgo (ECR), por las ventajas fiscales que ofrece para los inversores españoles (Figura 3.8). En el caso de que la mayoría sean inversores extranjeros puede ser más aconsejable utilizar cualquiera de los otros tipos de sociedades existentes (ver Figura 3.9).



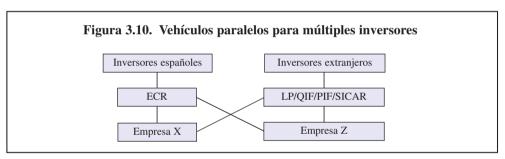
Fuente: Elaboración propia.





Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, si existe un gran número de inversores de distinta procedencia, la mejor solución es establecer varios vehículos paralelos para recibir a los diferentes inversores (ver Figura 3.10).



Fuente: Elaboración propia.

Los estudios realizados por EVCA y la encuesta realizada para este estudio confirman que el Reino Unido, Irlanda, Luxemburgo y Holanda disponen de los marcos legales más adecuados para el desarrollo de esta industria (ver Cuadro 3-2). El entorno español, para algunos, uno de los mejores de Europa sobre el terreno fiscal, no es tan ventajoso en cuanto al tratamiento del *carried interest*, aunque los reguladores están comprometidos en la reducción de los obstáculos que subsisten.

... "el régimen legal y fiscal es suficientemente adecuado, aunque se podrían mejora aspectos relativos al tratamiento del fondo de comercio y el tratamiento fiscal del carry".

Juan Diez-Laviada, Advent Internacional, España



El Cuadro 3.2 recoge varios aspectos destacados de un estudio comparativo ente las distintas legislaciones europeas. Se puede observar, al igual que en las encuestas y entrevistas realizadas, cómo los cambios en lo que se refiere a la transparencia fiscal de los socios domésticos y a la tributación de las plusvalías obtenidas serían los mejor acogidos por los operadores e inversores.

Cuadro 3-2. CLASIFICACIÓN DE ENTORNOS LEGALES

Ámbito de la actividad	Reino Unido	Irlanda	Luxemburgo	Holanda	España
Estructuras de fondos					
Transparencia fiscal para inversores domésticos	1	1	1	1	3
Flexibilidad del requisito de establecimiento permanente	1	1	1	3	1
Situación fiscal de la remuneración de los gestores	1	1	n/a	1	1
IVA sobre los costes de gestión	1	1	1	1	1
• IVA sobre el carried interest	1	1	3	1	3
Restricción a la inversión	1	1	3	1	3
Fusiones y adquisiciones					
Notificación obligatoria	1	3	1	3	3
Obligación de suspensión	1	3	1	3	3
Regulación inversión					
Regulación fondos de pensiones	1	1	2	1	2

Fuente: EVCA 2002. Nota: Escala 1-3 (A menor puntuación, mejor entorno).

Igualmente, otros elementos presentes en el entorno legal y fiscal de la inversión afectan al desarrollo de la actividad y al atractivo de la industria para los inversores, principalmente a través del marco regulativo del sector empresarial. Así, por ejemplo, los gestores citan las provisiones referentes a la quiebra (Italia), el gobierno corporativo (Alemania) o la fiscalidad de las compañías (Dinamarca) como factores a tener en cuenta.

3.3.4. El acuerdo de asociación

La relación entre los inversores (*limited partners*), y los gestores de los fondos (*general partners*) está gobernada por "contrato de asociación", en ocasiones



denominado contrato de gestión (*limited partnership agreement*) Este contrato gobierna los derechos y las obligaciones de los gestores/inversores, es decir, la forma en que éstos son remunerados, la duración de la vida del fondo, y el resto de términos y aspectos legales que conlleva la existencia y operación de un fondo. Este contrato es el principal mecanismo para reducir los conflictos potenciales entre el proveedor de fondos y el inversor. La negociación entre los inversores y/o promotores de los fondos y los gestores de los mismos concluye con la suscripción del contrato.

En general estos acuerdos son largos y complejos, y muchas de las cláusulas que se incluyen son negociables entre las partes y son objeto de estudio detallado por parte de los asesores legales y fiscales. Entre todas las provisiones que contiene destacan las referentes a la remuneración de los gestores, por su impacto en la actividad inversora, y los mecanismos de control en poder del inversor.

El contrato entre los inversores y los gestores define el objetivo empresarial de la inversión, así como la forma en que se realizarán las inversiones del capital comprometido por los inversores y la duración esperada de dichas inversiones. Las inversiones se realizan, generalmente, mediante la toma de participaciones temporales en compañías que cumplan los parámetros de la política de inversiones pactada en el *partnership agreement*. En cada caso son aplicables a la estructura de capital riesgo limitaciones establecidas por la legislación. Existen también otras formas de financiación, como la concesión por parte de la entidad de capital riesgo de préstamos participativos en las compañías en las que se haya tomado participación.

Sin perjuicio de otros aspectos que puedan ser acordados entre las partes, podemos afirmar que el *partnership agreement* regula generalmente los siguientes aspectos esenciales:

- Los aspectos relativos a la inversión en sí: su objeto, el importe y el período de la inversión, y la política de inversión a seguir en el proceso de captación de fondos.
- La definición de los servicios que serán prestados por el gestor de la inversión y la forma en que éste realizará dichos servicios (por ejemplo, mediante la creación de un Comité de Inversiones en el que participen



activamente los inversores y/o los promotores de las inversiones a través de sus representantes legales).

- Las obligaciones de información por parte de los gestores a los inversores o, en su caso, al promotor de las inversiones.
- La forma de retribución de los gestores de las inversiones que, con carácter general, se instrumenta mediante el establecimiento de un régimen de comisiones (comisión de suscripción, comisión de gestión y comisión de éxito o "carried interest").
- El régimen de exclusividad y las restricciones preventivas (*restrictive covenants*) respecto de las inversiones a realizar.

Asimismo, el *partnership agreement* describe el mecanismo mediante el que se prevé realizar la denominada desinversión, esto es, la disposición o, en general, la forma de enajenación o amortización de las inversiones realizadas. Entre los aspectos de la política de inversiones que suelen regularse en el contrato entre inversores y gestores podemos destacar los siguientes:

- los sectores empresariales y las áreas geográficas hacia los que se orientarán las inversiones;
- 2. los tipos de compañías en las que se prevé tomar participación y los criterios para la selección de las mismas;
- 3. los límites de concentración de cada inversión o toma de participación, siempre en atención a las normas legales aplicables en el caso concreto;
- 4. la posibilidad de que las inversiones se realicen en un único acto o en una pluralidad de fases o rondas de financiación en una compañía, y
- 5. la posibilidad de coinversión o sindicación de las inversiones con terceros con base en acuerdos concretos de coinversión.

Mecanismos de protección y control

El contrato de asociación también prevé mecanismos de control y cláusulas de protección para asegurar la alineación de intereses entre el inversor o proveedor de fondos y el gestor. Entre las más comunes se encuentran:

— *Restricciones preventivas (restrictive covenants)*. Limitan la realización de ciertas inversiones por parte del equipo gestor y determinadas activida-



des de los socios gestores. Este tipo de cláusulas se han establecido para mitigar una posible tendencia excesiva del gestor hacia inversiones arriesgadas. En consecuencia, habitualmente se restringe la cantidad máxima que puede ser invertida en una operación individual en términos de un porcentaje del capital del fondo.

- *Prohibición de negociar a su favor (self-dealing)*. El socio general no puede asegurarse condiciones de inversión para sí mismo mejores de las que ha obtenido para la inversión a través del fondo.
- Cláusula claw-back. Compromete a los gestores del fondo a cumplir el respeto de la regla 20/80, es decir, no percibir más de lo que se acordó en el contrato. La necesidad de esta precaución se entiende porque a lo largo de la vida del fondo se van materializando sus rendimientos y, en consecuencia, al final de la vida del fondo el gestor podría recibir más de lo asignado. Este tipo de previsiones son especialmente importantes en el mercado estadounidense, ya que en Europa es frecuente la utilización de cuentas de garantía. Además, en el ámbito europeo, la participación en las plusvalías no se realiza operación por operación, sino una vez que se ha devuelto el capital y alcanzado el rendimiento mínimo acordado.
- Cuentas de garantía (escrow accounts). La participación en las plusvalías generadas no se distribuye a los socios del fondo hasta que el inversor no ha recuperado el capital invertido.

Estas cláusulas también intentan ofrecer también mecanismos para la resolución de conflictos entre las partes. Por ejemplo, anticipar situaciones en las que el principal o principales gestores del fondo lo abandonan, la salida de los inversores del fondo y la transferencia de dichas participaciones, las posibilidades de reacción de los inversores ante una evolución negativa del fondo, o el papel del comité asesor del fondo.

No obstante, el uso de las distintas cláusulas depende del momento en el que se encuentre la industria Esto determina la distribución de poder entre los inversores y los socios generales y el sector al que se dirige el fondo. En este sentido, se observa una creciente polarización entre los segmentos de capital riesgo puro y operaciones apalancadas.



Prestación de servicios de gestión de las inversiones

Los servicios principales a prestar por los gestores suelen consistir en los siguientes:

- La investigación, identificación y estructuración de eventuales inversiones y, en su caso, la realización de contactos con distintos agentes, entre los que se incluyen las compañías en que se prevea una eventual toma de participación, sus propietarios o entidades financieras que presten financiación apalancada para la realización de las inversiones.
- La realización de propuestas vinculantes de inversión, la negociación de la inversión previamente aprobada y el asesoramiento en relación con el cierre de la operación de inversión.
- El seguimiento y la monitorización de las inversiones realizadas por los inversores, incluyendo la prestación de asesoramiento en relación con aspectos comerciales, industriales y financieros o cualquier otro relevante de las entidades en las que se haya tomado participación. El gestor proporcionará también información a los inversores sobre la evolución de las entidades en las que se ha decidido invertir: es decir, progresos de la entidad en los sectores económicos y territoriales en el que se desarrolla.
- La investigación (due diligence), identificación, análisis y estructuración de eventuales operaciones de desinversión y, en su caso, la realización de contactos preliminares con terceros y la realización de propuestas de desinversión, la negociación de aquellas desinversiones aprobadas por los inversores, y el asesoramiento en el cierre de la operación de desinversión.
- El suministro de información (que, generalmente, forma parte de las obligaciones de los gestores) que puede versar sobre, entre otros aspectos, la evolución de las inversiones, cualquier operación de inversión o desinversión que se realice, y la valoración de las inversiones en cartera, realizada en conformidad con la legislación aplicable.
- En general, la resolución de cualquier consulta o petición de los inversores en relación con las inversiones y las desinversiones, así como cualquier otro servicio que sea necesario o conveniente para la correcta gestión de las inversiones.



Con el fin de asegurar el cumplimiento de los parámetros de calidad exigibles, los gestores suelen canalizar la prestación de estos servicios de gestión. Se constituye un órgano colegiado o comité interno, en el que suelen estar presentes los inversores o, en su caso, los promotores de la inversión, a través sus representantes legales. Dicho órgano suele tener funciones de coordinación de la gestión de las inversiones del fondo, así como de control de la viabilidad de las propuestas de inversión o desinversión. Asimismo, se suele facultar a este comité para la contratación de asesores y profesionales externos, tales como consultores, abogados o auditores, en caso de considerarlo conveniente.

Obligaciones de información a los inversores

Los proveedores de fondos intentan asegurar la transparencia en la gestión del fondo requiriendo a los gestores (y en su caso, a los promotores del fondo) el suministro de información acerca de las inversiones y desinversiones y, en general, de la evolución del fondo y de su rentabilidad.

La transparencia, la comunicación y el gobierno de los fondos de *private* equity son aspectos clave a los que se da una importancia especial recientemente en la industria debido a los escándalos en otras áreas financieras y a la dificultad de captar fondos en periodos recientes.

Los proveedores de fondos demandan cada vez más una mayor transparencia sobre la actividad de los fondos y el mercado que facilite la gestión del conjunto de sus inversiones en *private equity*. Por lo general, los inversores utilizan su poder para incrementar el nivel de información que reciben de los fondos en los que invierten y dedican atención al seguimiento de la actuación y evolución de éstos. Muchas de las razones de la importancia de establecer protocolos de información y seguimiento ya han sido expuestas: entre ellas, la dificultad de valorar *ex-ante* los resultados del fondo y la reputación de nuevos equipos, o el control de posibles conflictos entre socios generales e inversores.

La necesidad de incrementar y mejorar los niveles de comunicación entre inversores y gestores surge de ambas partes. Por un lado, los gestores son conscientes de la importancia de establecer y mantener relaciones a largo plazo con los inversores, ya que una base estable de inversores comprometidos y satisfechos ayudará a suavizar el efecto del ciclo en la captación de



fondos. A su vez, distribuirá y anticipará los esfuerzos del proceso de *fundrasing*. Por otra parte, los inversores requieren mayor información en los periodos entre captación de fondos. Prefieren conocer con anticipación que está pasando con las inversiones del fondo y evitar las sorpresas, especialmente aquellos directivos de instituciones como los fondos de pensiones, sujetas a controles más estrictos por parte del público y de los órganos de la propia organización. En el caso de los fondos de fondos cotizados en bolsa, las necesidades de información y transparencia se explican dado su carácter público.

Por todo ello, desde el inicio del propio proceso de captación de fondos, los operadores de capital riesgo necesitan comunicar una clara estrategia de inversión a los inversores potenciales y establecer una política de información que incremente la transparencia respecto a la actividad de los gestores, las inversiones realizadas y la evolución de éstas. La información básica que los operadores proporcionan a los inversores consiste en reuniones con los inversores y en informes y valoraciones periódicas (semestrales o cuatrimestrales) de la cartera de inversión.

A pesar de la importancia de informar a los inversores de la evolución del fondo no existe una fórmula estandarizada. Las asociaciones nacionales o internacionales, como EVCA (ver anexo, EVCA *Reporting Guidelines*), promueven el uso de estándares comunes, pero la información entre provedores y gestores difiere notablemente de un fondo a otro y depende de aspectos informales, como la relación personal o el poder relativo entre las partes.

La industria no mantiene un enfoque uniforme respecto al cuidado de la relación y la comunicación con inversores. Mientras que algunos gestores informan a sus inversores mensualmente y existe un importante intercambio de información a través de mecanismos informales, otros fondos reducen la comunicación a los informes trimestrales que presentan en las Juntas.

De igual forma ocurre con la percepción de la industria sobre lo que constituye una información adecuada, ya que en función de la autorregulación a la que esté sujeta puede suscitar múltiples interpretaciones. Por ejemplo, remitiéndonos a la encuesta llevada a cabo para este estudio, pueden haber des-



ajustes en el intercambio de información trimestral y la comunicación formal. De todas formas, también hay fondos cuya comunicación con los inversores se realiza de forma continua, tanto en procedimientos formales como informales.

Aunque la mayor parte de los gestores cree que el flujo de información entre ambas partes es adecuado y suficiente, otros creen que debería mejorar:...

... "sería deseable una mejora de las directivas de valoración para que los inversores reciban la información más adecuada respecto a las potenciales ganancias de las operaciones en cartera".

Jan Poerschmann, Proventis

Según algunos, la calidad e intensidad de la comunicación entre gestores e inversores no es siempre atribuible a la acción de los gestores. Algunos fondos, que realizan importantes esfuerzos de comunicación con los inversores reclaman...

... "una mayor estabilidad de los equipos analistas y de seguimiento entre los inversores institucionales. Los interlocutores por parte del inversor cambian frecuentemente y cuando esto ocurre se pierde una gran parte del trabajo acumulado en la relación con la institución".

Javier Loizaga, Mercapital

Cuadro 3-3. INFORMACIÓN Y SEGUIMIENTO

		%
Frecuencia de la comunicación con inversores:	Mensual Trimestral Anual Bianual	25,5 63,8 10,6 0,0
La mayor parte de la comunicación con inversores es:	Formal Informal	72,9 21,1
¿Debería mejorar la comunicación con los inversores?:	Sí No	31,8 61,2

Fuente: Elaboración propia.



Vemos como, en general, el cuestionario en el que se basa el presente estudio nos muestra que los inversores no reclaman mayor comunicación, aunque la demanda de información puede variar considerablemente entre unos proveedores y otros. En cambio, los inversores más grandes, particularmente los fondos de fondos, solicitan un mayor nivel de información. Otros inversores más pequeños o individuales tienen distintos requisitos.

Desde organizaciones como EVCA se intenta promover mayor transparencia en la industria, especialmente en relación con los resultados obtenidos y la fórmula de cálculo de éstos. Esta mayor transparencia puede facilitar la entrada en el mercado a nuevos inversores y asentar la inversión en *private equity* como una alternativa accesible de inversión.

En el año 2003 EVCA ha publicado un documento que refleja los principios básicos de buen gobierno que debería observar un fondo de capital riesgo. Estos principios son aplicables a todo tipo de firmas y tienen una gran relevancia para gestores e inversores:

- 1. Cumplimiento de la ley en la jurisdicción en la que está establecido y en las que opera.
- 2. Asegurar que se cumplen los términos del contrato entre inversores y gestores.
- 3. Actuar con integridad
- 4. Desempeñar la actividad con cuidado y diligencia.
- 5. Asegurar la existencia de los recursos necesarios a lo largo de la vida del fondo.
- 6. Preservar los intereses del inversor.
- 7. Transparencia.
- 8. Evitar los conflictos de intereses.
- 9. Proteger los activos de los inversores.

En todas estas áreas expuestas, los expertos de EVCA, miembros de la industria, han encontrado elementos susceptibles de tener un efecto no deseable en la relación entre los inversores y los gestores y, en consecuencia, impactar negativamente en el conjunto de la industria.



Desde el punto de vista del gobierno de una firma de capital riesgo, un documento de esta naturaleza complementa el presente código de conducta suscrito por las firmas miembros de EVCA, que establecen el marco de las relaciones entre las tres partes principales de la industria: los inversores, los gestores y las compañías participadas.

3.3.5. Remuneración de los gestores

La importancia de la remuneración de los gestores, aunque regulada por el contrato de asociación, merece especial atención. Junto con la distribución de beneficios entre los proveedores de fondos, la retribución de los gestores es uno de los aspectos más destacados y representativos de la industria de capital riesgo a tener en cuenta. Igualmente, es el principal mecanismo para minimizar el riesgo de que el gestor actúe contrariamente a los intereses de los inversores en el fondo. La remuneración de los gestores raramente se renegocia tras la firma del contrato de asociación, siendo independientemente de la marcha del fondo, aunque recientemente se ha visto alguna excepción en la industria.

El reparto de los beneficios del fondo está gobernado por sofisticadas cláusulas contractuales. En pago por su dedicación a la inversión y gestión del fondo, los socios generales reciben una retribución en forma de honorarios de gestión más una parte de los beneficios que ha obtenido el fondo. Aunque ha habido cambios en la estructuración de la remuneración de todos los socios a lo largo del tiempo, los acuerdos son muy similares dentro de la industria.

Durante los cinco o seis primeros años los socios generales reciben una remuneración total que puede alcanzar el 3% de los fondos: entre 1,5% - 2,0% para los fondos de operaciones apalancadas y un mayor porcentaje en los fondos dirigidos al segmento de capital riesgo (2% - 2,5%) De todas formas este porcentaje varía dependiendo de la capacidad de negociación que posea el socio general, es decir, de su reputación. También reciben una parte de las plusvalías obtenidas en el conjunto de la cartera (carried interest, comúnmente carried), en una relación 20/80 respecto a los proveedores de fondos. En fondos de expansión o compra apalancada se establece a menudo una tasa de retorno mínima (hurdle rate), que permite la distribución prefe-



rente a los inversores en el fondo si los rendimientos obtenidos son inferiores a la tasa establecida.

Los gestores de fondos intentan maximizar la TIR en sus inversiones y sus decisiones se tomarán en base a la TIR y las plusvalías que éstas proporcionen. En las estructuras de operaciones de compras apalancadas se adoptan estrategias claramente en base a la TIR. Es decir, al comprar una compañía una firma de capital riesgo tratará de traer tanta deuda como sea posible y minimizar la inversión que tienen que realizar individualmente, ya que de esta forma se incrementará notablemente la TIR (ver Capítulo 5). En cualquier caso, la estrategia de estructuración de una operación de compra apalancada dependerá en última instancia del perfil de la compañía objetivo y sustancialmente de la política del fondo en cuestión.

A pesar de la consolidación de la regla 80/20 de distribución, se trata de un patrón no exento de críticas dentro de la industria. Por una parte, los inversores en fondos sostienen que la retribución de un 10% o 15% sobre los beneficios sería suficiente, mientras que los gestores subrayan que este tipo de distribución es justa ya que beneficia principalmente a aquellos gestores que han obtenido resultados considerablemente positivos. Algunos de los equipos inversores que han obtenido mayores rendimientos se han asegurado un reparto de 70/30, aunque sujetos a la obtención de resultados mínimos más importantes.

Sin embargo, según algunos estudios realizados¹6 no es posible demostrar correlación alguna entre la remuneración del equipo inversor y los rendimientos del fondo. En general, se observa que en equipos que captan fondos por primera vez o que tienen poca experiencia, los socios generales trabajarán duramente con independencia de su paquete de remuneración, ya que los resultados derivados de su capacidad para seleccionar inversiones prometedoras o para añadir valor a las compañías en las que participan aumentarán subsecuentemente su capacidad para captar nuevos fondos y su retribución posterior. Por otra parte, los incentivos económicos son más efectivos en equipos con una reputación ya establecida.

¹⁶ Gompers and Lerner, 1999.



Esta fórmula de remuneración, aunque atractiva, también puede suponer una dificultad para atraer buenos profesionales al sector, ya que los beneficios tardan un largo periodo en materializarse.

También pueden aparecer conflictos entre los socios generales. Evidentemente, cuando se gesta un fondo, ninguno de los socios participaría si anticipase la aparición de problemas entre los socios generales. En períodos de bonanza, los problemas adquieren un cariz menor Sin embargo, las dificultades pueden surgir debido a la evolución negativa de las inversiones lideradas por un socio en particular, la intención de uno de los socios de desligarse del fondo, la redundancia de las capacidades o conocimientos de uno de los socios, o el bajo desempeño de alguno de ellos. En principio, el contrato entre los socios generales debería prever posibles disputas, pero muy a menudo se demuestra que los contratos entre los socios son menos detallistas que los *partnership agreements* y no están pensados para enfrentarse a posibles dificultades.

3.4. Relación de figuras y cuadros

Figuras

- Figura 3.1. Indicadores de Innovación (Base de comparación Unión Europea).
- Figura 3.2. Indicadores de Innovación (Base de comparación de Estados Unidos).
- Figura 3.3. Indicadores de Innovación en España (Base de comparación Unión Europea).
- Figura 3.4. Evolución tamaño medio operaciones semilla y start-up.
- Figura 3.5. Problema circular de la inversión en empresas pequeñas.
- Figura 3.6. Relación entre fondos públicos e inversión semilla y arranque (% del total de fondos captados e inversiones).
- Figura 3.7. Relaciones legales entre los participantes.
- Figura 3.8. Mejor vehículo para inversores españoles.
- Figura 3.9. Mejor vehículo para inversores extranjeros.
- Figura 3.10. Vehículos paralelos para múltiples inversores.

Cuadros

- Cuadro 3.1. Etapa y rendimiento deseado.
- Cuadro 3.2. Clasificación de entornos legales.
- Cuadro 3.3. Información y seguimiento.



3.5. Apéndice I. Consideraciones fiscales de la retribución de los gestores

La participación de los gestores en los rendimientos derivados de la inversión puede configurarse de diferentes formas en función de la estructura elegida. Con carácter general, y sin perjuicio de las particularidades de cada estructura, los gestores pueden participar en los beneficios de la inversión de las siguientes formas:

- Como accionistas del vehículo de inversión.
- Prestando sus servicios como gestor al vehículo en virtud de una relación laboral
- Prestando servicios de asesoramiento al vehículo, a través de una sociedad, o bien directamente como profesionales.

La opción por una u otra alternativa estará condicionada por diversas variables, entre las cuales el componente fiscal es quizás uno de los más relevantes. En este sentido, los aspectos más destacables de cada una de las citadas alternativas podrían resumirse en los siguientes términos:

La posibilidad de que el gestor participe en el vehículo y, en consecuencia, en los beneficios que éste obtenga de las inversiones que lleve a cabo, estará normalmente condicionada a que la normativa mercantil aplicable a dicho vehículo permita el establecimiento de acciones privilegiadas o, dicho de otro modo, que los derechos económicos inherentes a determinadas participaciones sean superiores a los de otras.

Como ya se ha apuntado, esta posibilidad está excluida en la normativa de Capital-Riesgo, que impide el establecimiento de acciones privilegiadas.

En el supuesto de que la entrada de los gestores en el capital social de la entidad inversora fuera posible, los rendimientos obtenidos por ellos se encuadrarían en alguna de las siguientes categorías:

 Dividendos, que el gestor persona física integraría en su base imponible y por los que tributaría a su tipo marginal del I.R.P.F., con deducción por doble imposición.



2. Plusvalías de cartera, en el momento de la desinversión, que tributarían al tipo especial del 15% en el supuesto de que la participación se hubiese detentado durante más de un año.

Si el gestor tuviese una relación laboral con la entidad inversora, los rendimientos por él obtenidos (principalmente, el *carried interest*) tendrían la calificación de rendimientos del trabajo, que se integraría en la parte general de su base imponible, tributando a su tipo marginal del I.R.P.F. (máximo del 45%). La calificación de la remuneración obtenida por el gestor como rendimiento del trabajo permitiría alcanzar una fiscalidad eficiente en atención a las siguientes consideraciones:

- 1. El sueldo del empleado tendría la consideración de gasto fiscalmente deducible para la entidad pagadora, lo que produciría para ésta un ahorro del 35% de su importe a efectos de su Impuesto sobre Sociedades con respecto al impacto fiscal que para la entidad tendría retribuir al gestor vía dividendos.
- 2. Asimismo, bajo determinadas circunstancias, el rendimiento del trabajo obtenido por el empleado podría disfrutar de una exención del 40% de su importe bruto. Concretamente, esta reducción sería aplicable en el supuesto de que el rendimiento percibido se hubiese generado durante un período superior a dos años y no tuviese un carácter periódico o recurrente.
- 3. Los términos en que la Ley del I.R.P.F. delimita el juego de esta reducción parecen limitar su virtualidad a supuestos en que el bonus o comisión a satisfacer al empleado, siendo de carácter plurianual (período de generación superior a dos años), se abone una sola vez. Desde el momento en que existan ulteriores pagos, se entendería que se da la nota de la recurrencia, por lo que quedaría excluida la aplicación de la reducción.

Si las funciones a desempeñar por el equipo gestor se llevasen a cabo por las personas físicas que lo integran en virtud de una relación de carácter mercantil –esto es, como profesionales actuando por cuenta propia– sus remuneraciones tendrían la calificación, a efectos de su I.R.P.F., de rendimientos de actividades económicas.

Estas rentas también tributarían al tipo general del I.R.P.F. (marginal máximo del 45%), permitiendo asimismo generar gastos fiscalmente deducibles en el pagador y eximir de tributación el 40% del rendimiento (en caso de



haberse generado éste en un período de tiempo superior a dos años). No obstante, en este supuesto, la aplicación de la reducción no estaría limitada a supuestos de no recurrencia o periodicidad, por lo que, configurando la relación como profesional, se evitaría una de las principales restricciones al juego de la reducción.

La virtualidad de esta alternativa estará, lógicamente, condicionada a que realmente estemos en presencia de una relación de carácter mercantil y no laboral. La normativa fiscal la configura como aquélla en la que existe una ordenación por cuenta propia de medios materiales y humanos, o de uno de ambos, con la finalidad de intervenir en la producción o distribución de bienes o servicios.

Desde el momento en que puedan apreciarse las notas propias de una relación laboral (esto es, dependencia, cuenta ajena, etc.) y no exista una actividad económica en los términos anteriormente expuestos, el rendimiento deberá calificarse como del trabajo a efectos fiscales, siéndole de aplicación las limitaciones comentadas.

4. Por último, la prestación de servicios por el equipo gestor puede realizarse a través de una sociedad gestora, en la que los miembros del propio equipo gestor podrán tener la condición de accionistas o, en su caso, de empleados (eventualmente, pueden prestar sus servicios a dicha sociedad gestora en virtud de una relación mercantil, en los términos ya comentados).

La elección de una sociedad gestora es habitual en esquemas regulados (siendo, además, obligatoria si se opta por un Fondo de Capital-Riesgo). Las denominadas Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo son sociedades anónimas, sometidas al marco regulatorio contenido en la Ley 1/1999, cuyo régimen fiscal no presenta especialidad alguna. Hay una excepción: la ya apuntada exención en el Impuesto sobre el Valor Añadido de los servicios prestados por la sociedad a las Entidades de Capital-Riesgo correspondientes.

La prestación de servicios al vehículo a través de una sociedad gestora puede plantear las siguientes cuestiones adicionales con incidencia en el ámbito fiscal:

a. Por un lado, la posible aplicación de las reglas de valoración de las operaciones entre entidades vinculadas, en aquellos supuestos en que existe una relación de vinculación entre la entidad gestora y el vehículo de



- inversión en los términos en los que se define en la Ley del Impuesto sobre Sociedades.
- b. En tales supuestos, la normativa fiscal recoge el principio de valoración de estas operaciones según su valor normal de mercado, facultando a la Administración Tributaria a practicar los correspondientes ajustes en la base imponible de la entidad en caso de diferir la remuneración acordada respecto la normal de mercado y de causar con ello un perjuicio a la Hacienda Pública.
- c. Asimismo, la utilización de sociedades gestoras con sede en territorio español como asesoras de vehículos ubicados en el extranjero, puede plantear problemas de atracción de la residencia fiscal a España, en los términos ya apuntados en anteriores apartados de este informe.

3.6. Bibliografía

- Aernoudt, R. (2004), "Business Angels: El fin de la teoría de las jerarquías", Iniciativa Emprendedora, número 42, Deusto.
- Bottazi, L., Da Rin, M., and Hellmann, T., 2004, "The changing face of European venture capital industry: facts and analysis", *Journal of Private Equity* Vol 8 (1).
- Burgel, O., 2000, "UK venture capital and private equity as an asset class for institutional investors", *Bristish Venture Capital Association*, London.
- Comisión Europea, 2002, "Cuadro de Indicadores de la Comisión, Documento de trabajo de los servicios de la Comisión", SEC(2002) 1349, Bruselas.
- Ernst and Young, 2004, "Annual Venture Capital Insights Report", *Year in Review and Outlook* 2004.
- Coduras, A., López-García, P., Justo, R. y de la Vega, I., (2004b), Global Entrepreneurship Monitor,
- Instituto de Empresa 2004, Informe ejecutivo 2003, Madrid.
- Global Insight, 2004, "Venture impact 2004: Venture capital benefits to the U.S. economy", *National Venture Capital Association*, Arlington.
- Gompers, P., 1995, "Optimal investment, monitoring and staging of venture capital", *Journal of finance*, Vol 50 (5), pp. 1461-1689.
- Gompers, P., Lerner, J., Blair M. and Hellmann, T., 1998, "What drives venture capital fundraising", *Brookings papers on economic activity. Microeconomics*, Vol. 1998, pp. 149-204.
- Gompers, P., and Lerner, J., 2000, "Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations", *Journal of Financial Economics*, 55, pp. 281-325,
- JP Morgan Fleming, 2003, "European alternative investment strategies survey 2003", JP Morgan Fleming Asset Management, Londres.

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR

- Leleux, B, and Surlemont, B., 2003,"Public versus private venture capital, seeding or crowding out? A pan-European analysis", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 81-104.
- Mainprize, B., Hindle, K., Smith, B. and Mitchell, R., 2003, "Caprice versus standarisation in venture capital decision making", *Journal of Private Equity*, Vol 4, pp. 15-25.
- Marco, J. A., 2002, "Winning strategies for private equity in Spain: Learning from the US", disponible en www.webcapitalriesgo.com
- Meyer, T., and Weidig, T., 2004, "Modelling venture capital funds", *European Investment Fund*, Luxembourg.
- Modigliani, F. and Perotti, E., "Security markets versus bank finance: legal enforcement and investors' protection", *International Review of Finance*, Vol 1 (2), pp.81-96.
- Murray, G., 1999, "Early stage venture capital fund, scale economies and public support", *Venture Capital Journal*, Vo1 (4), pp. 351-384.
- Reynolds, P., Bygrave, W. D., Autio, E., 2004, *Global Entrepreneurship Monitor* 2003, Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Romain, A., and van Pottelsberghe, 2004, "The determinants of venture capital activity: additional evidence", *Series 1: Studies of the Economic Research Centre*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Schertler, A., 2003, "A comparative overview of venture capital in Europe and the United States", *International Journal of Entrepreneurship Education*, Vol. (1) 4, pp. 1-25.
- Schmidth, D., and Wahremburg, M., 2003, "Contractual relations between Europen VC funds and investors: The impact of reputation and bargaining power in contractual design", *CSF Working Paper*, Number 2003/15.
- Sheperd, D., Zacharakis, A., and Baron, R., 2003, "VCs decision processes: evidence suggesting that more experience may not always be better", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 381-401.
- Weidig, T., and Mathonet, P. Y, 2004, "The risk profile of private equity", *European Investment Fund*, Luxembourg.



2. LA CAPTACIÓN DE FONDOS (1): UNA PERSPECTIVA INSTITUCIONAL

2.1. Introducción

El proceso de captación de fondos (fundraising) es quizá uno de los elementos menos conocidos del ciclo de actividad de la industria de capital riesgo y, sin embargo, tiene fuertes implicaciones en el comportamiento del mercado: afecta a los propios proveedores de fondos, a los equipos gestores de fondos y a las compañías participadas.

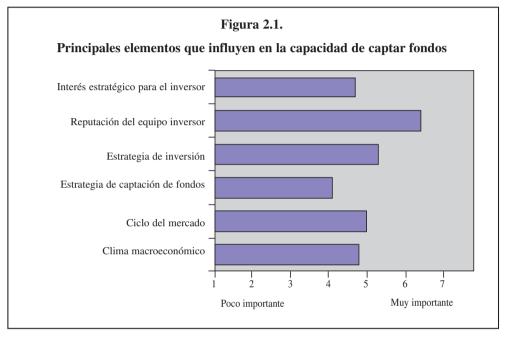
De hecho, el primer gran éxito de un gestor de fondos (o de un aspirante a serlo) es su capacidad para captar el capital necesario para cerrar el fondo y comenzar la actividad. Mientras que algunos equipos gestores largamente establecidos y con un buen historial de rendimientos pueden cerrar nuevos fondos en cuestión de semanas, para otros de más reciente creación el proceso puede durar largos meses. De esta forma, se pueden establecer paralelismos entre los procesos de captación de fondos y los procesos de búsqueda de financiación de las compañías, en las que posteriormente invertirán dichos fondos de capital riesgo.

En condiciones de mercado normales, entre 750 y 1000 equipos gestores buscan fondos cada año en Europa. De ahí, la necesidad de estos equipos de diferenciar su oferta de inversión ante los proveedores de fondos. Para ello, los fondos tratan de:

- subrayar la capacidad de los componentes de su equipo de inversión para seleccionar las mejores oportunidades, estructurar las operaciones y crear valor;
- presentar la estrategia de inversión que consideran más atractiva, mostrando los sectores de actividad y etapas de inversión en los que se pueden obtener rendimientos altos; y
- asegurar la cobertura de las necesidades de información y seguimiento de los inversores en relación con su actividad como gestores y con la evolución del fondo.



La capacidad de un fondo para captar nuevos recursos está intrínsecamente ligada a las características del propio fondo, a la dinámica de la actividad del fondo de capital riesgo, a la industria y al perfil socio-económico de un país.



Fuente: Elaboración propia.

Por lo tanto, para comprender estos procesos, es necesario examinar determinados elementos:

- la existencia de diferentes proveedores de fondos;
- la relación entre el riesgo y el rendimiento del capital riesgo en comparación con otros activos;
- la propia naturaleza del activo: muy poca liquidez y largo plazo de realización;
- la dispersión entre los rendimientos de las distintas clases de operadores;
- el marcado carácter cíclico al que está sujeto el mercado;
- el impacto de los factores del entorno: como por ejemplo aspectos legales, fiscales o económicos; papel y presencia del sector público.

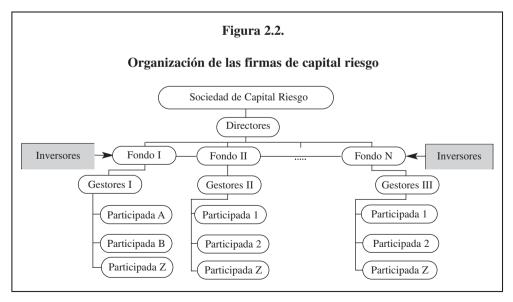


A continuación analizamos la relevancia de los procesos de captación de fondos para la industria de capital riesgo y cómo los diferentes factores mencionados impactan en los procesos de captación de fondos.

2.2. Organización de los fondos de capital riesgo

La inversión hacia las compañías se canaliza a través de **fondos de capital riesgo** (término que, en su acepción europea, incluye capital riesgo puro y operaciones de compra apalancada). Los fondos son un tipo especial de entidades, con la participación de: socios de responsabilidad limitada (*limited partners o LPs*) y socios generales o gestores profesionales (*general partners o GPs*) (Figura 2.2). Ambas partes se unen en un contrato de asociación o gestión (limited partnership agreement) que rige principalmente la relación entre inversores y gestores y la actividad del fondo.

En una firma de capital riesgo, cada tres o cinco años (como promedio) se captan nuevos fondos. Por esta razón, una firma de capital riesgo, también sociedad gestora de capital riesgo, se compone de varios "fondos". Cada uno de estos fondos está, a su vez, formado por un número limitado de inversores, con un equipo de gestores concreto y una clara y diferenciada estrategia de inversión.



Fuente: Elaboración propia.



A efectos legales, en España por ejemplo, la ley contempla la existencia de sociedades de capital riesgo y de fondos de capital riesgo gestionados por una sociedad gestora. También es frecuente que la inversión se produzca a través de sociedades localizadas en diferentes países. Las razones de elegir una fórmula u otra son principalmente fiscales (ver sección 2.3.). También compiten en el mercado de capital riesgo diversos grupos empresariales o familiares, que afrontan la inversión en compañías independientes a través de la constitución de sociedades anónimas o limitadas, sujetas a diferentes disposiciones legales y fiscales.

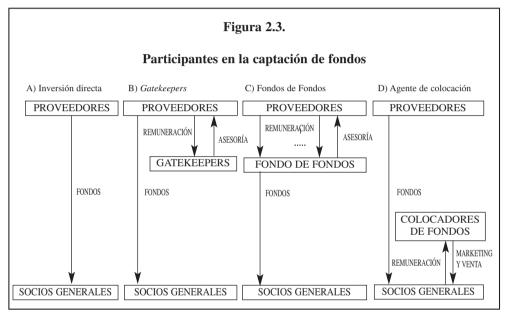
2.2.1. El papel de otros agentes o intermediarios

En el proceso de captación de fondos intervienen otros agentes o intermediarios, cuyo papel es cada vez más destacado a medida que el sector se desarrolla y profesionaliza. Entre ellos se encuentran los fondos de fondos, los colocadores de fondos o los denominados gatekeepers. La función de los gatekeepers consiste en analizar las propuestas de los distintos equipos gestores y seleccionar las mejores para colocar los fondos. Es decir, los clientes de los gatekeepers son los proveedores de fondos. Al contrario, las sociedades colocadoras ofrecen sus servicios a los equipos gestores o a las sociedades gestoras de fondos y su labor consiste en captar fondos en el mercado. Este tipo de sociedades colocadoras cada vez son más activas en los procesos de captación de recursos internacionales. Los fondos de fondos, por su parte, canalizan los fondos de sus clientes, instituciones, sociedades y también inversores privados hacia diferentes opciones de inversión, es decir, constituyen una cartera compuesta por diferentes fondos de capital riesgo en la que participan todos sus inversores. Los fondos de fondos, son en sí mismos un vehículo de inversión. En la captación de fondos también intervienen las firmas de servicios legales, quienes analizan y formalizan de forma individualizada el contrato de asociación más ventajoso para inversores y gestores.

El número de intermediarios y agentes implicados en la captación de fondos puede variar notablemente. Una entidad puede acudir directamente a una o varias firmas de capital riesgo concretas sin recurrir a otros agentes. Es común que entidades o individuos con un patrimonio limitado contemplen un única inversión en un fondo. A menudo escogerán estos fondos en base a unos intereses específicos y muy definidos: por ejemplo, una universidad que se dirige al



segmento semilla o a una tecnología específica. En los procesos más complejos de captación de fondos pueden participar todo tipo de intermediarios. Suele ser el caso de la gestación de grandes fondos de MBO pan –europeos o de alcance global,– en los que pueden participar entidades colocadoras, fondos de fondos, y *gatekeepers* al servicio de grandes corporaciones. (ver Figura 2.3).



Fuente: Elaboración propia.

La fórmula utilizada depende de varios factores: de la capacidad del fondo para atraer inversión, del tamaño del fondo y del entorno del fondo. Los agentes de colocación están más presentes en mercados desarrollados y maduros, como es el caso del Reino Unido, y son prácticamente inexistentes en otros como el español.

Aunque este tipo de intermediarios adquieren creciente profesionalización en los mercados, en última instancia muchos inversores afirman que rara vez invierten sin haber conocido personalmente al equipo responsable directo de la gestión del fondo. Por lo tanto, aunque el proceso se organice y coordine desde la dirección central o intervengan otros agentes, los socios generales son la principal razón por la cual los inversores toman la decisión de invertir.



.......... "los inversores siempre necesitamos mirar a los ojos de quienes se van a gastar tu dinero, los gestores de los fondos en los que participaremos."

David Gamble, Antiguo Directivo del Fondo de Pensiones de British Airways (Conferencia Anual EVCA 2004)

Cuadro 2.1. ORGANIZACIÓN Y PARTICIPANTES EN EL PROCESO DE CAPTACIÓN DE FONDOS

	%
Se lleva a cabo principalmente por los directores del fondo y su equipo Sólo participa la oficina central de la firma de capital riesgo Se encargó a intermediarios especializados externos Se realiza mediante una combinación de los anteriores métodos	50,0 16,7 5,6 38,9

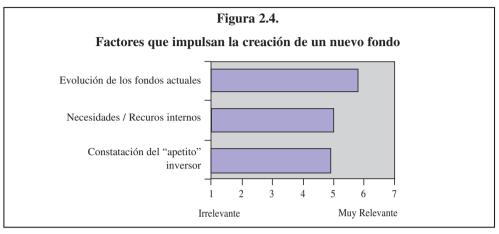
Fuente: Elaboración propia.

Muchas de las grandes firmas de capital riesgo combinan la captación de fondos desde la oficina central con la participación de los gestores de los fondos concretos (ver Cuadro 2.1). Sin embargo, según los profesionales que han participado en este estudio, el recurso a intermediarios externos como único mecanismo de captación de fondos es muy limitado en Europa.

Discontinuidad del ciclo de actividad

La propia naturaleza de la industria hace que los procesos de captación de fondos se lleven a cabo de forma discontinua. Una vez que la mayor parte de los activos se ha invertido, las firmas de capital riesgo reducen su actividad al seguimiento y control de las inversiones realizadas. En consecuencia, se liberan recursos que se dedican a la captación de nuevos fondos y a la posterior inversión de éstos. En promedio, las firmas de capital riesgo "salen al mercado cada dos o tres años" con nuevas propuestas de inversión. En esta decisión, que supone reiniciar el ciclo de actividad, prima responder a las necesidades de la organización, aunque al elegir el momento en que se produce dicha inversión los operadores también tienen en cuenta el apetito y el "sentimiento" de los inversores hacia el mercado. Según los encuestados, la buena o mala evolución de los fondos en operación, aunque en menor medida, también influye en la decisión de captar nuevos fondos (ver Figura 2.4).





Fuente: Elaboración propia.

Las necesidades internas y los imperativos externos se combinan cuando los gestores deben iniciar un nuevo proceso de captación de fondos. Por ejemplo, como se ha visto en los últimos tres años, los fondos han concentrado su atención en la gestión de sus carteras, ya que las condiciones de mercado, en particular en el segmento del capital riesgo, afectaban negativamente al rendimiento de la cartera de inversiones. Igualmente, la desconfianza de los inversores hacia el mercado tras la burbuja tecnológica ha forzado a los equipos gestores a hacer "limpieza" en sus carteras para que éstas ofrezcan buenas expectativas en nuevas rondas de captación de fondos. Como consecuencia, muchos equipos han retrasado la búsqueda de nuevos fondos hasta que puedan presentar resultados aceptables y buenas perspectivas de desinversión.

2.2.2. Origen de los fondos invertidos

En el capítulo anterior se ha puesto de manifiesto el dominio de las instituciones bancarias como proveedores de fondos en el contexto europeo, frente al predominio de los fondos de pensiones en Estados Unidos (Ver sección 1.2.3 del capítulo precedente). En opinión de los gestores de fondos contactados en este estudio, la industria europea prevé que los proveedores de fondos extranjeros y los fondos de pensiones tendrán un peso creciente en los próximos años en la composición de las fuentes de fondos, gracias a la flexibilización de las restricciones a la inversión de estos últimos en capital riesgo. Esta tenden-



cia ya es imperante en los Estados Unidos. Sin embargo, se prevé una disminución del peso de los bancos y las instituciones financieras como origen de fondos captados, en parte atribuible a la entrada de fondos de pensiones y extranjeros, y en parte al posible efecto negativo de la entrada en vigor de la regulación bancaria de Basilea (véase sección 2.4.). El Cuadro 2.2 señala las previsiones de los profesionales sobre las tendencias; por ejemplo, el 64.3% de los profesionales que respondieron el cuestionario considera que el peso de las instituciones extranjeras aumentará, mientras casi un 86% piensa que el papel del bancos disminuirá.

Cuadro 2-2. EXPECTATIVAS RESPECTO AL PESO DE LOS DISTINTOS PROVEEDORES DE FONDOS

	Aumento %	Disminución %	Sin cambio %
Instituciones extranjeras	64,4		
Bancos		85,7	
Inversores individuales	42,9		
Fondos de pensiones	71,4		
Agencias/Administraciones públicas			42,9
Grandes compañías		42,9	

Fuente: Elaboración propia.

La evolución de otras fuentes de fondos es más incierta, como la implicación de las grandes compañías, los inversores individuales o las administraciones públicas. En cuanto a los fondos de origen público, en general los operadores esperan que su participación en el mercado no se altere debido al interés político en el desarrollo del segmento de capital riesgo.

"Creemos que la administración pública debe implicarse activamente en la promoción del los segmentos semilla y start-up, hasta que estos alcancen la madurez suficiente para ofrecer rendimientos que atraigan suficiente capital privado"

Christian Fernandez, Barcelona Emprén



2.2.3. Tipos de operadores de capital riesgo

Los operadores de capital riesgo se pueden distinguir en función del origen de sus inversores principales—fondos públicos, semi-públicos o privados. Los inversores pueden ser, a su vez, independientes, cautivos o semi-cautivos, según sea su relación con los proveedores de capital. La mayoría del capital invertido en capital riesgo, alrededor del 70%, se canaliza a través de fondos independientes, mientras que el 15% y el 11% de los fondos están ligados a corporaciones y bancos respectivamente. Los procesos de captación de fondos son, por lo tanto, esenciales para los fondos independientes, ya que los fondos cautivos han sido establecidos por instituciones u organizaciones y reciben la totalidad o la mayor parte de sus fondos de estas entidades.

Según este estudio, prácticamente el 80% de los fondos en el mercado reconocen que las diferencias entre proveedores de fondos se reflejan en la actividad de estas sociedades y fondos de capital riesgo. Los operadores señalan por ejemplo que la participación de entidades públicas puede retrasar el inicio de la captación de nuevos recursos debido al largo periodo que puede tomar la decisión de inversión. Se subraya también cómo, por ejemplo, según el contexto económico e industrial, algunos proveedores de fondos imponen determinadas restricciones a la inversión, tales como no invertir en industria nuclear, armas, o incluso restricciones de orden moral, como no invertir en alcohol.

Más que el tipo de institución de la que provengan los recursos, para un fondo es importante que los inversores tengan

"una visión a largo plazo de su presencia y compromiso con la industria. Nuestros inversores son siempre los primeros invitados a entrar en nuevos fondos"

Javier Loizaga, Mercapital

Los primeros en tener acceso a las nuevas propuestas de inversión de los fondos son los inversores de los fondos en activo, es decir, quienes proporcionan la mayor parte de los recursos solicitados. De entre los fondos más establecidos y con reconocida reputación, los inversores actuales representan alrededor del 75-80% de los nuevos fondos captados. La permanencia de un núcleo



importante de inversores reduce notablemente el coste de los procesos de captación de fondos. En este sentido, las firmas de capital riesgo consultadas coinciden en apreciar la profesionalidad de los inversores estadounidenses, quienes después de haber atravesado diversos ciclos de la industria son sabedores de que sólo un compromiso estable con el mercado y con estrategias a largo plazo proporciona los rendimientos deseados.

2.2.4. La captación de fondos: un mercado global

En general, los proveedores de capital pertenecen en buena medida al mismo entorno legal donde opera el fondo, si bien una proporción significativa y cada vez más importante (alrededor del 50% En Europa) proviene de inversores extranjeros. De todas formas, hay que subrayar que este alto porcentaje se debe en gran parte al peso del mercado británico, donde dos tercios de los fondos captados provienen de mercados exteriores (ver Figuras 2.6 y 2.7).

Los inversores internacionales se dirigen tanto a fondos de ámbito pan-europeo como a fondos nacionales. Para los inversores, existen crecientes oportunidades tanto a nivel local como internacional, si bien las preferencias parecen dirigirse actualmente hacia operadores nacionales en el segmento de operaciones apalancadas, y hacia los operadores internacionales en el ámbito del capital riesgo puro. Esto es debido, en parte, a la dificultad de identificar equipos con un buen historial de rendimientos en el sector. Dada la importancia del conocimiento del entorno y las redes para aportar valor mediante las operaciones de capital riesgo, los inversores deben

"pensar globalmente, y actuar localmente"

David Gamble, British Airways Pension Fund, Londres

Sin embargo, la captación de fondos de procedencia internacional en ocasiones plantea dificultades añadidas a la hora de configurar el acuerdo de asociación (limited partnership agreement). Las disposiciones legales y fiscales que conciernen la inversión en capital riesgo son diferentes en cada país y los fondos deben asegurar el establecimiento de una estructura más adecuada para evitar, entre otros, la doble imposición de las ganancias.



Dada la competencia que actualmente existe en la captación de fondos, para un gestor de capital es muy importante la identificación del grupo de inversores más adecuados a su estrategia y enfocar sus esfuerzos hacia este grupo.

"Una buena estrategia de captación de fondos requiere un esfuerzo importante de comunicación ... se debe asegurar la comprensión de la estrategia de inversión y la resolución de cualquier duda. La documentación que se envía (placement memorandum) y las presentaciones y contacto personal (roadshow) son clave".

Jean-Marc Patouillard, Partech International, France

Por otra parte, los gestores saben que los inversores establecen, ya a priori, la parte de sus activos que van a destinar a la inversión, el riesgo que están dispuestos a asumir y sus necesidades de liquidez futura. Basándose en ello, elegirán el tipo de fondo en el que quieren invertir, teniendo en cuenta también sus fases de desarrollo, los sectores o el ámbito geográfico que más les interesa. También fijan frecuentemente la cantidad máxima que desean destinar a cada fondo individual.

2.3. El capital riesgo frente a otros activos

Para los inversores institucionales, la inversión en capital riesgo es una alternativa más donde colocar sus fondos, como lo son el mercado inmobiliario, la renta variable o fija y el mercado monetario. Si bien la inversión en capital riesgo es atractiva por los altos rendimientos que ofrece, el escaso peso de esta inversión dentro de las carteras institucionales se justifica, en primer lugar, por su baja liquidez (los rendimientos se producen por término medio a lo largo de 7.4 años¹), la particular forma en la que toman lugar los flujos de caja, el elevado riesgo y la imposibilidad de aplicar métodos de construcción de carteras tradicionales. En este sentido, los reguladores explican a ciertas instituciones, como las compañías aseguradoras, que sus inversiones se caractericen por la congruencia monetaria, seguridad, rentabilidad, liquidez y dispersión. Estas condiciones limitan la inversión en determinados activos. Por ejemplo, la búsqueda de una mejora

¹ Ljungqcist y Richardson, 2002.



en rentabilidad a través de inversión en capital riesgo reduciría la liquidez de los activos de la aseguradora.

Además, los inversores institucionales se encuentran con varios obstáculos a la hora de analizar la rentabilidad de la inversión en el activo de capital riesgo. En primer lugar, la falta de estándares de valoración de las inversiones dificulta la creación de sistemas de comparación (*benchmarking*) y de ponderación (*rating*) que ayuden a definir la distribución más adecuada de activos de una cartera, — capital riesgo, adquisiciones apalancadas (*buyout*), renta fija o renta variable.

Actualmente, la inversión en capital riesgo supone alrededor del 3% de la cartera de inversiones de un proveedor institucional, sea un fondo de pensiones, un banco, o una gran empresa (con variaciones según el tipo de inversor y los países). En el Reino Unido, Holanda y los países escandinavos, la proporción es más alta, el 4.4%, 3.8% y 3% respectivamente, mientras que es mucho menor en Francia e Italia, con 0.1% y 0.2% respectivamente². En España, la situación es similar a Francia e Italia.

Según diferentes encuestas llevadas a cabo en el mercado, la inversión en capital riesgo crecerá en los próximos años, en parte por la consolidación de éste como un activo más de inversión y en parte debido al repunte del ciclo que ahora comienza, aunque la inversión inmobiliaria seguirá siendo el principal activo alternativo³.

2.3.1. El atractivo de la inversión en capital riesgo

El principal atractivo del sector son los rendimientos extraordinarios que ofrece en compensación a su reducida liquidez y "privacidad". Examinando los resultados acumulados de la industria, se observan rendimientos claramente superiores a los activos cotizados en los mercados de valores. Desde su comienzo, el conjunto de la industria ha ofrecido sistemáticamente cifras superiores a los principales índices de los mercados de valores. El rendimiento de los diferentes sectores de capital riesgo revela la necesidad de seleccionar cuidadosamente tanto el segmento de actividad donde se invierte como el fondo individual al que se destinan los fondos (ver Cuadro 2.3.).

² JP Morgan Fleming, 2003.

³ JP Morgan Fleming, 2003.



Cuadro 2-3. RENDIMIENTOS COMPARADOS

	PE Europa	Morgan Stanley Euro Index ⁴	HSBC Small Company Index ⁵
Fondos de arranque (incluye global "early")	1,9	1,8	5,7
Fondos de expansión	9,0	7,9	7,5
Fondos arranque y expansión	9,0	2,7	6,2
Total capital riesgo puro	7,2	4,3	6,4
Compras apalancadas	12,2	-2,9	3,8
Generalistas	9,1	5,9	4,3
Total Capital Riesgo	9,9	0,5	4,8

Fuente: Thomson Venture Economics VentureXpert database. Método CLN Index⁶, rendimientos a 31/12/2003.

Históricamente en Europa los inversores se han sentido más atraídos por las operaciones de adquisiciones apalancadas. A partir de los noventa se observó una creciente importancia del capital riesgo puro, frenada tras la corrección del año 2000. El mayor interés de los inversores hacia el segmento de compras apalancadas se explica por los rendimientos obtenidos, superiores a los que ofrece en las inversiones en etapas anteriores. Otra característica que genera más interés en compras apalancadas es el menor riesgo de este tipo de actividad. Los rendimientos obtenidos por el segmento del capital riesgo puro europeo son realmente decepcionantes, en especial durante los últimos años, lo cual explica de nuevo la disminución de la dedicación de fondos a este tipo de inversiones.

Es necesario destacar que los resultados se publican habitualmente para el conjunto europeo, y no desagregados por países. La razón por la creciente relevancia, tanto a nivel de captación de fondos, como de inversión y coinversión, de la actividad internacional. Por ejemplo, para los inversores en

⁴ Índice bursátil construido por Morgan Stanley y compuesto de 141 valores cotizados en los mercados de los países de la zona euro.

⁵ Índice compuesto de 1.500 empresas no grandes cotizadas en los mercados europeos.

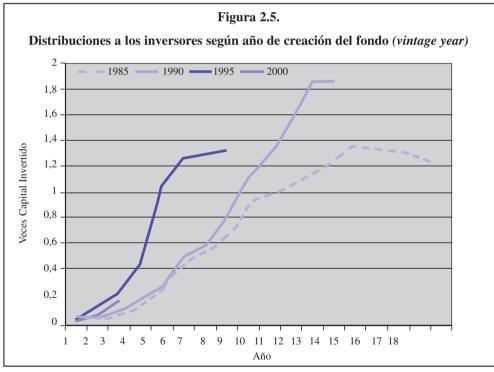
⁶ La comparación se hace en base a las Tasas Internas de Rendimiento (TIR). Las TIR de los índices bursátiles se han calculado a partir de una inversión en los mercados bursátiles de fondos equivalentes a los invertidos en private equity. Posteriormente se ha calculado un IRR equivalente para cada índice. Los cálculos e basan en la metodología propuesta por Coller y publicada por Long y Nickles.



fondos pan-Europeos, disponer de datos sobre los rendimientos de un mercado en concreto es irrelevante como medida de comparación.

El mercado premia con buenos resultados a los inversores constantes, y generalmente castiga a aquellos cuyo compromiso es variable. Un ejemplo de esta realidad son los fondos "recién llegados", en especial los establecidos a final de la década de los noventa, a quienes, de momento, el mercado ha penalizado. Para estos inversores, los rendimientos y la rapidez con la que se obtienen pueden variar notablemente.

Por ejemplo, los fondos creados en pleno auge tecnológico han tenido que reconocer pérdidas importantes para lograr el saneamiento de sus carteras, y parece claro que la época en que algunos fondos podían devolver el capital invertido en sólo cinco años se ha acabado. En la Figura 2.5, se observa cómo los fondos creados en 1985 tardaban diez años en devolver el capital inverti-

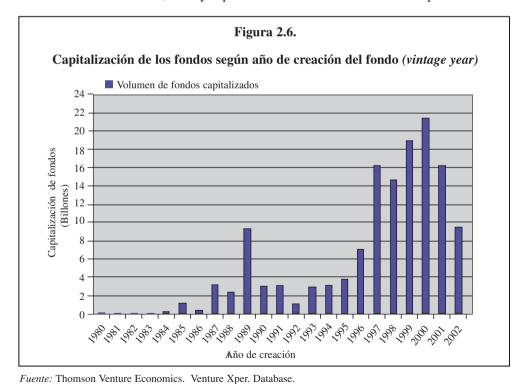


Fuente: Thomson Venture Economics, EVCA.



do, y ocho años los fondos creados en 1990, y tan sólo poco más de cuatro años los fondos creados en 1995 (momento en que las líneas cruzan el valor 1 en el eje de abscisas). Sin embargo, parece que la obtención de retornos será nuevamente más lenta para los fondos creados en el año 2000. Una estimación realizada indica que, en conjunto, los inversores recobrarán el capital invertido antes del año 7 para operaciones de compras apalancadas y durante el año 9 si se trata de capital riesgo⁷.

Una de las razones que explican estas diferencias de rendimientos entre los diferentes inversores en el mercado actual es el hecho de que muchos de los fondos en operación se crearon en los últimos años de la década de los noventa (ver Figura 2.6). El volumen acumulado de fondos invertidos, o capitalizados, creció notablemente hasta alcanzar su cota más alta en el año 2000. Colectivamente, la mayor parte de los fondos creados en esta época aún man-



⁷ EVCA Research Paper, March 2004.



tiene vivas sus inversiones y están aún a varios años de retornar el capital invertido y de materializar el cierre del fondo. Es decir, muchos de los inversores aún no conocen el rendimiento definitivo que obtendrán por su inversión.

De cualquier forma, tanto a uno como a otro lado del Atlántico, la inversión en *private equity* supera en rendimientos a la inversión en activos cotizados. Aún así es posible observar una diferencia notable entre los rendimientos obtenidos en Europa y en Estados Unidos (ver Cuadro 2.4). Por ejemplo, en el cuadro 2-4 se observa que los resultados de los fondos de capital riesgo tradicional creados hace 10 años (respecto al 31 de diciembre de 2003) en Europa han obtenido un 8% de rendimiento, frente al 25.4% que han obtenido los fondos creados en el mismo periodo pero operativos en el mercado americano. Sin embargo, se observa que los fondos europeos dirigidos a operaciones apalancadas obtienen tras 10 años de existencia rendimientos superiores (12.7%) a los fondos estadounidenses (7.8%).

Cuadro 2.4. RENDIMIENTOS A 31 DE DICIEMBRE DE 2003

	Semilla y arranque	Desarrollo	Equilibrados	Total Capital Riesgo tradicional	Operaciones apalancadas	Total Capital Riesgo (<i>Private</i> <i>Equity</i>)
Europa						
1 Año 3 Años 5 Años 10 años	-13,1 -11,1 -1,8 1,3	-7,2 -4,8 4,6 10,7	-5,4 -10,2 4,2 12,3	-7,5 -9 2,3 8,3	1,6 1 9,6 12,7	2,4 -10,7 7,8 14,6
Estados Unidos						
1 Año 3 Años 5 Años 10 años	-7 -23,3 54,9 37	25,4 -18,8 3,5 17	11 -13,9 19,4 20,4	8,1 -18,9 22,8 25,4	24,1 -2,1 2,2 7,8	18,3 -7 6,8 12,7

Fuente: EVCA/Thomson Venture Economics/NVCA.

Nota: Fondos Combinados son aquellos que invierten en distintas etapas de capital riesgo puro. Se consideran generalistas a aquellos fondos que invierten en todo tipo de operaciones, tanto en fases tempranas como operaciones apalancadas.

Parte del mayor atractivo y rendimientos superiores del capital riesgo puro estadounidense se explica por la madurez de la industria y los operadores, que han acumulado mayor experiencia en este tipo de inversiones. También se dan unas



características especiales, como la concentración alrededor de dos zonas punteras en tecnología a nivel global. Los inversores estadounidenses en capital riesgo son muy conscientes de la importancia de desarrollar y hacer crecer las compañías y reconocen la necesidad de afrontar la inversión como un compromiso a largo plazo, en el que el inversor debe apoyar a la empresa en rondas consecutivas hasta que la empresa alcance la situación óptima para la desinversión. En general ser observa que el número de rondas hasta la desinversión es mayor. Dado que una gran parte del aumento de la actividad de capital riesgo fue auspiciada por las rápidas y exitosas salidas a bolsa durante el periodo de la burbuja tecnológica, es posible que un gran número de los nuevos operadores en este segmento sólo haya empezado recientemente a ser consciente de que sus éxitos estaban amparados por una situación atípica del mercado de capital riesgo.

Es igualmente cierto que los operadores del segmento de compras apalancadas que han sabido ceñirse a su estrategia de inversión sin sucumbir a la inversión en empresas tecnológicas durante los años cumbre de la burbuja se "han beneficiado de la relativamente baja competencia en el sector" (delegado en la conferencia de EVCA en Berlín). Así mismo, han podido crear considerable valor y mantener sus expectativas de rendimientos.

Indefectiblemente, las altas expectativas que crea la inversión en capital riesgo determinan que muchos de los inversores —tantos como un tercio⁸ — proclamen su decepción respecto a los resultados alcanzados. Aunque en este caso, los resultados de esta encuesta son atribuibles a la proporción de inversores que entraron en el mercado después de 1999, y que, por lo tanto, han sufrido la situación atípica del mercado.

"...algunos fondos de capital riesgo fracasaron estrepitosamente y dejaron de funcionar tras el año 2000. En general, esto hizo que los inversores desarrollasen una percepción negativa del sector, y, de repente, fueron conscientes de los riesgos de esta actividad."

Lawrence Garrett, 3i, Londres

En la actualidad, una vez que los inversores han "limpiado" sus carteras y han asumido como pérdidas o desinvertido de muchas de las operaciones tecnoló-

⁸ JP Morgan 2003.



gicas realizadas durante los años de auge de las TICs (tecnologías de la información y comunicación), una gran parte de los gestores afirman esperar obtener resultados muy parecidos a los que anunciaban durante la fase de captación de fondos e inversión. Un menor número de ellos confirma la reducción en las expectativas, acorde al sentimiento generalizado en la industria (ver Cuadro 2.5), y muy pocos esperan obtener rendimientos superiores a los previstos inicialmente. Igualmente, el período posterior a la burbuja tecnológica ha aportado a muchos fondos jóvenes una experiencia importante de cara al futuro a cerca del peligro de las fases más expansionistas del ciclo de actividad.

Cuadro 2-5. REVISIÓN DE EXPECTATIVAS DE RENDIMIENTOS (% respuestas)

	%
Rendimientos similares a los previstos originalmente Rendimientos inferiores Rendimientos superiores	50 38 12

Fuente: Elaboración propia.

En cualquier caso, los gestores se muestran públicamente optimistas respecto a la satisfacción de los inversores con los resultados obtenidos, aunque deberán esperar más tiempo para recuperar la inversión. Anticipan también un rendimiento entorno al 18% en el segmento de compras apalancadas y entorno al 30% para la inversión en capital riesgo puro (resultados de la encuesta propia).

2.3.2. Riesgo y rendimiento global de las carteras institucionales con capital riesgo

Hablar de inversión y rendimiento sin referirnos al riesgo de la inversión en capital riesgo o al potencial de combinar esta inversión con otros activos ofrece una visión parcial del escenario en el que se mueven los inversores. En base a su perfil de riesgo, restricciones de liquidez y orientación estratégica, un inversor podrá llevar a cabo su inmersión en esta industria, por un lado, seleccionando entre las diferentes alternativas de inversión que presentan los fondos y, por otro, diversificando el riesgo combinando distintos tipos de fondos. Los inversores también pueden elegir entre colocar sus recursos directamente en diferentes fondos de capital riesgo o distribuir su inversión a través de fondos de fondos.



En términos de riesgo, la diferencia entre aproximarse a un fondo directamente o delegar en un fondo de fondos no es baladí. En un estudio reciente, Weidig and Mathonet⁹ demuestran que, para un inversor en una sociedad o fondo de capital riesgo, la probabilidad de perder una parte de la inversión mediante la participación directa en un fondo se eleva al 30%, mientras que la de perder el total invertido es prácticamente nula, alrededor del 1%. Es decir, se deduce del siguiente cuadro que existe un 30% de posibilidades de perder el 29% de la inversión (en términos medios) si el inversor coloca sus fondos directamente en un equipo gestor.

De otra forma, si la inversión en capital riesgo se canaliza a través de un fondo de fondos, estas probabilidades son menores, 1% y 0% respectivamente (ver Cuadro 2.6.). Es decir, existe una posibilidad del 1% de perder un 4% de la inversión realizada, y ninguna de perderlo todo si el inversor ha depositado sus fondos en un fondo de fondos en lugar de hacerlo directamente en un fondo concreto.

Cuadro 2-6. RIESGO Y RENDIMIENTO DE LA INVERSIÓN EN CAPITAL RIESGO

	Inversión directa %	Fondo %	Fondo de fondos %
Media múltiple	6,2	1,7	1,8
Mediana múltiple	1,5	1,3	1,7
Desviación estándar	53,8	1,9	0,5
Peor 99 percentil	-100	-74	12
Peor 95 percentil	-100	-55	26
Probabilidad de pérdida	42	30	1
Pérdida media	-85	-29	-4
Probabilidad de pérdida total	30	1	0
Ratio de retorno de riesgo	0,1	0,4	1,7

Fuente: Weidig and Mathonet, 2004.

Así, se aconseja a los inversores más adversos al riesgo la incursión en el mercado de capital riesgo a través de fondos de fondos. Los fondos de fondos también son una buena solución para los inversores noveles o nuevos entrantes en el mercado, quienes por lo general no tienen acceso a los equi-

⁹ Weidig & Mathonet, 2004.



pos gestores punteros. También se recomiendan los fondos de fondos a los inversores cuya capacidad financiera no sea lo bastantemente amplia para permitirle diversificar su inversión directa entre un número suficiente de equipos de inversión. Para los inversores pequeños y sin experiencia previa en capital riesgo, es aconsejable acudir o bien a fondos de fondos que aceptan inversiones de menor tamaño, o bien a *gatekeepers*, que actúan como intermediarios seleccionando la mejor alternativa de inversión para sus clientes.

Aunque Weidig and Mathonet no explican las causas, sí establecen de una forma clara la diferencia entre Europa y Estados Unidos en las preferencias por el capital riesgo puro o el segmento de compras apalancadas. Una explicación se asocia a la relación entre el riesgo y el rendimiento de una inversión. La diferencia entre las tasas de rendimiento-riesgo en fondos de capital riesgo y en fondos enfocados al segmento de operaciones apalancadas es muy reducida en Estados Unidos. En cambio, para un inversor europeo æen términos de la tasa de rendimiento-riesgoæ la mejor alternativa es la colocación de capital en fondos de fondos enfocados a las operaciones de compra apalancada.

Un aspecto importante de la inversión en esta industria es su relación con otros activos. Sin embargo, la diversificación del riesgo de la cartera de activos de un inversor institucional a través de la inclusión de capital riesgo no está clara. Para algunos expertos¹⁰, existe una correlación baja entre los rendimientos de la inversión en capital riesgo y la inversión en activos cotizados. Es decir, los rendimientos procedentes del capital riesgo no están sujetos a los vaivenes de los mercados de valores cotizados, aunque los resultados de dicho estudio no son concluyentes y se debe mantener una posición prudente al respecto. Sin embargo, para otros analistas¹¹ esta correlación es alta y ambos activos evolucionarían de forma pareja.

Independientemente de la existencia o no de correlación, el atractivo de capital riesgo radica en los rendimientos superiores y no tanto en su relación con otros activos. Por otra parte, para muchos inversores, la inversión en compañías no cotizadas, innovadoras, o en etapas iniciales tiene un componente estra-

¹⁰ Bance, 2003.

¹¹ Kaserer, CEFS-TUM. Resultados de un estudio presentado en la 2002 EVCA Investors Conference en Ginebra.



tégico. La presencia en un fondo permite la cercanía y acceso privilegiado a sectores industriales y compañías innovadoras con alto potencial de crecimiento, e incluso la participación como inversor directo en operaciones sindicadas con el fondo.

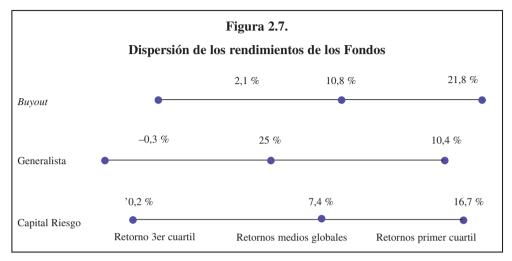
2.3.3. Rendimientos sí, ¿pero para todos?

Parece claro que la inversión en capital riesgo es una buena opción debido a los rendimientos que ofrece y a que existen mecanismos para que su inclusión en una cartera institucional no aumente sustancialmente el riesgo de ésta. Posteriormente, una vez definido el interés de la inversión en el sector, es necesario tener en cuenta la enorme dispersión de los resultados obtenidos, es decir, es esencial realizar una buena selección del fondo individual o el conjunto de fondos en los que se invierte.

La selección de los fondos individuales en los que los inversores colocarán su inversión es decisiva, ya que si bien algunos fondos multiplicarán la inversión recibida, otros no ofrecerán más que pérdidas. En capital riesgo no es posible invertir en un índice de referencia (IBEX 35, FTSE...). Por lo tanto, los inversores se enfrentan a la dificultad de componer una cartera lo suficientemente diversificada —que mitigue la dispersión que ofrecen los rendimientos de fondos individuales— o seleccionar cuidadosamente un reducido número de equipos con las mayores posibilidades de éxito. Los inversores, bien directamente a través de fondos de fondos o bien con la ayuda de asesores, deben analizar y seleccionar las propuestas de inversión más atractivas, identificar el equipo más capacitado y profesional, y anticipar qué estrategia de inversión ofrece las mejores expectativas.

La diferencia entre un inversor o proveedor de fondos "acertado", que ha sabido seleccionar o ha tenido acceso a los equipos más exitosos, y otro inversor con menos éxito es notable. La inversión en un fondo que se encuentra entre el 25% de los que obtienen los mejores rendimientos de la industria (top quartile) reporta el doble de ganancias que la inversión en un fondo en línea con la media de la industria (ver Figura 2.7). El peor escenario es la pérdida completa de la inversión realizada, que aparece si el fondo seleccionado se encuentra entre el grupo que ha obtenido los resultados más modestos.





Fuente: Thomson Venture Economics.

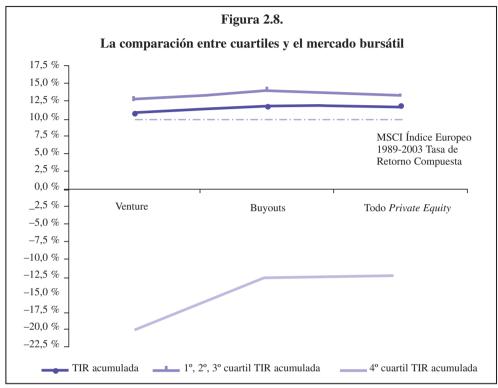
El atractivo de la inversión en capital riesgo se confirma a través de la comparación de los resultados de los diferentes grupos de fondos con la evolución del mercado de valores. Si anteriormente se demostró que la media obtenida del conjunto de los fondos de la industria superaba a la opción de invertir en bolsa, también se comprueba que se obtienen rendimientos superiores siempre que se eviten el 25% de los fondos que peores resultados obtienen (ver Figura 2.8). En la Figura 2.8 se observa cómo tanto la TIR del conjunto de los fondos como la TIR de los fondos del 1°, 2° y 3° cuartel obtienen rendimientos superiores a la inversión en renta variable. Al contrario, un 25% de los fondos, aquellos que obtienen los peores resultados, ofrecen resultados muy por debajo de lo que se hubiera obtenido invirtiendo en mercados de activos de renta variable.

Es decir, una distribución adecuada de la inversión entre fondos de capital riesgo puro y operaciones apalancadas reduce el riesgo de la inversión (como se ha visto en Weidig and Mathonet, 2004), y proporciona rendimientos superiores a los que se obtienen a través de la inversión en los mercados públicos.

2.3.4. La selección de un buen equipo inversor

Una dificultad añadida a la evaluación de un equipo gestor de fondos concreto es la corta "historia" de una gran parte de los gestores/inversores en el merca-





Fuente: Credit Suisse First Boston.

do. A pesar de que los fondos de inversión en capital riesgo existen desde lo años setenta, la mayor parte de ellos fueron creados entre los años 1997 y 2000 (especialmente 1998), por lo que muchos de los gestores/inversores aún no han completado el ciclo completo desde la captación de recursos hasta la liquidación del fondo. Esto incide especialmente en Europa, donde la industria es mucho más joven y menos desarrollada que en Estados Unidos. En países donde la industria es de menor dimensión y reciente desarrollo, como es el caso español, el número de gestores que han iniciado y liquidado un fondo o más, o que acumulan una experiencia superior a un ciclo, no es muy numeroso.

Una problemática particular es la que experimentan los fondos que captan capital por primera vez. Tal y como demuestra un reciente estudio¹², la mayor

¹² Bottazzi, 2004.



parte de los socios generales tiene una considerable experiencia profesional y la misma edad media respecto a sus competidores más establecidos. Sin embargo, el hecho de que el equipo como tal no haya operado anteriormente o carezca de una trayectoria contrastada puede obstaculizar seriamente el proceso de captación de fondos, ya que el principal criterio de selección de los inversores es la historia, o *track record*, del operador y la estabilidad del equipo gestor.

Cuando no es posible evaluar correctamente los rendimientos históricos obtenidos por un fondo o por un equipo de gestores, ni tampoco cuantificar el valor actual de una cartera de inversiones, la reputación se establece entonces en función de diferentes criterios. En estos casos, el análisis de la experiencia, en el sector o en áreas relevantes, así como la personalidad del gestor y de su equipo, son los atributos de peso que pueden abrir las posibilidades de captar fondos.

Un gestor de fondos necesita reunir un conjunto de capacidades que constituyen el núcleo de la actividad inversora a través de todo su ciclo. Entre las habilidades clave se encuentran:

- la credibilidad para atraer las mejores oportunidades;
- el análisis del potencial de un plan de negocios y la valía del equipo que lo ejecutará;
- el conocimiento y la experiencia operativa en sectores estratégicos para el fondo:
- la motivación y la gestión del equipo inversor;
- la capacidad para estructurar y negociar el acuerdo más ventajoso para ambas partes;
- la competencia para añadir valor a la empresa participada;
- la comunicación a todos los niveles, con las compañías participadas y con los inversores.

El capital humano que posee una firma de inversión juega un papel relevante en los resultados que la firma puede obtener. La capacidad del equipo para seleccionar las mejores inversiones y acompañar a las compañás participadas en su evolución es de vital importancia en una industria cada vez más profesionalizada y competitiva. La experiencia y capacidad de los gestores para



añadir valor a las operaciones en las que participan supone una de las principales ventajas competitivas de los fondos.

Los emprendedores por su parte también efectúan su propia auto-selección, y como la propia industria reconoce, los mejores fondos son los que reciben los mejores proyectos o planes de negocio primero. Un buen equipo gestor inversor garantiza al proveedor de fondos el mejor flujo de proyectos posible.

El mercado también percibe en cierta medida la reputación en función del tamaño de los fondos. Los operadores con más experiencia y de mayor tamaño tienen una probabilidad más elevada de captar fondos y en una cuantía mayor¹³. Igualmente, cabe preguntarse si los proveedores de fondos analizan la reputación individual de los gestores de fondos o, por el contrario lo que evalúan es el prestigio a nivel global de la organización. Es decir, en el caso de que un gestor/inversor con amplia experiencia se traslade de un fondo a otro, quién conserva la reputación, ¿el gestor o la organización para la que ha trabajado hasta ahora?

Además de los resultados y la reputación del equipo inversor, hay otros elementos de análisis importantes que debe tener en cuenta un proveedor/inversor: por ejemplo, la estrategia de inversión propuesta por los gestores potenciales y el acuerdo de asociación, que incluye cláusulas determinantes para el proveedor/inversor. El acuerdo de asociación contempla cláusulas a tener en cuanta como la remuneración de los gestores de los fondos o los procedimientos de provisión de información a los inversores en el fondo.

2.3.5. Tiempo y momento: variables clave en un inversor

Un inversor debe prestar atención a determinados elementos de la inversión en capital riesgo, que junto con los rendimientos superiores, caracteriza el mercado:

- Restricción de entrada y salida.
- Ínfima liquidez de la inversión.
- Hipersensibilidad de la oferta y la demanda.
- Incertidumbre sobre el momento en que se producen las inversiones y los resultados.

¹³ Gompers & Lerner, 1998.



Ello conduce a que las instituciones que invierten en la industria, las sociedades de capital riesgo y la actividad de los fondos, estén bastante condicionadas por el contexto temporal en el que se llevan a cabo. Se puede observar cómo, en los últimos años, la industria de capital riesgo ha experimentado aumentos y descensos espectaculares en los volúmenes de los fondos captados, tanto en Europa como en los Estados Unidos. De todos modos, aunque con menor dramatismo, los mercados más maduros ya habían experimentado el efecto cíclico de la industria. Por lo tanto, ante la expectativa de un proceso de captación de fondos, el equipo gestor reconoce el impacto de la fase del ciclo por la que discurre la industria en función de su capacidad de atraer nuevos fondos e inversores. Para algunos gestores, el ciclo es incluso más importante que el historial que pueda acreditar el fondo:

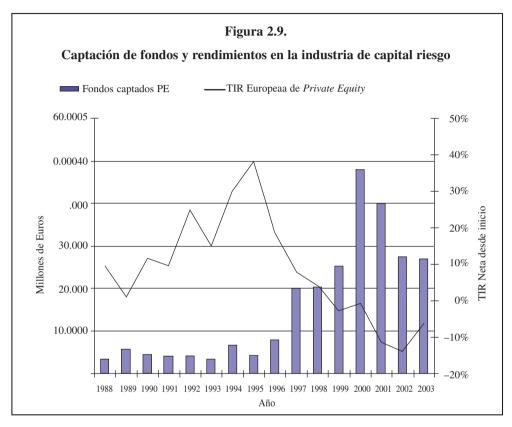
"El factor más relevante en la captación de fondos es el ciclo del mercado. En segundo lugar estaría el entorno macroeconómico. El historial del fondo también es importante. Después vienen la estrategia de inversión, el interés estratégico para el inversor, y la estrategia de captación de fondos."

Lawrence Garrett, 3i, Londres

La evolución a través del ciclo lleva a los inversores a ajustar sus expectativas de inversión, desinversión y obtención de rendimientos, y afecta profundamente la actividad de los operadores. Históricamente se ha observado una relación directa entre la captación de fondos y los rendimientos. A menudo, periodos de gran flujo de fondos hacia la industria desembocan en un alarmante descenso de los rendimientos. Por ejemplo, los buenos resultados obtenidos por los fondos en los años noventa y las grandes expectativas creadas por la incipiente industria de Internet y telecomunicaciones propiciaron la acumulación de grandes volúmenes disponibles para invertir. Posteriormente, tras la severa corrección de los valores tecnológicos en el año 2000, se produjo un éxodo de inversores del sector que parece haberse detenido este último ejercicio (ver Figura 2.9).

La oferta en este mercado está determinada por la voluntad de los proveedores de capital de invertir en fondos de capital riesgo y la demanda, por el deseo de emprendedores y empresarios de recibir capital externo para hacer crecer su empresa. El precio de ajuste es el rendimiento esperado de las inversiones. Al





Fuente: Rhomson Financial, EVCA

igual que en otros mercados, dado que los inversores están dispuestos a asignar más recursos a capital riesgo, cuanto mayor es la rentabilidad obtenida en esta actividad, mayor es la oferta, cuya curva tiene pendiente positiva. Igualmente, la demanda también varía en función de la rentabilidad, de forma que, cuanto mayor es la rentabilidad que exigen los inversores, menor es el número de compañías que pueden ofrecerla, lo cual determina una curva demanda de pendiente negativa. La intersección entre las curvas de oferta y demanda establece la cantidad de capital riesgo en un mercado.

En otros mercados, cuando los inversores quieren invertir en bonos o acciones lo pueden hacer de forma rápida y a un coste no relevante respecto al volumen de la operación. Dichos mercados, además, son líquidos y las ventas y las



compras pueden efectuarse inmediatamente. El mercado de capital riesgo es diferente: el inversor sólo puede entrar cuando se produce un proceso de captación de fondos. Los gestores no pueden devolver la inversión en cualquier momento y sólo aceptan un volumen de inversión prefijado, —aunque a veces, ante la gran demanda de sus inversores, las sociedades de capital riesgo cierran fondos de tamaño superior al que consideraban inicialmente—.

Esta realidad hace que exista un desajuste de varios meses (alrededor de un año) entre la decisión de un inversor de entrar en el mercado y la firma del acuerdo de asociación. Este desajuste se incrementa si tenemos en cuenta que la inversión se desembolsa paulatinamente a medida que el fondo cierra operaciones. Así, la inversión en compañías no se materializa hasta varios años después de que la institución decide su participación en un fondo. De forma análoga, cuando un inversor quiere retirarse del mercado, el proceso puede ser largo. El resultado es una permanencia indeseada en el mercado, lo que en términos anglosajones se considera "stickiness" (literalmente, pegajosidad).

Además, durante los periodos de auge, cuando se producen el mayor número de salidas a bolsa, distribuciones a los inversores y rendimientos más atractivos, es cuando el inversor está más interesado en mantener la proporción de inversión en capital riesgo de su cartera, y para mantener este peso deberá incrementar la inversión. Como sabemos, los fondos en activo no aceptan nuevos fondos, y se ha comprobado que las firmas más establecidas y reconocidas son prudentes a la hora de incrementar su tamaño para permitir la creación de nuevos fondos. Por lo tanto, el inversor retrasará su entrada hasta el próximo proceso de captación de fondos o se dirigirá a equipos nuevos, y probablemente menos cualificados, para proporcionar rendimientos superiores.

Habitualmente, los ciclos alcistas vienen marcados por la irrupción de una tecnología nueva con un potencial de crecimiento e impacto en la sociedad difícil de calcular a priori o por el auge de un determinado sector. Este fenómeno de sobrevaloración del potencial de una nueva industria, sector o tecnología se conoce como "miopía del mercado"¹⁴. Su reflejo más reciente es el caso de las inversiones en compañías de Internet hasta el año 2000 Anteriormente se habían observado comportamientos similares en el sector de los semiconductores y

¹⁴ Gompers y Lerner, 2001.



la biotecnología. Durante la década de los noventa, los empresarios y emprendedores, apoyados en la rápida aceptación de estas tecnologías y el potencial de estos nuevos negocios, se lanzaron en masa al desarrollo de este tipo de compañías, auspiciados por altas valoraciones y rápidas salidas a bolsa. En los años previos a marzo de 2000, a pesar de estas valoraciones de entrada y la inviabilidad de muchas propuestas, la industria de capital riesgo invirtió grandes cantidades en esta industria en base a unas expectativas excesivas para el sector.

La misma lógica se aplica a la reacción de los inversores en periodos de declive del mercado, es decir, cuando los retornos son bajos querrán salir. Además, ante la presencia de un entorno económico hostil (que afecta igualmente a los demás activos del mercado) los inversores no podrán reducir automáticamente los activos en capital riesgo y su peso relativo en la cartera aumentará respecto a otros activos más líquidos.

En Europa, no se habían experimentado ciclos tan pronunciados hasta la reciente burbuja tecnológica. La causa de ello es la poca historia de esta industria aquí: en muchos países los mercados de capital riesgo se han desarrollado en los últimos diez a quince años, como es el caso de España. Sin embargo, en el mercado estadounidense, se habían dado varios episodios de inestabilidad o vaivenes bruscos tanto de demanda como de oferta. Por ejemplo, el auge de la industria de los semiconductores o la biotecnología; la entrada de inversores tras la clarificación en 1979 de las reglas de prudencia ("prudent man"), es decir, la recomendación de invertir los fondos sin asumir riesgos excesivos) o la relajación de las condiciones fiscales a la inversión.

Esta "irracionalidad" en los proveedores, que se refleja en una reacción amplificada de la oferta de capital, bien por exceso o por defecto se explica como hemos visto por la hipersensibilidad de los inversores al ciclo y...

"...la inexistencia generalizada de una estrategia de inversión en el sector"

Participante en la conferencia EVCA, Berlín 2004.

La falta de estrategias de inversión para el segmento de capital riesgo se plasma en la entrada y salida en masa de los inversores durante periodos de auge y declive respectivamente.



Tanto para los inversores como para todos los operadores y participantes del mercado de capital riesgo es esencial aprender a navegar a través de las diferentes fases del ciclo. Los inversores deben ser conscientes de que seguir el impulso del mercado provocará la sobre-financiación de la industria. Posiblemente esto irá acompañado del crecimiento del número de fondos, la entrada de operadores menos expertos y el incremento de la competencia por hacerse con las operaciones más atractivas (con la consecuente reducción de beneficios). La deserción del mercado en el ciclo a la baja significa la renuncia a la toma de posición para beneficiarse del próximo ciclo positivo.

Por ello sería deseable que los inversores en capital riesgo tengan una perspectiva del activo a largo plazo. A su favor discurre la obtención de un rendimiento acumulado del capital riesgo que hasta ahora ha superado sistemáticamente al de los mercados bursátiles, mientras que en su contra, los mejores resultados se producen tras un período relativamente largo respecto a otros activos.

Algunos de los operadores, por su parte, también ponen en práctica estrategias de captación de fondos que pretenden evitar el impacto cíclico: por ejemplo, el continuo pre-marketing y comunicación con inversores potenciales, o la incorporación de estructuras innovadoras como la captación de fondos anual, recientemente introducido por un fondo británico. Esta solución propone una forma de inversión poco tradicional, a través de la cual se pretende invertir alrededor de 250 millones anuales, con un compromiso mínimo anual por inversor de 1 año. Durante su colaboración, los inversores participan proporcionalmente en todas las inversiones realizadas¹⁵.

2.3.6. Cuándo y cómo se producen los rendimientos

Los rendimientos de una inversión no se producen de forma simultanea sino que "gotean" durante la vida del fondo. Para conocer en un determinado momento el valor de las inversiones realizadas, especialmente al inicio de la vida del fondo, es necesario referirse al valor de inversiones todavía activas y, por lo tanto, es imprescindible considerar la forma en la que el gestor de los fondos presenta estos resultados intermedios a los inversores. Recordemos

¹⁵ Información disponible en www.alchemypartners.com.



que solamente la mitad de la inversión ha sido devuelta a los inversores (datos hasta 2003¹6).

Por esta razón, la utilización de los métodos convencionales de configuración y gestión de carteras de inversión no se adecua a las características del mercado de capital riesgo. De acuerdo con la teoría moderna de constitución de carteras, un inversor debería construir una cartera "eficiente", es decir, que maximice el rendimiento para una determinada desviación estándar, o bien que minimice la desviación estándar para un determinado objetivo de rendimiento. Normalmente, para los activos cotizados se pueden calcular diariamente las fluctuaciones del activo respecto al mercado basándose en la presunción de que los cambios en el precio reflejan la percepción del valor real del activo por parte de los inversores. Estos principios financieros no son aplicables a la construcción de carteras que impliquen activos en capital riesgo. Los rendimientos obtenidos en esta industria dependen de las decisiones de inversión y desinversión de los socios generales y también del contexto temporal en el que éstas se enmarcan. Las valoraciones de los fondos individuales no reflejan la incertidumbre respecto a los retornos, y por tanto, el riesgo intrínseco. Si se pudiesen realizar cálculos análogos a los activos cotizados, sólo se podrían realizar durante un periodo limitado, la vida del fondo.

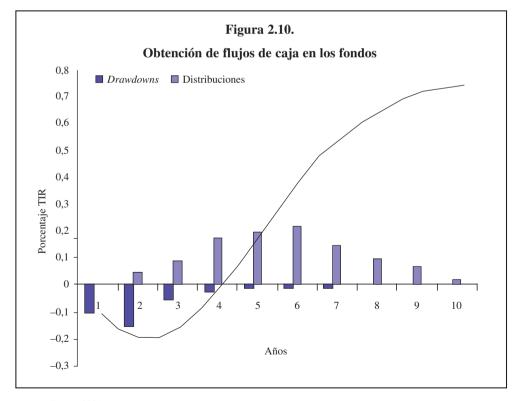
El cálculo de la rentabilidad que ofrece un fondo antes de su liquidación no es tarea sencilla por varias razones:

Transparencia limitada. La comparación entre los rendimientos obtenidos por un fondo y los del resto de la industria es difícil. Los resultados presentados por los gestores a sus inversores potenciales, aunque sean buenos aisladamente, no son comparables con los resultados obtenidos por el resto de la industria u otro grupo en particular. Para los inversores más expertos en el mercado y que reciben la llamada de muchos fondos, esta comparación puede resultar más fácil, pero para nuevos inversores que quieren entrar en el mercado no lo es tanto. Por otra parte, el cálculo de los resultados de las inversiones aún activas realizadas por el fondo está sujeto al enfoque y método usados por el equipo gestor.

¹⁶ Fuente: Thomson Venture Economics VentrureXpert Database 2003, Cifra obtenida a partir de las distribuciones sobre el capital desembolsado (*DPI/TVPI Distributions to Paid-in/Total value Paid-in*).



Incertidumbre de los flujos de caja. Para el cálculo de la TIR (Tasa Interna de Retorno) se utiliza el capital invertido en las diferentes operaciones., Ya hemos visto como los gestores reclaman de los inversores el montante necesario para cada operación de forma puntual. Una estimación de la proporción de capital desembolsado lo sitúa entre el 20% y el 40% anual de los fondos comprometidos, minimizando así el coste de oportunidad para el inversor (mientras tanto los inversores pueden redestinar el capital comprometido pero no desembolsado). Por otra parte, también hay que tener en cuenta los flujos de caja desde el fondo al inversor, que se realizan cada vez que se produce una desinversión y que dan lugar a una TIR que toma forma típica de "J". Es decir: negativa al principio, cuando todo el flujo de caja se realiza a la inversa (desde los inversores hacia el fondo) y luego se recupera a medida que se avanza en la vida del fondo, hasta ser positiva a partir del cuarto año (en término medio), cuando todas las inversiones se han realizado (ver Figura 2.10).



Fuente: Bance 2001



De esta forma, la cantidad invertida en cualquier punto de la vida del fondo asciende en promedio a dos tercios del capital comprometido por cada inversor. Por lo tanto, los inversores institucionales no deben considerar que la TIR publicada por los gestores (durante el período en el que el fondo está en operación) constituye la rentabilidad total del capital destinado a la inversión en esta actividad. Los fondos comprometidos y no utilizados pueden ser invertidos paralelamente en otro tipo de activos con la suficiente liquidez hasta su reclamo por parte de los gestores. Es decir, en el caso de un fondo de pensiones que invierte 100m € en capital riesgo, y que en el año 2 de vida el fondo ha desembolsado el 30% del capital comprometido (€30 millones) el rendimiento obtenido en ese momento por el fondo de pensiones sería la TIR publicada más el rendimiento obtenido de colocar temporalmente, los €70 millones restantes, en activos más líquidos en los mercados de capital.

Duración del fondo. Desde la creación de un fondo hasta su liquidación pueden transcurrir de siete a diez años y, por lo tanto, el ciclo económico puede variar. Por ello, a la hora de calcular el rendimiento obtenido por un fondo es necesario referirlo a los fondos creados en un período de tiempo similar Esto permite evitar las fluctuaciones propias del ciclo económico. Igualmente, la valoración de compañías en diferentes etapas supone diferentes riesgos, es decir, el resultado de una inversión reciente es más difícil de anticipar que el de una inversión realizada hace varios años y, por lo tanto, más difícil de valorar.

Baja liquidez de la inversión. La inversión en capital riesgo comporta grandes restricciones en la liquidez de los fondos. La principal razón es, a su vez, la poca liquidez de las inversiones en compañías realizadas por el fondo. Los inversores deben esperar a la salida a bolsa de la empresa o a la venta de la empresa; esta venta puede ser a otros inversores (operación secundaria), a los propietarios de la empresa o a la dirección de ésta. Estas ocasiones de desinversión y, por tanto, de materialización de rendimientos parciales aparecen en periodos tan cortos como dos años, de forma que el proveedor de fondos va recuperando paulatinamente parte de la inversión. Pero evidentemente no es algo que controle el inversor. Una alternativa en auge en mercados de capital riesgo más desarrollados como el Reino Unido es un creciente "mercado secundario", compuesto por instituciones especializadas en comprar las participaciones de inversores en fondos antes de la liquidación de éstos.



En definitiva, el cálculo completo del rendimiento de un fondo, y por tanto de una inversión en un fondo de capital riesgo, sólo se puede realizar cuando se puede observar el valor residual del fondo, y por definición esto sólo ocurre cuando todas las operaciones de salida de las inversiones se han realizado y se procede a la liquidación del fondo. Hasta que esto ocurre, y tras todos los ajustes necesarios, el valor que se calcula se considera temporal (*interim*), aunque cuanto mayor sea el tiempo transcurrido de la vida del fondo, mayor será la similitud de estos resultados con las conclusiones finales.

Un fondo se puede valorar de distintas formas. La forma más habitual de valorar los resultados de un fondo es utilizar la Tasa Interna de Retorno (TIR). No obstante, la utilización de esta medida antes de la liquidación del fondo puede llevar a confusión, ya que aún permanecen en cartera las inversiones realizadas por el fondo. Si se aplica en los primeros años de vida del fondo, puede carecer absolutamente de sentido como medida de obtención de futura rentabilidad del fondo, aunque sí resulta efectiva para indicar la evolución de un fondo individual respecto a la industria. Como se comprueba en la Figura 2.10, a partir del año 4 y 5, es decir, en fondos que se pueden considerar maduros, la TIR es un indicador que aproxima de forma válida el rendimiento final. El cálculo de la TIR global se desglosa en tres tasas intermedias:

- El rendimiento bruto de las operaciones cuya desinversión se ha producido. Esta tasa tiene en cuenta toda la entrada de caja producida por una operación saldada, incluidos los dividendos y cualquier otro pago en relación con el montante invertido. El cálculo del rendimiento bruto de las operaciones individuales debe respetar ciertas reglas, entre ellas el tratamiento adecuado del coste de inversiones realizadas en varias etapas o la no inclusión del reconocimiento de pérdidas parciales.
- El *rendimiento bruto de todas las operaciones*. Es decir, teniendo en cuenta las desinversiones, totales o parciales, y las inversiones en cartera.
- El rendimiento neto para el inversor. Calculado a partir de la tasa anterior libre de todo desembolso debido a la remuneración del socio general, fija y variable, y cualquier otro pago por conceptos profesionales.

En el uso de la TIR para valorar un equipo inversor hay que tener en cuenta, además de la vida del fondo, otros elementos que influyen en los resultados.



En primer lugar, es necesario considerar el ámbito de inversión del fondo –semilla, arranque, expansión u operaciones apalancadas–, ya que las tasas de rendimiento y expectativas varían; y en segundo lugar, el año de referencia o arranque ("vintage"), ya que el entorno sectorial o la fase del ciclo económico en el que un fondo arranca deja una profunda impronta en la evolución del fondo. Por consiguiente, resulta muy difícil calcular un índice de los rendimientos del capital riesgo, establecer escalas de comparación, o calificaciones de riesgos (ratings) como en el caso de otros activos y productos financieros.

Junto con la TIR y la comparación de ésta con el resto de la industria, el proveedor debe evaluar la volatilidad o dispersión asociada a la cartera como un indicador de la habilidad y capacidad del equipo inversor. Una gran dispersión entre el rendimiento de las diferentes operaciones no se puede justificar apelando a la estrategia de inversión del fondo. Seguramente puede ser un síntoma de la poca estabilidad o acierto del equipo inversor. Esto sería especialmente aplicable en el caso de carteras de compras apalancadas, en las que se presupone una mayor estabilidad y, por lo tanto, la irregularidad en el rendimiento de las inversiones no debería ser frecuente si el equipo inversor es sólido. En cambio, en el caso de las carteras de capital riesgo puro, la dispersión de la TIR que ofrecen las distintas inversiones suele ser más habitual, porque son operaciones que comportan mayor riesgo. De ahí que, en este caso, sea menos indicativo la existencia de dispersión entre los rendimientos de las inversiones.

Los proveedores/inversores y los socios generales pueden acordar la provisión de otras medidas como criterios de evaluación de los resultados obtenidos, por ejemplo, el incremento de las ventas, la reducción de costes, los beneficios obtenidos o el flujo de caja, entre otros, las cuales pueden dejar entrever la capacidad de intervención del gestor. Entre estas medidas, el incremento de los beneficios es una medida bastante aceptada en el mercado.

Las asociaciones de operadores de capital riesgo tratan de promover un mayor nivel de estandarización en la industria. Un ejemplo de la importancia de esta labor es el creciente uso de las reglas de valoración –y comunicación– establecidas y difundidas por EVCA. En los Estados Unidos, aunque con menor fuerza que en el contexto europeo, diferentes organizaciones también se han pronunciado respecto a la necesidad de instaurar criterios de valoración y de



información, entre ellas la PEIGG (Private Equity Investment Guidelines *Group*) y AIMR (Association for Investment Management Research). Para los proveedores de fondos, los avances en dicha dirección son bienvenidos, ya que la utilización de los mismos criterios por todos también permitiría el establecimiento de comparaciones de la industria y la creación de ponderaciones o calificaciones (ratings). Aunque también hay partidarios de la no regulación o armonización. Argumentan que la demasiada estandarización de los cálculos y la presentación prematura de éstos resultaría en una volatilidad innecesaria, especialmente considerando que, de forma general, los inversores no pueden abandonar su participación en el fondo a corto plazo. Igualmente, se puede argumentar que no estaría justificado publicar información sobre una participación privada, salvo en caso de que exista una nueva ronda de financiación. Puede ocurrir, que algunos fondos, como es el caso de Sequoia, renuncien a trabajar con inversores que pueden requerir la provisión de cuantiosa información. Con esta medida Sequoia pretende evitar el impacto de la nueva ley estadounidense de libertad de información (Freedom of Information Act), a través de la cual los fondos de pensiones y las fundaciones universitarias estarían obligados a hacer públicos detalles de su cartera de inversiones.

A diferencia de cualquier otro activo, las participaciones en un fondo no se adquieren tras la realización de un análisis de las inversiones de dicho fondo, sino previamente. El valor del activo es una incógnita hasta su adquisición, incluso hasta después de periodos significativamente prolongados. Por lo tanto, existe la paradoja de que la información requerida para la construcción de una cartera "eficiente" sólo está disponible varios años después, cuando ya no hay posibilidad de desinversión y la capacidad de influir en el resultado es escasa.

Las dificultades para el inversor no se limitan a la imposibilidad de aplicar métodos tradicionales, sino que vienen dadas, además, por la falta de información disponible sobre los rendimientos del sector en su conjunto o de un fondo en concreto. No existe la obligación de difundir los rendimientos obtenidos por el fondo ni la forma en la que éstos se han calculado. Únicamente los inversores del fondo tienen acceso a esta información, y evidentemente los potenciales inversores a quienes llega la propuesta de inversión para captar fondos. Por añadidura, el proceso de captación de capital se inicia cuando el fondo se aproxima al fin de su periodo de inversión, es decir, cuando aún no



ha tenido lugar la liquidación del fondo. Dado que el resultado de las inversiones en cartera es altamente incierto, la valoración de los resultados de un fondo y del desempeño de sus gestores es bastante difícil mientras todas las compañías participadas, o una parte de ellas, permanecen en cartera.

Además, la inversión en compañías no cotizadas es una actividad que se destaca por las notables asimetrías de información. Sólo aquellos cercanos a la empresa tienen acceso a determinada información clave para anticipar la evolución de la empresa y estimar su valor real. Esta carencia de información en el mercado lleva a la existencia de un problema de "selección adversa" para los inversores institucionales, es decir, que impide al proveedor/inversor discernir claramente la calidad de los equipos e instituciones que buscan fondos.

En virtud de que la teoría financiera no es exactamente aplicable al sector, cuando un proveedor/inversor considera la inversión en capital riesgo lo hace, o debería hacerlo, a través de un minucioso proceso de análisis y contraste de las propuestas que los fondos y sus gestores le han hecho llegar. Los inversores realizan análisis cada vez más meticulosos, lo que redunda en una ralentización de los procesos de captación de fondos, considerablemente más prolongados en la actualidad que en los años 1999 y 2000, en especial si se trata de equipos que captan fondos por primera vez y que no tienen una experiencia demostrada en la inversión en compañías no cotizadas.

2.4. Relación de figuras y cuadros

Figuras

- Figura 2.1. Principales elementos que influyen en la capacidad de captar fondos
- Figura 2.2. Organización de las firmas de capital riesgo
- Figura 2.3. Participantes en la captación de fondos
- Figura 2.4. Factores que impulsan la creación de un nuevo fondo
- Figura 2.5. Distribuciones a los inversores según año de creación del fondo (vintage year)
- Figura 2.6. Capitalización de los fondos según año de creación del fondo (*vintage year*)



- Figura 2.7. Dispersión de los rendimientos de los fondos
- Figura 2.8. La comparación entre cuartiles y el mercado bursátil
- Figura 2.9. Captación de fondos y rendimientos en la industria de capital riesgo
- Figura 2.10. Obtención de flujos de caja en los fondos

Cuadros

- Cuadro 2.1. Organización y participantes en el proceso de captación de fondos
- Cuadro 2.2. Expectativas respecto al peso de los distintos proveedores de fondos
- Cuadro 2.3. Rendimientos comparados
- Cuadro 2.4. Rendimientos a 31 de diciembre de 2003
- Cuadro 2.5. Revisión de expectativas de rendimientos (% respuestas)
- Cuadro 2.6. Riesgo y rendimiento de la inversión en capital riesgo

2.5. Bibliografía

- Bance, A., 2001, "How to invest in Private Equity, An *EVCA* Investor Relations Committee Paper", EVCA, Zaventem.
- Bottazi, L., Da Rin M. and Hellmann T., 2004, "The changing face of European venture capital industry: facts and analysis", *Journal of Private Equity* Vol. 8 (1).
- Burgel, O., 2000, "UK venture capital and private equity as an asset class for institutional investors", *Bristish Venture Capital Association*, Londres.
- Comisión Europea, 2002, "Cuadro de Indicadores de la Comisión", *Documento de trabajo de los servicios de la Comisión*, SEC (2002) 1349, Bruselas.
- Ernst and Young, 2004,"Annual Venture Capital Insights Report", *Year in Review and Outlook* 2004.
- Coduras, A., López-García, P., Justo R. y de la Vega, I., (2004b), "Global Entrepreneurship Monitor".
- Informe ejecutivo 2003 España, Instituto de Empresa, Madrid.
- Global Insight, 2004, "Venture impact 2004: Venture capital benefits to the U.S. economy", *National Venture Capital Association*, Arlington.
- Gompers, P., 1995, Optimal investment, monitoring and staging of venture capital, *Journal of finance*, Vol 50 (5), pp. 1461-1689.
- Gompers, P., Lerner, J. Blair M. and Hellmann T., 1998, "What drives venture capital fundraising", *Brookings papers on economic activity. Microeconomics*, Vol. 1998, pp. 149-204.
- Gompers, P. and Lerner, J., 2000, "Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations", *Journal of Financial Economics*, 55, pp. 281-325.

LA CAPTACIÓN DE FONDOS (1): UNA PERSPECTIVA INSTITUCIONAL



- JP Morgan Fleming, 2003, "European alternative investment strategies survey 2003", JPMorgan Fleming Asset Management, Londres.
- Leleux, B. and Surlemont B., 2003, "Public versus private venture capital, seeding or crowding out? A pan-European analysis", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 81-104.
- Mainprize, B., Hindle, K., Smith, B. and Mitchell, R., 2003, "Caprice versus standarisation in venture capital decision making", *Journal of Private Equity*, Vol. 4, pp. 15-25.
- Marco, J. A., 2002, "Winning strategies for private equity in Spain: Learning from the US", disponible en *www.webcapitalriesgo.com*.
- Meyer, T. and Weidig, T., 2004, "Modelling venture capital funds", *European Investment Fund*, Luxembourg.
- Modigliani F. and Perotti E., "Security markets versus bank finance: legal enforcement and investors' protection", *International Review of Finance*, Vol. 1 (2), pp.81-96.
- Murray, G., 1999, "Early stage venture capital fund, scale economies and public support", *Venture Capital Journal*, Vol. (4), pp. 351-384.
- Reynolds, P., Bygrave, W. D., Autio, E., 2004, *Global Entrepreneurship Monitor* 2003, Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Romain, A. and van Pottelsberghe, 2004, "The determinants of venture capital activity: additional evidence", *Series 1: Studies of the Economic Research Centre*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.
- Schertler, A., 2003, "A comparative overview of venture capital in Europe and the United States", *International Journal of Entrepreneurship Education*, Vol. (1) 4, pp. 1-25.
- Schmidth, D. and Wahremburg, M., 2003, "Contractual relations between Europen VC funds and investors: The impact of reputation and bargaining power in contractual design", *CSF Working Paper*, Number 2003/15.
- Sheperd, D., Zacharakis, A. and Baron, R., 2003, "VCs decision processes: evidence suggesting that more experience may not always be better", *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 381-401.
- Weidig, T. and Mathonet, P.Y, 2004, "The risk profile of private equity", *European Investment Fund*, Luxembourg.



1. EL MERCADO Y LA ACTIVIDAD DE CAPITAL RIESGO

1.1. Los rasgos básicos de la actividad del capital riesgo

La inversión en *private equity* ha experimentado un crecimiento espectacular en Europa en las últimas dos décadas, pasando de una inversión anual de 3.000 millones de € en 1980 a 29.000 millones de € en 2003. La evolución del volumen de los fondos que las compañías, bancos, fondos de pensiones y otras instituciones han depositado en este tipo de inversiones ha sido incluso más espectacular. Así pues, no es de extrañar la creciente atención que el capital inversión, más conocido como *private equity*, ha recibido por parte de la prensa económica, los directivos de las principales compañías y los agentes públicos. A pesar de esta atención, el desconocimiento del mercado, la forma en la que opera y los implicados en este proceso es aún notorio.

A menudo, la percepción del conjunto de la actividad del mercado se reduce a la simple toma de participaciones en compañías con potencial de crecimiento por parte de un fondo de capital riesgo, es decir, sólo se conoce la actividad "formal" o institucional del mercado. Esta representación parcial, aunque cierta, deja a un lado el papel que juegan otros inversores en empresas jóvenes: por ejemplo, los *business angels* (inversores privados informales) o las grandes compañías y corporaciones que invierten en este mercado a través de la creación de sus propios fondos (actividad conocida como *corporate venture capital*). Además, esta visión sesgada desatiende también aspectos clave del proceso inversor, como la captación de fondos y la aportación de valor (no financiero) a las compañías participadas. En definitiva, la actividad del mercado de capital riesgo es un proceso complejo, con múltiples etapas, y en el que participan varios tipos de inversores, no sólo fondos de capital riesgo. Por todo ello es útil analizar sus componentes para entender mejor su funcionamiento.

En primer lugar, el proceso de captación, la procedencia y el volumen de los fondos captados son factores clave del desarrollo de la actividad inversora y del mercado de capital riesgo. Sin embargo, recibe una atención marginal y es relativamente poco conocido fuera de los círculos de los propios profesionales. En segundo lugar, y como se ha apuntado, los equipos inversores en capital inversión y los *business angels* no son meros intermediarios y juegan un



papel activo en las compañías en la que participan. Por ello, el proceso completo de inversión es largo e intenso, y requiere la combinación de diferentes capacidades para seleccionar, evaluar y negociar la participación para aportar valor a la empresa participada y para desinvertir con éxito.

Por otra parte, el emprendedor o el equipo directivo de la empresa receptora tienen un papel igualmente activo en todas las fases del proceso inversor: elaborar una estrategia para conseguir el capital necesario para definir su producto, iniciar la comercialización, acometer planes de expansión, realizar profundas reestructuraciones, o comenzar una nueva andadura con la presencia de un nuevo equipo directivo o propietarios. Este capítulo tratará de reflejar, a modo de introducción, las relaciones entre los principales agentes del mercado y el funcionamiento de la industria de capital riesgo y expondrá también la relevancia económica de esta actividad inversora.

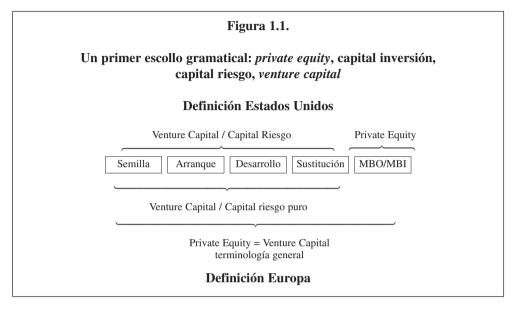
1.1.1. El concepto de capital riesgo

La actividad inversora en capital riesgo (también denominada capital inversión¹ o *private equity*) comprende desde la inversión en empresas de reciente creación hasta compañías próximas a su salida a bolsa. El abanico de riesgo que se observa en las distintas clases de operaciones es también amplio: varía desde la incertidumbre ligada a la inversión en capital semilla hasta la relativa garantía que ofrecen las operaciones de compra apalancada. Según la Asociación Europea de Capital Riesgo (*European Venture Capital Association*, EVCA), el capital inversión, o *private equity*, se define como la inversión en compañías no cotizadas a través de un proceso de negociación.

Desde un principio es necesario precisar las diferencias entre los dos tipos de inversión que engloba el *private equity*, que distingue entre operaciones de capital riesgo puro, o *venture capital*, y compras apalancadas, o *MBOs* y *MBIs* (*Management Buy-Out* y *Management Buy-In* respectivamente). En España y Europa los términos *venture capital* o capital riesgo se usan a menudo como sinónimos de *private equity*. Sin embargo, en los Estados Unidos se consideran dos segmentos de actividad diferentes. Para evitar confusiones en las estadísticas disponibles hay que tener en cuenta que el *venture capital* estadounidense siempre excluye las compras apalancadas.

¹ Acepción generalmente usada por José Martí Pellón. Ver estadísticas anuales recogidas por José Martín Pellón para los años 1999 y siguientes en "El informe del capital riesgo en España", ASCRI, Madrid.





Existen claras diferencias entre los dos tipos de inversión: por ejemplo, el tipo de compañías participadas, los proveedores de fondo para cada actividad, el rendimiento de las inversiones y la forma en la que se desarrolla la actividad. Las principales diferencias entre una y otra actividad aparecen resumidas en el Cuadro 1.1.

Cuadro 1.1. DIFERENCIAS ENTRE LOS PRINCIPALES SEGMENTOS DE ACTIVIDAD

Capital Riesgo	Buy-outs	
Gestión del crecimiento	Gestión de los flujos de caja	
Apoyo al emprendedor	Apoyo a directivos expertos	
Tecnología innovadora	Sectores tradicionales o establecidos	
Due diligence financiera limitada	Due diligence financiera amplia	
Inversión minoritaria	Reestructuración financiera	
Desinversión incierta	Desinversión clara	
Alto riesgo	Riesgo limitado	



Dentro de la acepción global de la actividad de capital riesgo hay que distinguir entre las operaciones en fases tempranas (*early stage*), como la financiación concepto, semilla y *start-up*, y las operaciones en fases más avanzadas (*late stage*), como capital de sustitución o para la expansión y desarrollo.

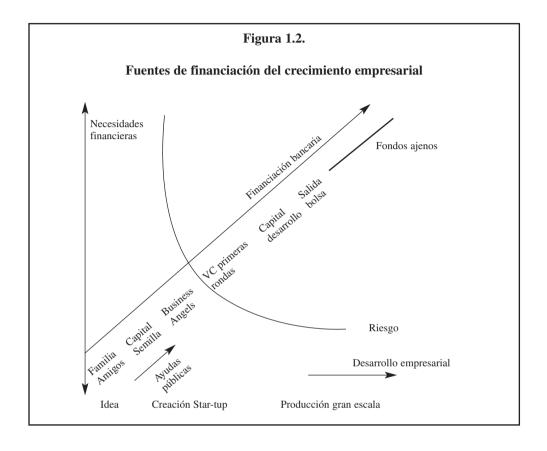
Desde el punto de vista de los inversores, o proveedores de fondos, las principales características que separan la inversión en *private equity* de otras clases de activos mobiliarios (como la inversión en renta fija o variable) son, por un lado, el alto riesgo, matizado en el caso de las compras apalancadas, y, por otro, la escasa liquidez de la industria. En contrapartida, el principal atractivo de este activo es su alto rendimiento y la posibilidad de diversificación dentro de una cartera global.

1.1.2. La relevancia económica del capital riesgo

Las principales fuentes de financiación a las que puede recurrir una empresa son el sistema crediticio, el mercado de valores, los mercados monetarios y las fuentes propias. Cada una de estas fuentes se combinaría en proporciones adecuadas en función de la etapa de desarrollo empresarial. Este esquema es cierto para las compañías largamente establecidas y para aquellas que cotizan en bolsa. ¿Pero qué ocurre con las nuevas iniciativas?

Para las compañías en etapas iniciales obtener financiación puede resultar un proceso largo y con alta probabilidad de terminar en fracaso. Sus dificultades para encontrar financiación se derivan del riesgo y la incertidumbre inherente de este tipo de operaciones. La obtención de financiación bancaria resulta difícil debido a que las empresas jóvenes aún no han acumulado suficientes activos que puedan presentar como garantía. Sus principales activos son intangibles, por ejemplo, el capital humano que acumulan, en particular las compañías tecnológicas. Por otra parte, la capacidad de autofinanciación de estas compañías es limitada o nula, ya que las ventas aún no representan una fuente de ingresos importante. Tampoco cuentan con una cartera de productos en diferentes fases, que permitan abastecer las necesidades de fondos de los productos nuevos a partir de otros productos más maduros y ya comercializados.





La inversión privada de fuentes externas es, por lo tanto, determinante en el crecimiento de las empresas jóvenes e innovadoras, así como también la creatividad y habilidad necesarias para utilizar otras alternativas existentes como el conocido *bootstrapping* (compartir determinada maquinaria, alquilar instalaciones propias para otros usos, etc.). La combinación de estas dos opciones se erige como la única solución al alcance de las empresas jóvenes.

La importancia de la industria de capital riesgo para la sociedad está documentada, tanto la del capital riesgo al estilo puro como la de las operaciones apalancadas. En Estados Unidos, un estudio² publicado por la Asociación

² DRI-WEFA (2001): The Economic Impact of the Venture Capital Industry on the US Economy, patrocinado por la NVCA y disponible en www.nvca.org.

EL CICLO DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA: SU GESTIÓN Y APORTACIÓN DE VALOR



Americana de Capital Riesgo (*Nacional Venture Capital Association*, NVCA) señala la escala y el impacto económico de treinta años de capital riesgo:

- compañías fundadas: 16.278 en los 50 estados;
- capital invertido: \$273.300 millones (más de la mitad entre 1995-2000);
- creación de empleo de las compañías participadas: 7.6 millones de personas, es decir, el 5,9% del empleo estadounidense;
- creación de riqueza: 13,1% del PIB anual.

Además de estos beneficios, dicho estudio demostró que las compañías participadas facturaban el doble, pagaban tres veces más impuestos, exportaban el doble e invertían tres veces más en I+D que la media de las compañías estadounidenses no participadas por capital riesgo.

En Europa, otro estudio³ llevado a cabo por la Asociación de Capital Riesgo Europea (EVCA) alcanzó conclusiones similares. Incluso, en una actualización de dicho estudio⁴, el 95% de los emprendedores y directivos que recibieron inversión de capital riesgo afirman que, de no haber sido así, su empresa no seguiría existiendo.

Aunque el capital riesgo no es una actividad nueva —especialmente en los Estados Unidos, donde los primeros fondos datan de 1970— su crecimiento durante los últimos años, tanto en la vertiente de capital riesgo puro como de las operaciones de adquisiciones apalancadas, ha sido espectacular en todos los países europeos y Estados Unidos. La presencia de capital riesgo ha potenciado el nacimiento y crecimiento de sectores industriales esenciales en la economía actual, como es el caso de la aparición de los ordenadores personales en los años ochenta, los avances en biotecnología o la eclosión de Internet (aunque ésta última tiene una doble lectura y connotaciones negativas para la industria).

A parte de los fondos de capital riesgo existe otro tipo de inversores, los inversores privados de riesgo, conocidos como *business angels*. Estos inversores

³ The Economic Impact of Venture Capital, disponible en www.evca.com

⁴ Survey of the Economic Impact of Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity, disponible en www.evca.com.



toman participaciones por un valor entorno a 50.000-500.000 €, la aportación de cada inversor individual se sitúa habitualmente entre 50.000-100.000 €, y además, los business angels prestan su experiencia, conocimiento y contactos a las compañías en las que participan. El proceso de inversión de un business angel es similar al de los otros operadores de capital riesgo aunque con variantes muy importantes que permiten su cercanía a las empresas en sus edades más tempranas. En primer lugar, los inversores privados informales no están maniatados por ninguna relación contractual con proveedores de fondos, sino que invierten sus propios fondos y, por lo tanto, llevan a cabo procesos de selección y análisis de inversiones más arbitrarios y menos rígidos que los operadores de capital riesgo. En segundo lugar, los potenciales conflictos de intereses entre el inversor y el emprendedor son mucho más reducidos, ya que el inversor se involucra en la gestión quasi-diaria de la empresa y dedica entre 10 y 20 horas mensuales a la empresa participada, permaneciendo muy cercano al equipo emprendedor. El participar en la gestión de la empresa les permite reducir la percepción del riesgo de la empresa. Y por último, al no estar constreñidos por una duración limitada de la inversión, son inversores más pacientes, que pueden esperar periodos más largos hasta su desvinculación de la empresa por la entrada de otros socios, la venta de su participación a los emprendedores o la venta de la empresa.

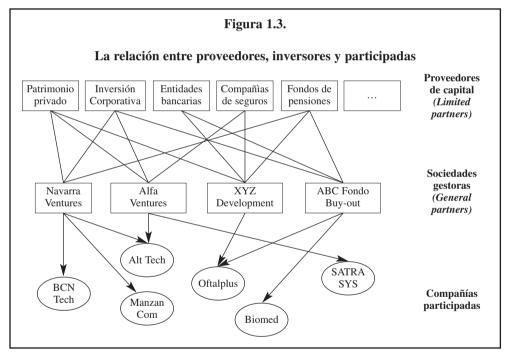
1.1.3. Organización de la actividad

En España, la actividad de inversión en capital riesgo se realiza a través de distintos tipos de estructuras, bien sean nacionales o internacionales. Entre las nacionales, se distinguen los *fondos de capital riesgo* –patrimonios gestionados por una Sociedad Gestora de Capital Riesgo— o las *sociedades de capital riesgo*, es decir, sociedades anónimas en sí mismas. Entre las internacionales, se pueden encontrar las distintas estructuras existentes en otros países, ya que con frecuencia la inversión privada se canaliza a través de sociedades o fondos al margen del marco legal español de la actividad de capital riesgo. Los inversores y gestores se decantan por una u otra fórmula según los beneficios fiscales y legales que proporcionen.

Independientemente del instrumento legal utilizado y predominante en cada entorno, las relaciones entre los inversores, gestores y compañías participadas son comunes en los diferentes mercados.



La industria de capital riesgo ofrece una estructura particular, dominada por las interrelaciones entre los proveedores de fondos, los gestores de dichos fondos y las compañías participadas. La relación entre los proveedores de fondos y los gestores de dichos fondos está generalmente regulada mediante un contrato, conocido como de asociación, en el que se especifican los derechos y obligaciones de cada parte y se anticipa la aparición y solución de posibles conflictos. La relación entre las compañías participadas y el fondo y sus gestores es específica y negociada para cada operación de inversión. En ambas relaciones, las partes se aseguran mecanismos de control y seguimiento que conforman el marco de actividad de este particular mercado de inversión.



Fuente: Elaboración propia.

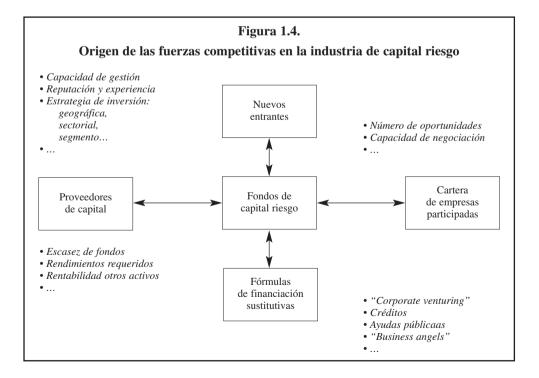
1.1.4. Fuerzas competitivas

La industria de capital riesgo, como cualquier otra, se rige por el movimiento de la oferta y la demanda, estando la oferta compuesta por los inversores institucionales, y la demanda por las compañías que solicitan la entrada de inver-



sores externos en los fondos propios con diversas finalidades y objetivos. Las acciones de los diferentes participantes en el mercado desencadenan presiones competitivas. De esta forma, un incremento de la competencia en el mercado de *private equity* puede venir dado por la escasez de oportunidades de inversión, lo que hará que los gestores de fondos persigan dichas oportunidades intensamente. Igualmente, cuanto mayor es la profesionalización de la industria, más patente queda la necesidad de las compañías por diferenciar su estrategia de inversión. Una de las partes más relevantes de la posición de un fondo frente a sus competidores es el factor humano, es decir, la reputación, capacidad y experiencia del equipo gestor es clave para captar fondos.

De la misma manera, la industria tiene un marcado carácter cíclico que afecta profundamente al desarrollo de su actividad. La obtención de rendimientos bajos en periodos recientes hará que los proveedores de capital se decanten por la inversión de sus fondos en otro tipo de activos y se reduzca el número de inversores interesados en *private equity*. De esta forma aumenta el grado de competencia entre los operadores para captar fondos en determinadas fases del ciclo (ver Figura 1.4).



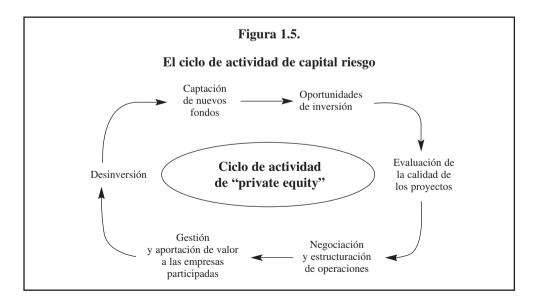


1.1.5. El proceso de inversión

La actividad inversora en *private equity* se puede dividir en diferentes etapas claramente identificables y en las que el gestor interactúa con distintos interlocutores.

El ciclo de inversión en *private equity* comienza con la captación de fondos para invertir y la constitución legal de dicha estructura inversora. A continuación, y apoyados en la estrategia inversora, los gestores del fondo comienzan el proceso de identificación y selección de oportunidades de inversión. Una vez que el fondo ha concretado su intención de invertir en una empresa tienen lugar las negociaciones y el proceso de *due diligence*, en el que participan otros expertos como asesores legales, fiscales o auditores.

El ciclo de inversión no termina con la firma del acuerdo de socios, sino que es el inicio de una importante actividad de seguimiento y de aportación de valor a la empresa participada. Finalmente, el fondo buscará su salida de la empresa para materializar los rendimientos obtenidos y revertir el flujo de fondos hacia los proveedores. Con estos rendimientos como carta de presentación, el gestor buscará nuevos fondos para comenzar el ciclo de actividad nuevamente.





En una gran parte, la inversión en capital riesgo se efectúa a través de *fondos de capital riesgo* que captan, a su vez, fondos que provienen de inversores institucionales –como grandes compañías, fondos de pensiones, bancos, instituciones financieras, universidades—, y también del sector público y patrimonios individuales. Evidentemente, esta participación se realiza ante la expectativa de unos determinados rendimientos sobre el capital comprometido en el fondo. Los acuerdos se materializa en acciones ordinarias, acciones preferentes, acciones preferentes convertibles u obligaciones convertibles, créditos y empréstitos. Como hemos señalado, la inversión en *private equity* también incluye las operaciones de *buyout* o compra de empresas en las que la deuda es un componente sustancial. El fondo de capital riesgo, a su vez, obtiene dichos rendimientos a través de su inversión en compañías, en las que participa de forma minoritaria y en las que no implica ni exige, en general, la cesión del control de la empresa al fondo.

El inversor espera recuperar su inversión a lo largo de la vida del fondo, que suele ser entre siete y diez años, aunque individualmente las inversiones permanecen en cartera menos tiempo. Los rendimientos se materializan generalmente a través de la venta de la empresa o su salida a bolsa, volviendo a empezar el ciclo con la captación de capital para constituir nuevos fondos.

La razón por la que un inversor institucional, o individual, colocaría su patrimonio en este tipo de "activos" es la expectativa de retornos superiores. Tales expectativas se asocian a su potencial de crecimiento o al efecto apalancamiento, así como a la capacidad de las entidades de capital riesgo de asesorar, prestar apoyo técnico, facilitar el acercamiento de potenciales clientes, socios comerciales y financieros, y aportar valor a la gestión de estas compañías. Igualmente, la selección de las compañías en las que una entidad de capital riesgo invierte se lleva a cabo tras un meticuloso análisis de su equipo directivo, de su plan de negocio y de sus capacidades y posibilidades de desinversión.

Tras los años de actividad espectacular, durante los cuales muchos inversores creyeron que una nueva tecnología suponía la capacidad de obtener retornos espectaculares de forma continuada, ha seguido un período en el que los proveedores de fondos y los mercados han aplicado un fuerte correctivo al desarrollo de la actividad inversora en capital riesgo. Muchos expertos consideran que el correctivo en los mercados han sido excesivo. En cualquier caso, el ajuste en el



mercado ha llevado a muchos inversores a inclinarse por segmentos de inversión menos arriesgados, como, por ejemplo, las adquisiciones apalancadas o *buyouts*, en detrimento de otros sectores más afectados por la burbuja tecnológica.

Según la propia industria, el periodo de ajuste entre los años 2000 y 2002 ha propiciado profundos cambios en determinados aspectos, tales como una selección cuidadosa de los inversores por parte de los proveedores de fondos, la demanda de una mayor transparencia que permita evaluar los resultados o la exigencia de gestores con mayor experiencia y de equipo que permitan la aportación de valor a las compañías participadas.

1.2. La industria actual: Datos básicos en distintos mercados

Durante los años noventa, la industria mundial de inversión en capital riesgo (en el concepto amplio que incluye compras apalancadas) observó un crecimiento extraordinario, tanto en Estados Unidos como en Europa. En ambos mercados, las cantidades invertidas y los fondos captados se multiplicaron de forma astronómica. Las notables plusvalías obtenidas durante la década animaron a los inversores a colocar en capital riesgo sumas ingentes en los últimos años de la década, proporcionando a los equipos gestores de fondos enormes sumas de dinero para invertir en compañías.

Desde el año 1995 al 2000 la captación de fondos en los Estados Unidos se multiplicó por 80, alcanzando la cifra record de algo más de \$190.000 millones captados para la inversión en capital riesgo (*private equity*) en el año 2000. En términos globales, este florecimiento de la industria se vivió de forma pareja en los países europeos durante el mismo período. En Europa, la captación de fondos y la inversión se multiplicaron por 12 y por 7, alcanzando cifras de 48.000 millones de € y casi 35.000 millones de €, respectivamente.

A pesar de tendencia paralela mencionada anteriormente, se pueden observar diferencias, por un lado, entre Estados Unidos y Europa, y por otro, entre los propios países europeos, con la particularidad de que la similitud entre algunos países europeos y el mercado estadounidense es mayor de lo que se podría pensar.

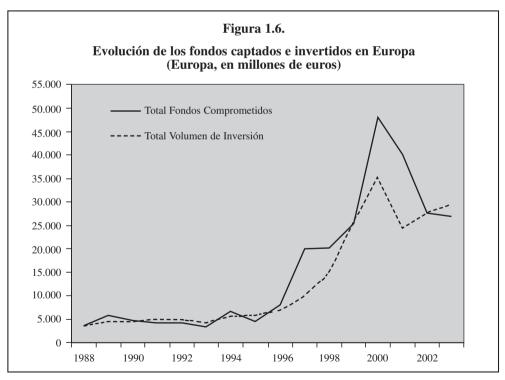
Los siguientes apartados se centrarán en ofrecer una visión global del estado actual, de la evolución, y de la realidad de los distintos mercados a través de elementos clave, entre otros, el volumen y el origen de los fondos captados, el



destino al que se dirige la inversión, o la emergencia de ciertos rasgos de globalización de la actividad.

1.2.1. Tamaño de la industria de capital riesgo

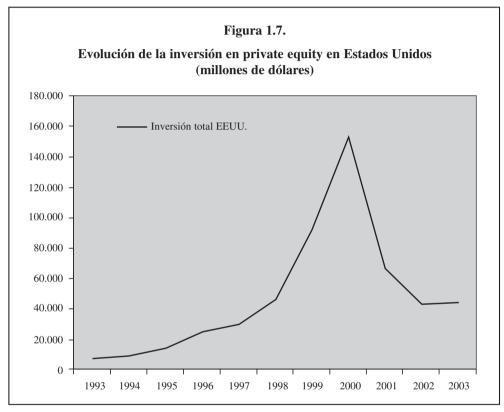
La inversión en el mercado de *private equity* es una alternativa cada vez más sólida para los inversores institucionales. Prueba de ello es la evolución de la captación de fondos por parte de los operadores de capital riesgo, que ha tenido un crecimiento imparable durante los últimos ocho-diez años. En condiciones normales, la cifra de fondos captados es similar a la de fondos invertidos, aunque puede haber cierto desfase temporal entre ambas, y en condiciones anodinas la evolución y situación de dichas magnitudes puede ser dispar, por ejemplo, el periodo correspondiente al auge tecnológico en los años 1999 y 2000. En los últimos años las cifras de inversión y captación de fondos han evolucionado de forma más pareja, lográndose una reducción notable de este exceso de fondos (conocido en inglés como "*capital overhang*").



Fuente: EVCA.



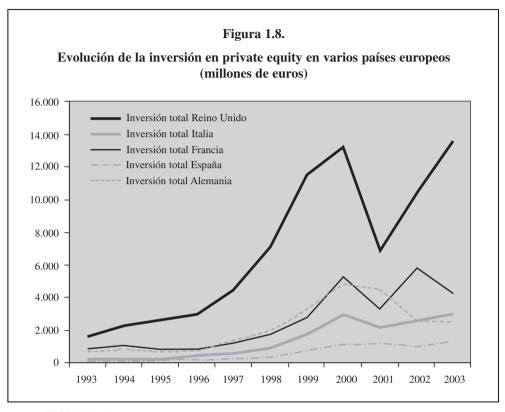
El grado de desarrollo y el tamaño de los distintos mercados son desiguales, estando dominados por Estados Unidos (ver Figura 1.7).



Fuente: NVCA.

Dentro de Europa, el Reino Unido representa una buena parte de la inversión conjunta (ver Figura 1.8). Los países del contexto europeo en los que más rápidamente despegó la inversión han sido el Reino Unido, Alemania y Francia, mientras que en España o Italia el desarrollo ha sido más tardío y su peso económico es menor.





Fuente: EVCA Yearbook.

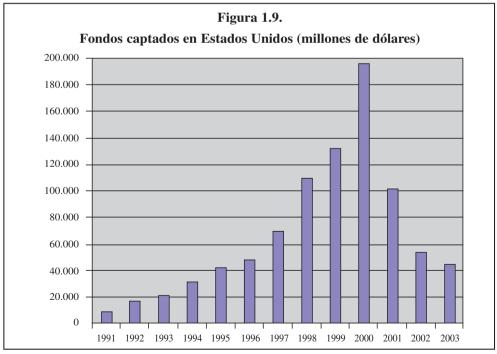
Si bien por el efecto de aprendizaje el proceso de inversión es similar entre todos los operadores de los diferentes países, no ocurre lo mismo en el desarrollo de los diferentes mercados en términos globales. La actividad inversora se ha realizado auspiciada por los procedimientos estandarizados ya existentes en los mercados más avanzados Sin embargo, existen factores institucionales que afectan al desarrollo de los mercados nacionales, como pueden ser la legislación o los aspectos fiscales y administrativos o la debilidad o inexistencia de mercados de valores adecuados a las necesidades y requisitos de las empresas jóvenes e innovadoras. Todo ello dificulta la salida de los inversores y, por tanto, frena las expectativas inversoras. En este contexto, los aspectos culturales juegan un papel decisivo en el relativo retraso de determinados mercados europeos.



1.2.2. Captación de fondos

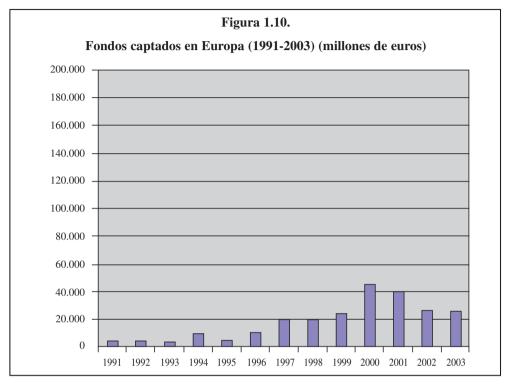
Los crecimientos más fuertes en Estados Unidos se dieron en la captación de fondos para capital riesgo puro (es decir, excluyendo compras apalancadas): en los años 1998, 1999 y 2000 se doblaban consecutivamente los volúmenes de capital captado, alcanzando en el 2000 el volumen de fondos comprometidos más alto de la historia. Concretamente, en el año 2000 se captaron más de \$105.200 millones para la inversión en capital riesgo puro y casi \$84.000 millones dirigidos al segmento de compras apalancadas. En conjunto, estas cantidades representan más del doble de lo que a finales del año 2003 suponía el total de los fondos captados a nivel mundial.

El volumen de fondos comprometidos durante el 2003 en la industria de *Private Equity* de Estados Unidos ha sido aproximadamente de \$45.000 millones, confirmándose la tendencia decreciente que se viene dando a lo largo de los últimos cuatro años. Esto supone una reducción del 11% respecto al 2002 y las cifras se sitúan al mismo nivel que hace diez años.



Fuente: NVCA.





Fuente: EVCA.

En Europa, la actividad en esta industria también sufrió un crecimiento considerable. En el año 1996 se comprometieron casi 8.000 millones de €. Un año más tarde se captaron más de 20.000 millones de €. No obstante, el salto más importante se produjo en el año 2000, donde se comprometieron unos 48.000 millones de €, casi el doble del año anterior. Asimismo, el nivel de actividad en Europa, a pesar de ser también decreciente, ha disminuido en menor medida que en Estados Unidos, situándose el volumen de fondos comprometidos entorno a los 27.000 millones de €, una cifra muy parecida a la del año 2002, y una inversión que en 2003 superó la financiación en aproximadamente 2.000 millones de €.

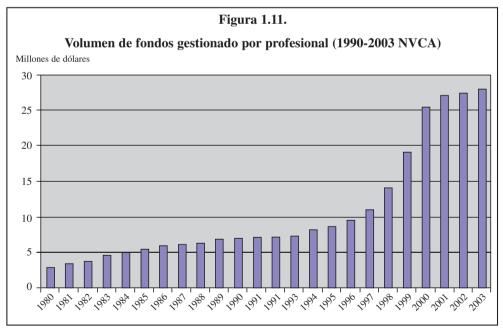
El ciclo de crecimiento y decrecimiento de la captación de fondos en el mercado se reflejó en el aumento del número de equipos inversores y de profesionales de la industria. Por ejemplo, en Estados Unidos, el número de profesionales pasó de 3.794 gestores profesionales en 1990 a 8313 en el año 2000, el punto más álgido de la industria. Estas cifras deben valorarse (y relativizarse convenientemente)



teniendo en cuanta también un hecho importante: el volumen de fondos a gestionar por cada miembro de un equipo de inversión se multiplicó varias veces.

En Europa, a finales del año 1995 (primer año para el que existen cifras de EVCA), el número de profesionales ascendía a 2.714 y se multiplicó hasta 4.732 en el año 2000 (EVCA). A pesar del cambio de tendencia en la captación de fondos acontecido en el año 2000, el número de profesionales sigue creciendo de forma incluso más rápida y asciende a 6.271 a finales del año 2003.

La relación entre el volumen de fondos captados y el número de profesionales en el sector se incrementa si se tiene en cuenta que, del total de fondos captados entre 1993 y 2003 (algo más de \$1.200 millones), un 25% de éstos han sido captados por el 1% de las gestoras, la mayoría de las cuales son de origen estadounidense. Según el volumen de fondos gestionados, de las 20 sociedades gestoras de fondos más grandes a nivel mundial, las 9 primeras son estadounidenses, y gestionan \$170.000 de los \$281.500 millones de dólares⁵.



Fuente: NVCA.

⁵ SCM Strategic Capital Management AG y SCFB, Julio 2004.



Una diferencia importante entre Estados Unidos y Europa es el destino de los fondos captados. En los Estados Unidos, una gran parte de los fondos se captan para su inversión en capital riesgo puro, mientras que en Europa, la relevancia de éste frente al segmento de operaciones de compra apalancada es mucho menor. Esto se explica por los rendimientos inferiores que genera la inversión en capital riesgo puro en Europa. En la parte de este capítulo dedicada a la inversión se expondrán con detalle estas diferencias.

1.2.3. Origen de los fondos captados

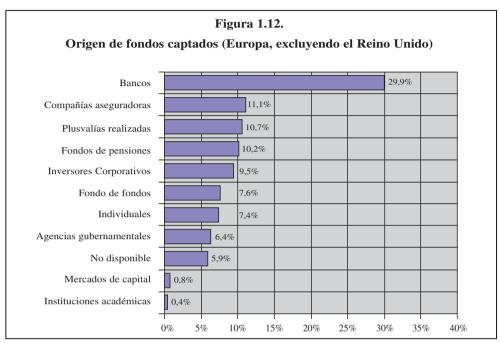
Entre los proveedores de capital se encuentran diversos tipos de organizaciones: familias y/o empresas familiares, grandes compañías, instituciones bancarias, fondos de pensiones, organismos públicos o agencias gubernamentales, universidades, y también particulares con un gran patrimonio. Los principales proveedores de fondos en Europa son las instituciones bancarias, seguidas de los fondos de pensiones y los fondos de fondos. Al contrario que en los Estados Unidos, en los mercados europeos (a excepción del Reino Unido) los fondos de pensiones no tienen un peso muy importante. Determinados elementos de esta composición parecen haber variado sustancialmente en los últimos años, como el incremento de la presencia de los fondos de fondos, que alcanza actualmente el 14%.

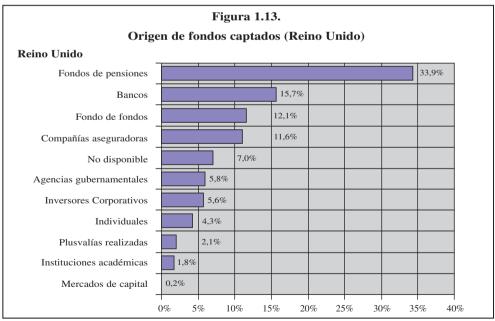
En el conjunto de los países europeos, a excepción del Reino Unido, los principales inversores del mercado europeo se enmarcan dentro del sector bancario (ver Figuras 1.12. y 1.13.). Sin embargo, el peso del mercado anglosajón dentro del conjunto europeo es tan grande que permite a los fondos de pensiones mantener una posición privilegiada como proveedores de fondos.

Otro mercado peculiar en este sentido es el mercado holandés, en el que, debido al gran número de fondos cautivos —tanto de bancos como de grandes corporaciones o aseguradoras—, el peso de los diferentes proveedores varía notablemente en cada ejercicio. La inversión de bancos, que representó el 33% en 2003, 71,3% en 2002 y 2,4% en 2001 es un ejemplo de ello. En el resto de los principales mercados europeos las proporciones que corresponden a los distintos proveedores se han mantenido relativamente estables durante los últimos años.

⁶ BVCA (British Venture Capital Association) Annual Report 2003.



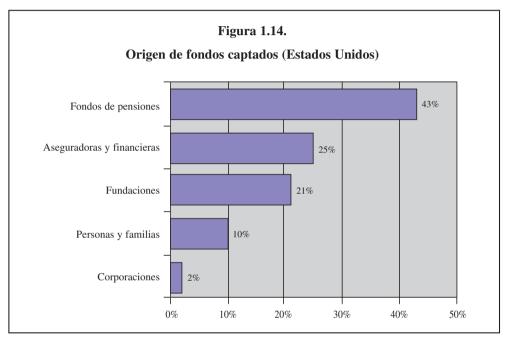




Fuente: EVCA.



Uno de los rasgos más significativos del mercado estadounidense es la fuerte presencia de fondos de pensiones y de fondos de fondos. Ambos inversores han ganado paulatinamente importancia en la evolución de la industria.



Fuente: NVCA.

Posiblemente, la menor implicación de los fondos de pensiones en el mercado europeo de capital riesgo sea justificable en base a diferentes causas:

- retardo en la adaptación de un marco regulativo que facilite la participación de este tipo de instituciones;
- mentalidad más conservadora entre las instituciones europeas;
- menor volumen de activos gestionados por los fondos de pensiones privados europeos.

Ciertamente, la industria estadounidense ha tenido un desarrollo más precoz que la europea y, por tanto, el marco regulativo se ha ido flexibilizando de forma gradual. En este sentido, la mayor participación de los fondos de pensiones



europeos es puramente una cuestión de tiempo, ya que los distintos gobiernos nacionales europeos han promovido y promueven avances en este sentido.

Hace treinta años, los inversores individuales eran los mayores proveedores de capital de la industria de capital riesgo estadounidense, ya que antes de 1979, los fondos de pensiones estaban muy limitados por la llamada ley "prudent man" (hombre prudente –término acuñado en la regulación "Employee Retirement Income Security Act, ERISA—. Esta regulación limitaba la inversión en activos de alto riesgo a los fondos de pensiones estadounidenses. Después de esta fecha hubo un cambio que permitió a los gestores de esos fondos invertir más del 10% de los activos de los fondos de pensiones en inversiones de alto riesgo (claramente el caso del capital riesgo). De esta manera, los fondos captados provenientes de fondos de pensiones crecieron de una manera espectacular durante los años siguientes a dicha flexibilización, multiplicando su importancia en los años posteriores a 1979.

El problema principal en Europa, más que una prohibición gubernamental a la inversión en estos activos por parte de éste tipo de fondos, reside entorno a las estrictas regulaciones fiscales y legales a las que están sometidos los fondos de pensiones, que desincentivan su participación en la industria.

A pesar de ello la industria europea permanece optimista respecto a la futura participación de los fondos de pensiones...

"la adopción de la directiva europea de pensiones, subraya la necesidad de reforzar el sistema de jubilaciones europeo, animando a los fondos de pensiones a que diversifiquen su inversión en activos a través del mercado de capital riesgo".

Jean Bertrand Schmidt, ex Presidente de la EVCA

Un segundo componente de la escasa presencia de los fondos de pensiones es generalizable al conjunto de los potenciales inversores europeos. Un gran número de estos inversores potenciales en capital riesgo aún no tienen experiencia en la participación en este mercado y consideran excesivo el riesgo asociado a la inversión en capital riesgo. La inversión en capital riesgo no se percibe todavía como semejante a la inversión de otro tipo cualquiera de activo, tal y como puede ser la inversión en renta fija y variable. Sin embargo,



poco a poco, y a medida que los inversores comprueban los resultados y el verdadero riesgo asociado a la inversión, se involucran más en el mercado...

"debido a que los inversores institucionales se van encontrando cada vez mas cómodos con estos activos y están siendo cada vez más conscientes del papel estratégico de estas inversiones en una cartera bien diversificada, se espera en Europa un crecimiento del Private Equity y del Venture Capital... se espera una entrada en el mercado de nuevos inversores, particularmente de fondos de pensiones".

Herman Daems, Presidente de EVCA, Conferencia anual EVCA, Berlín 2004

Otro de los factores a tener en cuenta es que, en los modelos tradicionales de bienestar social, los fondos de pensiones privados han jugado un papel menor. La inversión de los fondos de pensiones privados en la economía americana asciende a 5.600 millones de euros, mientras que la global europea a 1.800 millones de euros (cifras 2002) (OECD 2004).

Tal y como se observa en la Figura 1.15 la captación de fondos en los mercados europeos está fuertemente condicionada por la participación de las instituciones bancarias. En España por ejemplo, el peso de los bancos y las cajas de ahorro asciende al 45% del total de fondos captados. También es el caso de Holanda, donde existe un gran número de sociedades de capital riesgo cautivas, dependientes de instituciones bancarias.

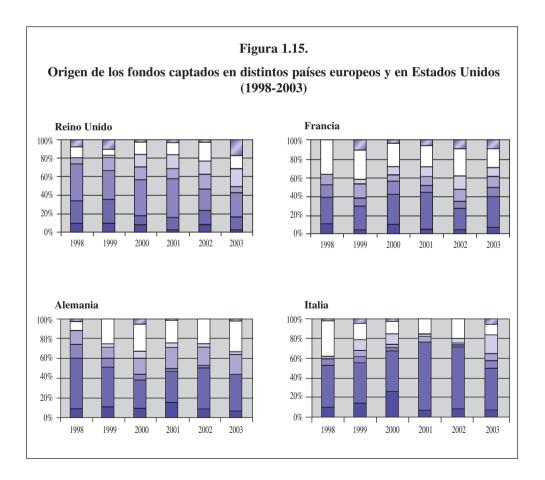
El papel de los fondos de fondos en el mercado europeo también es relativamente menor que en los Estados Unidos. Si consideramos la erupción de fondos de fondos una clase de "intermediación" su menor presencia se puede achacar parcialmente al desarrollo más tardío de los mercados en los diferentes países europeos. De todos modos, cabe esperar un mayor crecimiento en un futuro próximo.

En la exposición anterior se han presentado los datos globales del mercado europeo frente al estadounidense, aunque ya hemos dicho que es necesario mencionar que la distribución en Europa varía según los países. Si nos fijamos por ejemplo en Finlandia, proporcionalmente son los fondos de fondos los que captan más capital (representan el 34,4% del total de nuevos fondos), mientras

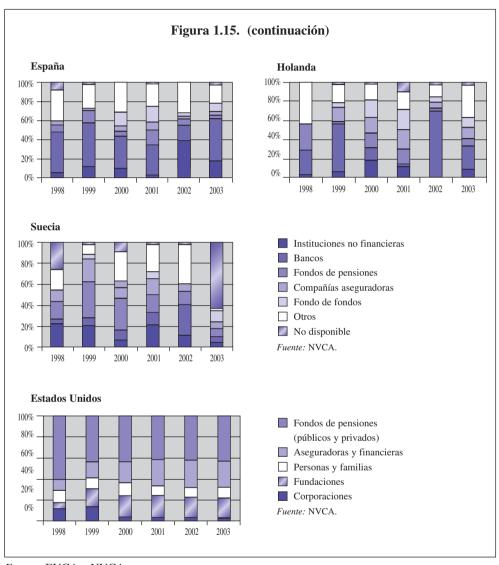


que es en Dinamarca y el Reino Unido donde los fondos de pensiones lideran la captación de fondos, representando el 38,2% y el 27% respectivamente. Sin embargo en Alemania, los fondos de pensiones representan sólo el 0,5% y los fondos de fondos el 3%. La mayor parte de los países europeos sigue una tendencia similar, con un alto peso del sector bancario, representado por el 40,7% del volumen total.

En países como Grecia, Portugal o España, las agencias gubernamentales gozan de un importante protagonismo: representan el 90%, 56% y 16% del volumen total de fondos comprometidos en el año 2003 respectivamente (EVCA, 2003).







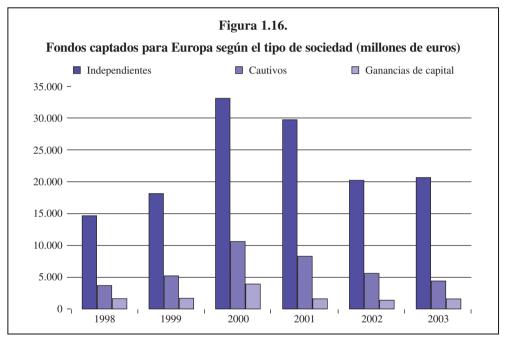
Fuente: EVCA y NVCA.

Es interesante ver además como recientemente en Europa las plusvalías vuelven a redestinarse a la inversión. Esto implica un cambio, ya que desde el año 2000 se había ido observando una caída de la reinversión de las plusvalías realizadas. Normalmente, la reinversión de las plusvalías generadas es un símbolo de confianza en la industria.



1.2.4. Estructuras de canalización de fondos

Los fondos que operan en la industria están ligados por diferentes vínculos a sus proveedores de fondos. Actualmente en Europa, las sociedades independientes son las principales receptoras de fondos: han recibido en promedio más del 70% de los fondos durante los últimos diez años.



Fuente: EVCA.

De nuevo, una visión más profunda ofrece diferencias sustantivas entre los países miembros de la Unión Europea. En Estados Unidos las sociedades independientes también son las mayores receptoras de fondos. A ambos lados del atlántico la forma legal más predominante es el acuerdo de sociedad limitada, *limited partnership agreement*, por ser la fórmula fiscalmente más ventajosa.

Como en otros muchos aspectos, el Reino Unido es el más similar a los Estados Unidos en cuanto al tipo de organizaciones que dominan el mercado, siendo éstas sociedades de capital riesgo independientes. Sin embargo,

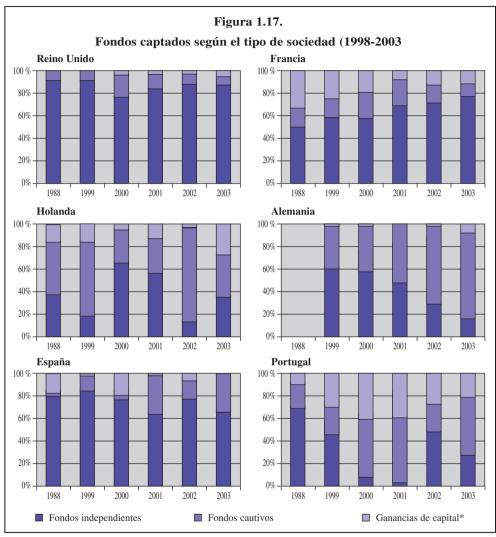


en otros grandes mercados como Alemania u Holanda, el papel destacado de este tipo de organizaciones no termina de fraguar. La captación de fondos en Alemania ha pasado de un ligero dominio de las sociedades independientes a finales de la década de los noventa a una situación completamente inversa, donde en la actualidad sólo el 15% de los fondos captados se dirigen a sociedades independientes (28,9% en 2002). La importancia de las sociedades cautivas en Alemania se debe a la alta participación relativa de los bancos y cajas de ahorro como inversores, que canalizan su participación en el mercado de capital riesgo a través de sus propias sociedades de inversión.

En otro gran mercado como Holanda se observa un movimiento cíclico en el peso de las sociedades cautivas e independientes. En este país existen un buen número de grandes sociedades controladas por bancos y compañías aseguradoras, y las infusiones de capital a estas sociedades en determinados años hacen que la balanza se altere de un lado u otro.

También se observa una alta alternancia entre las principales fuentes de fondos en mercados pequeños como Grecia o Portugal. En este caso se debe al reducido número de grandes sociedades existente, lo que desemboca en que la captación de fondos por parte de algunas de estas sociedades ofrezca un panorama diferente. El caso de Portugal es muy especial, ya que la mayor parte de los fondos proviene de agencias gubernamentales y bancos, inversores que como hemos apuntado tienen tendencia a operar a través de sociedades cautivas (ver Figura 1.17).





Fuente: EVCA 2004.

1.2.5. Internacionalización de los inversores

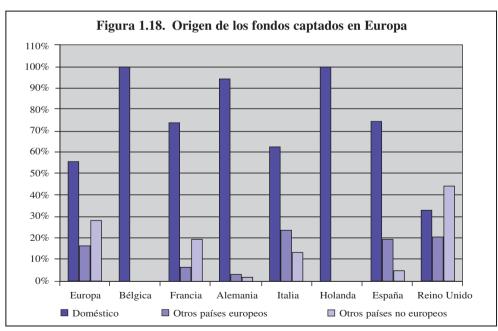
A finales de la década de los noventa el capital extranjero se empezó a interesar por la inversión en capital riesgo europeo. El grado de internacionalización de los mercados de capital riesgo va en aumento. Actualmente, la

^{*} Incluidas en la clasificación EVCA correspondiente.



inversión no doméstica asciende al 45% del total de los fondos captados, de los cuales casi cerca del 30% son de origen no europeo —en su mayor parte estadounidense. Por ejemplo, en algunos mercados europeos, como el británico en 2003, el 38% de los fondos captados es de procedencia estadounidense, mientras que en el mercado alemán, dicha cifra asciende al 1,9% del capital captado. Globalmente, el flujo de fondos del conjunto de los países europeos hacia el mercado estadounidense es menor. También son muchos los fondos estadounidenses, con inversores del mismo o diferente origen, que invierten en Europa, pero no aparecen en las estadísticas ya que no tienen oficina en el territorio europeo. En este caso, sus inversiones ascienden a \$1.365,7 millones, repartidas en 134 inversiones⁷.

Otra muestra de la creciente internacionalización de la actividad es el gran número de firmas de capital riesgo que cuentan con una oficina en más de un país europeo, actualmente el 27% de las firmas en Europa⁸.

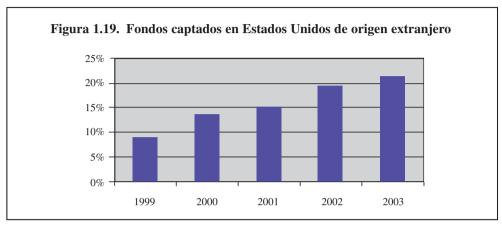


Fuente: EVCA 2004.

⁷ Keith Arundale, EVCA Annual Conference, 2004.

⁸ Bottazi L., Da Rin M. and Hellmann T. (2004), "The changing face of European venture capital industry: facts and analysis", *Journal of Private Equity*, Vol 8 (1).





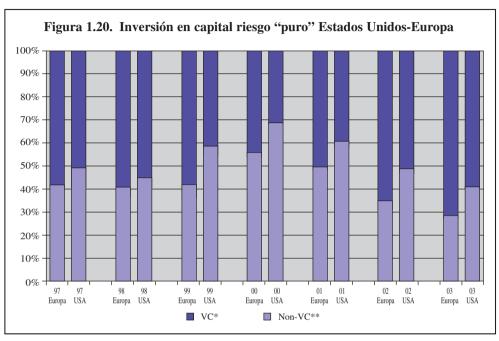
Fuente: NVCA 2004.

También la industria estadounidense de capital riesgo cuenta con un gran número de inversores europeos, especialmente en el sector de capital riesgo puro, debido a los mejores rendimientos de éste y al enfoque muy dirigido a la actividad inversora en las regiones tecnológicas como Silicon Valley.

1.2.6. Evolución de la inversión

Tradicionalmente los mercados de capital riesgo europeos y estadounidenses se han caracterizado por una fuerte diferencia entre el tipo de compañías a las que se dirigían. Desde sus inicios la industria europea se ha caracterizado por el gran crecimiento de la inversión en compañías maduras, y ha estado dominada por las operaciones de *buyout*. En cambio, la industria de capital riesgo estadounidense, la que definía la actividad de capital riesgo como capital riesgo "puro", se ha orientado más claramente hacia operaciones en empresas más jóvenes, asumiendo un mayor riesgo. Sin embargo, algo ha cambiado. Aunque la industria europea en su conjunto sigue fuertemente centrada en operaciones de compra apalancada, durante algunos años y en varios países, el capital riesgo puro ha ido ganando un espacio propio. Por otra parte, la potente industria estadounidense de capital riesgo puro, se ha desinflado en cierta forma y las operaciones de compras apalancadas se han hecho más populares que en otros tiempos.



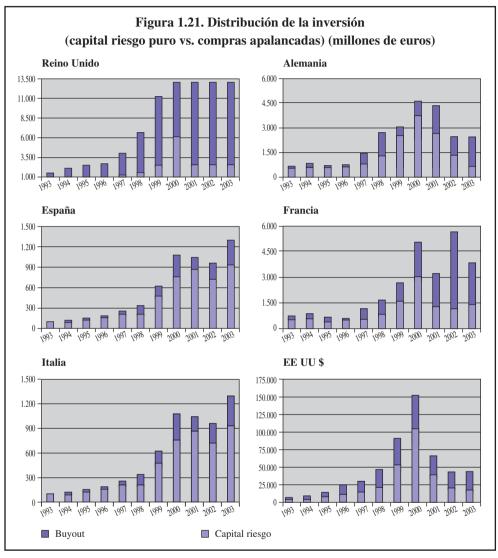


Fuente: EVCA y NVCA.

La realidad europea no es homogénea, y el peso de la inversión en capital riesgo puro difiere sustancialmente. De hecho, en muchos países europeos la diferencia con Estados Unidos no es tal. En los últimos diez años, la media de inversión en capital riesgo puro en varios países de la Unión Europea ha superado la referencia estadounidense, mientras que en otros es notablemente inferior a Estados Unidos, incluso a la media europea. Aunque países como Irlanda han multiplicado el peso relativo de esta inversión de forma muy significativa.

También es importante notar que las operaciones de capital riesgo puro son de mayor cuantía en el mercado estadounidense. Es difícil identificar la causa de estas diferencias, aunque un gran número de los profesionales entrevistados para este estudio coinciden en señalar el de por sí mayor tamaño del mercado potencial al que tendrán acceso las compañías estadounidenses, así como también su vocación global. Según los profesionales, los proyectos originados en los Estados Unidos tienen un potencial mayor, los equipos emprendedores están en general más completos, lo cual es en sí mismo un motor de crecimiento y éxito.



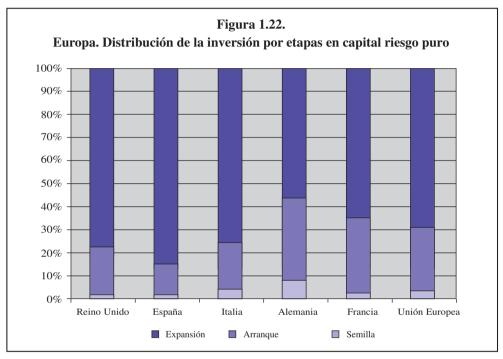


Fuente: EVCA y NVCA.

Para la mayor parte de los fondos en el mercado, las etapas semilla y arranque representan un riesgo que normalmente no están dispuestos a asumir (ver Figura 1.-21). Esta exclusión tiene un fuerte impacto para la economía, ya que afecta principalmente a compañías en las que confluyen juventud, innovación



y potencial de crecimiento. Asimismo, esto no es beneficioso tampoco para el propio sector de *private equity* en su conjunto, ya que reduce el suministro de proyectos que reciben los fondos de capital riesgo en rondas sucesivas.



Fuente: EVCA.

Para explicar el alejamiento de los fondos de capital riesgo de las etapas iniciales de las compañías, a parte de las características de las compañías anteriormente mencionadas, hay que tener en cuenta particularmente dos circunstancias muy importantes:

- En primer lugar, el incremento de los fondos disponibles para la inversión, que ha llevado a un crecimiento de los fondos.
- En segundo lugar, los modestos rendimientos obtenidos hasta el momento por la inversión en etapas tempranas en Europa en comparación con los rendimientos observados en otros segmentos de menor riesgo, como son las operaciones de compras apalancadas.



Ambos fenómenos de forma conjunta propician que las inversiones que realizan los fondos sean cada vez mayores. Ciertamente, según la industria, el número óptimo de inversiones en las que un gestor de un fondo de capital riesgo se implicaría simultáneamente asciende a no más de cinco. Por lo tanto, el número de inversiones que un fondo de tamaño medio tiene habitualmente en cartera varía entre diez y quince.

Sin duda, la industria reconoce las dificultades que supone la gestión de fondos de capital riesgo dirigidos a las empresas de reciente creación. Dificultades ejemplarmente expuestas en un estudio como "la tiranía de lo pequeño", que documenta claramente cómo los costes necesarios para el funcionamiento de un fondo resultan prohibitivos si se trata de la gestión de un fondo de tamaño reducido para inversiones también de pequeña cuantía.

Hasta tanto los rendimientos obtenidos en el segmento de mayor riesgo superen a otras clases de inversiones, como en el caso de los Estados Unidos, la administración pública puede jugar un papel importante en la promoción y desarrollo de una actividad necesaria para el conjunto de la economía.

1.2.7. Destino geográfico de la inversión

También existen otras diferencias y/o aspectos a destacar: por ejemplo, la inversión por sectores y tecnológica y la concentración de la industria en determinadas zonas geográficas. Pasamos a tratarlos a continuación.

Es interesante observar cómo se distribuye geográficamente la inversión tanto en Europa como en Estados Unidos. Aún así, la forma en la que se ha realizado tradicionalmente puede resultar controvertida, ya que la comparación de 49 estados estadounidenses con 15, ahora 25, países europeos es simplemente indicativa.

Parece claro que en ambos casos la inversión se concentra en determinadas áreas, aunque no existen datos desagregados a nivel inferior al país. Al igual

⁹ Murray G., 1999, "Early stage venture capital fund, scale economies and public support", *Venture Capital Journal*, Vol (4), pp. 351-384.



que en Estados Unidos, la inversión de capital riesgo en Europa está altamente concentrada, representando el Reino Unido más del 30% del total, con varios países claramente a la cabeza como Alemania y Francia.

Los datos estadounidenses permiten observar también la concentración de la actividad de capital riesgo en los diferentes condados. Los resultados de este análisis no son banales, ya que se las diferentes áreas del estado de California son las mayores receptoras de la inversión (más del 30% del total). Estas cifras pueden sufrir ligeras variaciones anuales, pero básicamente la distribución se mantiene estable a lo largo de los años. A su vez Europa, aunque parece claro que las zonas de Cambridge, Munich y alrededores de las grandes ciudades atraen una gran parte de la inversión, no existen datos claros sobre la magnitud de esta concentración.

Cuadro 1.2. INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS (ÁREAS GEOGRÁFICAS) Y EUROPA (PAÍSES) (2003)

Clasificación	Región de EE UU	Operaciones	Inversión (miles de millones \$)
1	Área de la Bahía	581	5,85
2	Nueva Inglaterra	255	2,56
3	Sur de California	171	1,69
4	Nueva York Metropolitano	161	1,54
5	Tejas	97	0,95
6	Área Potomac	79	0,64
7	Estado de washington	57	0,4

Clasificación	País de la UE	Operaciones	Inversión (miles de millones €)
1	Reino Unido	272	1,11
2	Alemania	152	0,55
3	Francia	160	1,5
4	Suecia	135	0,3
5	Suiza	41	0,2
6	Dinamarca	67	0,17
7	Irlanda	39	0,14

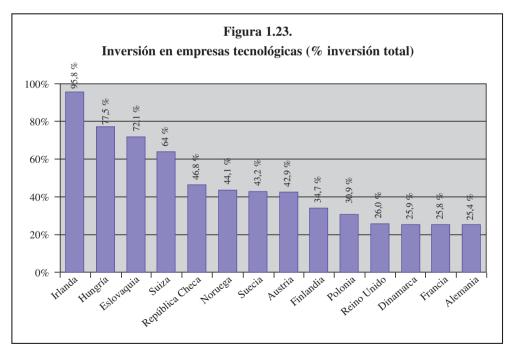
Fuente: Ernst and Young 2003.



1.2.8. Sectores receptores de inversión

En general, el sector de las comunicaciones, consumo, software, productos industriales y otros servicios y manufacturas forman habitualmente la gran parte de la inversión, aunque con importantes diferencias nacionales dentro de Europa.

A parte de los diferentes sectores de actividad económica, las estadísticas permiten discernir el componente "tecnológico" de las inversiones, es decir, el número de empresas de alta tecnología que reciben inversión. Por "alta tecnología" se entienden compañías que poseen derechos exclusivos sobre cierta propiedad intelectual o patentes por ejemplo, y éstos son elementos críticos de la actividad de la empresa. Este tipo de inversiones atrajeron en 2003 alrededor de \$27.500 millones en proyectos de alta tecnología, un 6% más que en el 2002, lo que representó un 25,4% de la inversión en ese año¹⁰. En cambio, en Europa, aunque ha doblado la cifra del ejercicio anterior, se sitúa entorno a \$7.000 millones.



Fuente: EVCA.

¹⁰ PWC / 3i, Global Private Equity Report (2003).



Irlanda fue en el año 2003 el país europeo en el que se destinó la mayor proporción de inversión en empresas de alta tecnología, dedicando más del 95% a este tipo de empresas¹¹. En las siguientes posiciones se encuentran los países que acaban de incorporarse a la Unión (como Hungría, Eslovaquia y la Republica Checa). Sorprendentemente países como Francia y Alemania, potencias indiscutibles dentro de la I+D europea, destinan aproximadamente sólo un 25% de las inversiones de capital riesgo a este sector industrial. España, por su parte, está por debajo de la frontera de la media europea.

1.2.9. ¿Globalización de la inversión?

A pesar de que ciertamente los Estados Unidos son el mercado con mayor nivel de inversión en empresas tecnológicas, también es cierto que los inversores en este segmento son mucho más móviles que aquellos enfocados en otros segmentos más tradicionales.

Cabe preguntarse si es posible el surgimiento de una industria global, donde una empresa encontraría un socio financiero adecuado que estuviese dispuesto a invertir en cualquier parte del mundo. Por muchas razones que ya se han expuesto legales y fiscales, pero también por la propia actividad de la industria y la importancia del establecimiento de oficinas locales para acceder a operaciones en un determinado territorio, parece que una industria completamente global en todos los aspectos del ciclo de inversión aún está lejos. Aun así, es cierto que un buen número de sociedades estadounidenses sin presencia física en Europa realizan operaciones en el territorio europeo. Por ejemplo, las inversiones de fondos USA sin presencia local ascienden a \$1.400 millones en 2003 y 134 inversiones, siendo los principales países receptores Alemania, Reino Unido e Italia (ver Cuadro 1.3).

Estados Unidos también es un importante receptor de inversión extranjera. Entre los principales inversores se encuentran Canadá e Israel, y dentro de los europeos, el Reino Unido, Alemania, Dinamarca y suecia (ver Cuadro 1.4).

¹¹ EVCA (2004), Yearbook 2004, Zaventem, Belgium.



Cuadro 1.3. INVERSIONES DE FONDOS ESTADOUNIDENSES SIN OFICINA EN EUROPA

País	Número de operaciones	Inversión (1.000 dólares)
Alemania	10	632,5
Rein Unido	40	350,1
Italia	3	268,8
Francia	41	39,4
Austria	2	13,4
Otros*	35	61,1

^{*} Incluyendo países europeos no UE-15.

Fuente: EVCA 2003.

Cuadro 1.4. INVERSIONES DE FONDOS EUROPEOS EN ESTADOS UNIDOS (PRIMER Y SEGUNDO TRIMESTRE DE 2004)

País	Número de operaciones	Inversión (1.000 dólares)
Rein Unido	17	n/a
Alemania	14	n/a
Dinamarca	6	n/a
Suecia	5	n/a
Holanda	4	n/a
Otros europeos*	35	61,1

^{*} UE-15.

Fuente: NVCA (www.nvca.org).

1.2.10. La desinversión

La salida de la empresa y la materialización de las ganancias es el último paso clave de la actividad de capital riesgo. La palabra mágica en este sentido ha sido durante los últimos años "IPO", *Inicial Public Offering*, u oferta pública de acciones, que llena una gran parte de los titulares generados por esta industria. Si bien la evolución de las salidas a bolsa reflejan parte del sentimiento de la industria y las futuras tendencias —así como también incentivan o desmotivan a los proveedores de fondos a invertir— no son la fórmula más frecuente ni necesariamente la más adecuada para una gran parte de las operaciones. Al contrario, como se verá en detalle en el capítulo 6 en el entorno europeo la fórmula más frecuente de desinversión es la venta de la empresa, a través de la



cual el inversor puede hacer líquida su participación. También se producen cada vez con mayor frecuencia la venta de la participación a otro inversor. No obstante, se considera que de alguna forma la evolución de las salidas a bolsas de empresas participadas por capital riesgo refleja el "sentimiento" de la industria y contribuye a dar forma a las expectativas futuras para el sector.

La diferencia entre el mercado estadounidense y el europeo, es la existencia de la estructura necesaria para realizar operaciones de desinversión mediante salidas a bolsa. Tanto los profesionales del sector como los investigadores proclaman que la existencia de un fuerte mercado primario para los valores tecnológicos es básica para el desarrollo de la inversión en capital riesgo. La existencia de un fuerte mercado y la actividad y evolución de éste es una señal de referencia para los inversores. Numerosas estadísticas e informes indican que la actividad de estos mercados era muy superior en Estados Unidos que en Europa. Igualmente, la recuperación del mercado primario tecnológico tras la mencionada crisis está siendo más rápido en los Estados Unidos.

Los mercados primarios, a semejanza del NASDAQ, tales como EASDAQ, Neuer Markt o el Nouveau Marché, surgieron en Europa en la segunda mitad de los noventa, de forma local e independiente, para cerrar o ver su nivel de actividad sumamente reducido pocos años después. Uno de los puntos más vulnerables de estos mercados ha sido tradicionalmente la falta de creadores de mercado (*market makers*) y de analistas especializados en compañías operativas en sectores jóvenes y nuevos. La ventaja de los Estados Unidos es que ya contaba con unos de estos mercados desde la década de los setenta, aunque muchos relativizan su importancia debido al fuerte crecimiento únicamente en los últimos años y al alto porcentaje de capitalización que aglutinan un reducido número de compañías.

1.3. Relación de figuras y cuadros

Figuras

- Figura 1.1. Un primer escollo gramatical: *private equity*, capital inversión, capital riesgo, *venture capital*
- Figura 1.2. Fuentes de financiación del crecimiento empresarial
- Figura 1.3. La relación entre proveedores, inversores y participadas.



- Figura 1.4. Origen de las fuerzas competitivas en la industria de capital riesgo
- Figura 1.5. El ciclo de actividad de capital riesgo
- Figura 1.6. Evolución de los fondos captados e invertidos en Europa, (millones de euros)
- Figura 1.7. Evolución de la inversión en capital riesgo en Estados Unidos (millones de dólares)
- Figura 1.8. Evolución de la inversión en capital riesgo en varios países europeos (millones de euros)
- Figura 1.9. Fondos captados en Estados Unidos (millones de dólares)
- Figura 1.10. Fondos captados en Europa (1991-2003) (millones de euros)
- Figura 1.11. Volumen de fondos gestionado por profesional (1990-2003 NVCA)
- Figura 1.12. Origen de fondos captados (Europa, excluyendo el Reino Unido)
- Figura 1.13. Origen de fondos captados (Reino Unido)
- Figura 1.14. Origen de fondos captados (Estados Unidos)
- Figura 1.15. Origen de los fondos captados en distintos países europeos y en los Estados Unidos (1998-2003)
- Figura 1.16. Fondos captados para Europa según el tipo de sociedad (millones de euros)
- Figura 1.17. Fondos captados según el tipo de sociedad (1998-2003)
- Figura 1.18. Origen de los fondos captados en Europa
- Figura 1.19. Fondos captados en Estados Unidos de origen extranjero
- Figura 1.20. Inversión en capital riesgo "puro" Estados Unidos Europa
- Figura 1.21. Distribución de la inversión (capital riesgo puro vs. compras apalancadas) (millones de euros)
- Figura 1.22. Distribución de la inversión por etapas en capital riesgo puro
- Figura 1.23. Inversión en empresas tecnológicas (% inversión total)

Cuadros

- Cuadro 1.1. Diferencias entre los principales segmentos de actividad
- Cuadro 1.2. Inversión en Estados Unidos (áreas geográficas) y Europa (países) (2003)
- Cuadro 1.3. Inversiones de fondos estadounidenses sin oficina en Europa
- Cuadro 1.4. Inversiones en fondos europeos en Estados Unidos (Primer y segundo trimestres de 2004)



9. ANEXOS

ANEXO I: EL PROCESO DE DUE DILIGENCE

El *due diligence*, en tanto que proceso de análisis y comprobación de información, ha sufrido una evolución notable durante los últimos años. Ha pasado de ser un mero informe de contingencias a un informe preparatorio de la inversión, a través del cual se intenta aportar valor a las diversas fases de la inversión.

Tal evolución como instrumento jurídico preventivo conlleva una mayor complejidad del análisis a realizar, así como de la especialización de los equipos de profesionales implicados A su vez el resultado del análisis influye directamente en los sucesivos documentos jurídicos que despliegan sus efectos antes, durante y después de la ejecución de la inversión.

El proceso de realización del *due diligence* también se ha perfeccionado, mediante su estructuración en diversas fases, de distinta intensidad, en función de la información objeto de análisis en cada una de ellas.

Merece especial atención la evolución de la protección jurídica de la información puesto que se trata de elemento esencial en torno al cual gira el proceso de *due diligence*. Esta evolución ha condicionado la forma en que se ejecuta el análisis de la información. En cuanto a la información relativa a las personas, la legislación positiva se ha visto muy reforzada en los últimos años. Asimismo, en lo que concierne a la información de los elementos esenciales de las compañías, conceptos tales como el secreto empresarial, gozan actualmente de una adecuada protección, fruto de la evolución doctrinal y jurisprudencial.

Finalmente, la utilización del *due diligence* de venta, como ejercicio de preparación de la transmisión de la compañía, se está extendiendo entre los operadores del sector de capital riesgo, puesto que una adecuada presentación de la compañía al potencial comprador redunda en una maximización del precio de venta.



Definición y objetivos del due diligence

El *due diligence* es el proceso de revisión de la información de la compañía objeto de inversión, que se realiza previamente a la ejecución de la inversión con la finalidad de alcanzar un grado de conocimiento de la compañía que permita estructurar y ejecutar la inversión desde una posición negociadora más equilibrada con la contraparte.

Los objetivos del *due diligence* se pueden catalogar en diversas áreas, en función de si afectan a la *estructura corporativa* de la inversión o a la *actividad operativa* de la compañía. Su finalidad, por tanto, es obtener y analizar la información de la compañía necesaria para facilitar al inversor la respuesta a las siguientes cuestiones básicas:

- En al ámbito corporativo:
 - (i) ¿Hay algún motivo que hace desaconsejable la ejecución de la inversión?
 - (ii) ¿Se debe variar la estructura legal o fiscal de la inversión?
 - (iii) ¿Se debe ajustar el precio de la inversión?
 - (iv) ¿Existe algún riesgo para los administradores representantes del inversor en el consejo de administración?
- En el ámbito operativo:
 - (i) ¿Se debe modificar el plan de negocio?
 - (ii) ¿Se deben implementar medidas correctoras de la política de gestión?
 - (iii) ¿Se han detectado restricciones operativas?
 - (iv) ¿Se ha detectado algún impacto perverso de la inversión sobre la compañía?

En el supuesto de que la respuesta a alguna de estas cuestiones sea afirmativa, el inversor debe desistir de realizar la inversión o, alternativamente, tomar las medidas pertinentes que se exponen en los apartados subsiguientes para adaptar la inversión a la nueva realidad surgida fruto del *due diligence*.



Para ellos, el proceso de *due diligence* normalmente requiere analizar los siguientes aspectos del área corporativa y operativa de la compañía objeto de la inversión.

Área corporativa

- (i) Diseño legal y fiscal de la inversión: Debe confirmar la información utilizada en la estructuración de la inversión o, en su caso, justificar la modificación de la misma, en base a nuevos elementos que alteren las previsiones iniciales sobre el estado de la compañía.
- (ii) Negociación del contrato. Debe identificar posibles ajustes al precio del contrato, pasivos contingentes que condicionen la duración y la extensión de la responsabilidad de los vendedores, así como la cuantía de la garantía de los vendedores.
- (iii) Órgano de administración de la compañía. Debe permitir fijar el órgano de administración de la compañía más acorde a los intereses del inversor, en función de eventuales responsabilidades de los nuevos administradores en relación con hechos acaecidos durante los tres años precedentes a la inversión, como consecuencia de la nueva legislación concursal.

Área operativa

- (i) Validación del plan de negocio de la compañía. Debe contribuir a validar la hipótesis de trabajo inicialmente asumida en el plan de negocio de la compañía.
- (ii) Determinación del estado de la compañía. Debe fijar las medidas correctoras aplicables a las distintas áreas funcionales de la compañía e identificar posibles bolsas de valor existentes en la compañía.
- (iii) Restricciones operativas de la compañía. Debe detectar aquellos contratos que no puedan ser resueltos por la compañía sin pagar una penalización o sin un preaviso superior a tres meses.
- (iv) Impacto de la inversión sobre la compañía. Debe poner de manifiesto cualquier efecto perverso que la alteración del capital social de la compañía fruto de la inversión provoque en su patrimonio o en sus relaciones con terceros, con especial atención a los contratos financieros.



Información objeto de revisión

El *due diligence* tiene por objeto la revisión de la información aportada por la compañía y su contraste con la información susceptible de ser obtenida de registros públicos.

Las principales áreas objeto de análisis son las siguientes:

- (i) Aspectos societarios. Incluye toda la información relativa a los títulos de propiedad del capital social y a la vida corporativa de la sociedad. Se deben analizar todas las escrituras públicas otorgadas por la compañía y su inscripción, en su caso, en el registro público correspondiente. También se deben analizar los libros de comercio de la compañía y las cuentas anuales de los últimos cinco ejercicios.
- (ii) Acuerdos con socios y personas vinculadas. Incluye cualquier contrato entre la compañía y sus socios u otras personas vinculadas a la compañía por contratos de prestación de servicios, asesoramiento, alquiler, préstamo u otros.
- (iii) Acuerdos de esencial importancia. Comprende todos aquellos contratos firmados por la compañía con terceros, ya sean proveedores, clientes, entidades financieras y de seguros o empresas colaboradoras.
- (iv) Propiedad inmobiliaria. Alcanza a todos los contratos sobre bienes inmuebles, ya sean en propiedad, arrendamiento u otros, con especial atención a posibles derechos de terceros sobre dichos activos.
- (v) Propiedad industrial e intelectual. Abarca toda la esfera de patentes, modelos de utilidad, marcas y know-how de la compañía, que deben estar adecuadamente registrados o protegidos mediante medidas de identificación y seguridad adecuadas, que permitan su defensa en caso de vulneración de derechos por un tercero.
- (vi) Derecho administrativo. Engloba todas las cuestiones relativas a licencias de obras, primera ocupación, actividad, planeamiento urbanístico, autorizaciones administrativas en caso de sectores regulados y medidas de protección de datos.
- (vii) Litigios. Información relativa a actuaciones ante tribunales judiciales o arbítrales en curso, y a disputas o actuaciones pre-contenciosas.



- (viii) Aspectos laborales. Información relativa a los trabajadores, con su identidad codificada, incluyendo tipo de contrato retribución anual bruta, antigüedad, edad, categoría profesional, epígrafe de accidentes de trabajo, convenios colectivos aplicables, declaraciones a la administración pública y medidas de prevención de riesgos laborales.
- (ix) Aspectos fiscales. Incluye las declaraciones de impuestos de la compañía correspondientes a ejercicios no prescritos.
- (x) Cuestiones medioambientales. Se refiere a las licencias administrativas de tipo medioambiental, actividad relativa a uso o almacenamiento de sustancias tóxicas o peligrosas, residuos, vertidos y saneamiento.

Fases del proceso de due diligence

El *due diligence* comprende normalmente en tres fases en función de la relevancia de la información analizada para el inversor y la compañía.

- (i) Fase de información básica. Comprende el análisis de los títulos de propiedad del capital social de la compañía y de sus participadas, con la finalidad de delimitar el perímetro de la inversión. Asimismo, se analiza la libre propiedad y posesión de los activos relevantes de la compañía, ya sean muebles o inmuebles.
- (ii) Fase de información general. Incluye el análisis de la información enumerada en el apartado anterior (Información objeto de revisión), con excepción de aquella información que la compañía considere estratégica, que no se entregará. En todo caso, la información relativa a los clientes, se entregará codificada y agregada, de forma que no se pueda identificar ni su identidad ni los importes que compran a la compañía.
- (iii) Fase de información estratégica. Con posterioridad a la finalización del due diligence general, y contra entrega de una manifestación de interés por el inversor, que confirme su voluntad de consumar la operación, la compañía le hará entrega de la información de clientes descodificada y desagregada. Cualquier otra información estratégica deberá ser objeto de un tratamiento específico antes de su entrega.



Informe de conclusiones y recomendaciones

El informe de *due diligence* puede ser de dos tipos, descriptivo o de contingencias, en función de la preferencia del inversor. El informe descriptivo incluye un breve resumen de todos los documentos analizados, con independencia de que de ellos se derive una contingencia o recomendación de actuación, constituyendo un auténtico cuaderno de mando de la compañía. Por el contrario, el informe de contingencias únicamente incluye la descripción de aquellos documentos analizados de los que se desprende una contingencia o recomendación. Si bien la tarea de análisis es idéntica en uno y otro caso, en el segundo supuesto, el informe debe incluir una lista de los documentos analizados, para evitar futuras reclamaciones basadas en documentación que no ha sido aportada por la compañía.

El informe pone de relevancia las contingencias halladas en la revisión, cuantificando su impacto económico, y catalogándolas como probables o posibles en función del mayor o menor riesgo de que se conviertan en un pasivo. Asimismo, el informe propone las medidas correctoras necesarias para corregir y, en su caso, solventar las deficiencias detectadas en la compañía.

Posibles actuaciones previas a la ejecución de la inversión

En el supuesto de que tras la conclusión del *due diligence* el inversor decida ejecutar la inversión, se inicia la negociación del contrato de inversión, en el que se debe incluir una cláusula relativa a condiciones suspensivas de la inversión, consistentes en la implementación de las medidas correctoras descritas en el informe de *due diligence* que afecten de forma substancial a la existencia o actividad de la compañía, de forma que el contrato de inversión no desplegará ningún efecto si no se cumplen las condiciones suspensivas.

A modo de ejemplo, se enumeran algunas situaciones que pueden dar lugar a la reconsideración, redefinición o renegociación de los términos y condiciones y, eventualmente, incidir en la decisión del comprador de suspender la operación en curso:

(i) Cargas o gravámenes que afecten a la propiedad y libre disposición de los títulos representativos del capital social.



- (ii) Situaciones de desequilibrio patrimonial que coloquen a la compañía en situación de disolución.
- (iii) Sindicatos de voto o de venta que afecten a la compañía.
- (iv) Contratos que puedan ser resueltos por la contraparte a causa de la inversión.
- (v) Cargas o gravámenes que afecten a los activos de la compañía.
- (vi) Inexistencia o deficiencias en las licencias necesarias para que la compañía desarrolle su actividad.
- (vii) Litigios que amenacen la continuidad de la compañía.
- (viii) Pasivos laborales o fiscales que impidan el normal desarrollo de la actividad de la compañía.
- (ix) Incumplimientos de la normativa medioambiental.

Otro ejemplo de situación que puede aflorar en el *due diligence* es la ausencia de tributación de los vendedores de los títulos, que impide la futura amortización del fondo de comercio que surge de la diferencia entre el valor contable de la compañía y su precio de adquisición. En este supuesto, se debe modificar el diseño legal y fiscal de la inversión para permitir la amortización de dicho fondo de comercio. Esta modificación de la estructura de la inversión deberá ir acompañada de la obligación contractual de los vendedores de informar al inversor de su tributación por la venta de la compañía, para que el inversor cuente con el soporte documental necesario para justificar la amortización del fondo de comercio.

Posibles actuaciones en el momento de la ejecución de la inversión

En el momento de la ejecución de la inversión, se deberán incluir en el contrato de inversión todas aquellas cláusulas de cobertura de los riesgos detectados en el transcurso del *due diligence* que no hayan podido ser eliminados previamente. En determinados supuestos, dicha cobertura se realizará a través de las denominadas "*side letters*" o cartas aparte del contrato, con toda aquella información que por diferentes motivos no pueda ser incluida en el contrato.

El exponente más claro de las contingencias que son objeto de cobertura en el contrato de inversión, en previsión de que devengan un pasivo indemnizable,



son los incumplimientos de la normativa fiscal, laboral o administrativa en general, susceptibles de generar sanciones por parte de la administración pública a la compañía.

Otros riesgos susceptibles de ser cubiertos en el contrato de inversión son aquellos derivados de un cambio previsible de la legislación que afecte a alguna de las cláusulas del contrato. Actualmente, la próxima adopción de las normas internacionales de contabilidad para las sociedades no cotizadas, hace necesario pactar la definición aplicable a aquellos conceptos contables susceptibles de afectar en el futuro a algún elemento del contrato, como por ejemplo un "earn out" o precio variable diferido, indexado al resultado contable de la compañía, que se puedan ver afectados por cambios en los principios contables aplicables a las provisiones y amortizaciones.

El inversor debe revisar las excepciones que el vendedor, con la finalidad de atenuar su responsabilidad, realice a sus manifestaciones y garantías sobre el estado de la compañía. En el supuesto de que se produzcan revelaciones que afecten al precio, éste deberá ser ajustado, y si son contingencias susceptibles de afectar al valor futuro de la compañía, el vendedor deberá obligarse expresamente a indemnizar al inversor por dicho concepto en el caso de que devenga un pasivo o, de lo contrario dicha revelación le eximirá de responder frente al inversor, en el supuesto de que el pasivo se materialice.

Una vez acordados los ajustes al precio y pactadas las manifestaciones y garantías del vendedor, el inversor está en disposición de cuantificar la garantía necesaria para que el vendedor haga frente a su responsabilidad indemnizatoria frente al inversor, en el supuesto de que algún pasivo se materialice. En muchas ocasiones, el importe de la garantía es decreciente, coincidiendo con la prescripción de las contingencias detectadas en el *due diligence*.

Posibles actuaciones tras la inversión para maximizar la aportación de valor

Uno de los aspectos más controvertidos de la inversión de capital riesgo es la valoración que el empresario hace de la aportación de valor que el inversor realiza a la compañía, más allá de la aportación de fondos. A menudo, el



empresario tiende a confundir la aportación del inversor con la actividad de rendición de cuentas y seguimiento continuado de la evolución de la compañía que realiza el inversor.

El *due diligence*, como instrumento preventivo, puede contribuir a maximizar la aportación de valor durante el periodo de inversión mediante la definición de objetivos concretos de contribución del inversor a la gestión y, acompañado de una adecuada estructuración del órgano de administración de la compañía, puede contribuir a que el empresario vea cumplidas sus expectativas de aportación de valor por el inversor en un grado superior al actual.

Adicionalmente, la Ley Concursal establece en su artículo 172.3 que, en el supuesto de que la compañía declare el concurso, y éste sea considerado culpable, el juez puede condenar a los administradores, de hecho o de derecho, que lo sean en el momento de la declaración del concurso o en los dos años anteriores, a pagar a los acreedores de la compañía, total o parcialmente, los créditos no cobrados de la masa activa. El artículo 165.3° de dicha Ley establece que el concurso será considerado culpable cuando medie dolo o culpa grave de los administradores, entre otros motivos, por falta de formulación, auditoría, en su caso, aprobación y depósito de las cuentas anuales en el Registro Mercantil en alguno de los tres últimos ejercicios anteriores a la declaración de concurso. En consecuencia, vemos como el cumplimiento en tiempo y forma de los requisitos contables, entre otros, incrementan la necesidad de los representantes del inversor en el órgano de administración de la compañía de controlar las finanzas y la vida corporativa de la compañía, para erradicar cualquier atisbo de duda respecto a su actuación como administradores de la compañía, mediante la acreditación formal de que desde el momento de ejecución de la inversión hasta el momento de la desinversión, la compañía ha cumplido escrupulosamente con sus obligaciones legales.

En conclusión, para evitar cualquier riesgo a los administradores representantes del inversor en la compañía, en caso de concurso, y asimismo, incrementar la aportación de valor, el inversor debe estructurar su participación en el órgano de administración de la compañía de forma que le permita concentrar sus esfuerzos en aquellas áreas en las que su experiencia puede



ser más complementaria con la del empresario, mediante la creación de comisiones delegadas del consejo de administración, conforme a la siguiente estructura:

- (i) Comisión de control jurídico y financiero.
 - Sus miembros realizan el seguimiento periódico del cumplimiento, en tiempo y forma, de la legislación vigente, mediante la participación del letrado asesor de la compañía, y de la evolución financiera de la misma.
- (ii) Comisión de estrategia e inversiones.
 - Sus miembros dirigen las acciones de creación de valor mediante el crecimiento de la compañía por la vía de las adquisiciones o de nuevas líneas de negocio.
- (iii) Comisión operativa.

Sus miembros supervisan la ejecución del plan de negocio, la afloración de bolsas de valor detectadas durante el *due diligence* y la implementación de una política de "contingencia 0", a partir de las recomendaciones del *due diligence*, y en previsión de una desinversión a medio plazo.

Posibles actuaciones preparatorias de la desinversión

La desinversión es un proceso que debe ser preparado con anticipación, para maximizar el precio de venta de la compañía, minimizar la responsabilidad en la venta y la necesidad de una garantía importante.

A modo de inicio de las actuaciones tendentes a la venta de la compañía es conveniente realizar una auditoría o *due diligence* de venta, con la finalidad de evaluar el impacto del plan de "contingencia 0", cuantificar las contingencias subsistentes e implementar las recomendaciones de dicha revisión de venta.



ANEXO II: PRINCIPALES TÉCNICAS DE VALORACIÓN

Existen muchos enfoques y técnicas diferentes para determinar el precio de una compañía o proyecto. Normalmente, debería utilizarse más de un enfoque a fin de determinar un rango de valoración. En este anexo, se describen las técnicas de valoración más comunes, el *Método de los Comparables*, el *Método de los Múltiplos* y el *Método del Flujo de Caja Descontado*. Asimismo, se explican dos métodos adicionales, el *Método del Árbol de Decisiones* y el denominado *Método del Capital Riesgo*, que han sido desarrollados para escenarios de valoración más específicos.

Aunque, se pueden utilizar los mismos métodos de valoración para evaluar compañías cotizadas o no cotizadas, los supuestos utilizados para cada técnica refieren a la valoración de compañías no cotizadas, siguiendo con la distinción entre inversiones en etapas iniciales e inversiones en etapas más avanzadas allí donde sea apropiado.

Método comparativo

Se trata del método más directo de valoración de una compañía o proyecto. Al igual que en las valoraciones inmobiliarias, esta técnica consisten en comparar el activo objeto de la valoración con activos con características similares. Para el analista, esto supone buscar información sobre compañías cotizadas, puesto que la información financiera de estas compañías se encuentra ampliamente disponible, que posean el mismo tamaño, alcance, perfil de riesgo, estructura de capital, etc. de la compañía o proyecto cuya valoración se pretende determinar.

En su forma más pura, un analista buscaría compañías con idénticas características a las de la compañía analizada, y multiplicaría el número de acciones en circulación por el precio de mercado por acción para determinar una valoración aproximada de la compañía objetivo. Una vez que ha obtenido dicho valor, el analista puede, de forma subjetiva, añadir a este valor una prima de riesgo o descuento con el fin de compensar las posibles diferencias entre la compañía objetivo y las compañías de referencia utilizadas para la comparación. Además, normalmente se aplica un descuento



de liquidez debido a las mayores dificultades que supone vender una compañía privada en comparación con una compañía que cotiza en Bolsa. Este descuento de liquidez normalmente oscila en un rango entre el 10% y 25%.

Ejemplo:

Si un analista está considerando una posible inversión en una compañía de hardware, la compañía Hardware Store Inc, debería por tanto primero encontrar compañía comparables de la mis actividad. Asumiendo que encuentra tres compañías similares, con una valoración de mercado de $\in 80 \text{ M}, \in 120 \text{ M y} \in 100 \text{ M}$ respectivamente, el analista puede considerar que el valor promedio de las tres compañías ($\in 100 \text{ M}$) es una valoración adecuada para Hardware Store Inc. Sobre esta base, puede aplicar un descuento del 20% a fin de incorporar diversos factores, incluyendo entre ellos un descuento de liquidez. La valoración resultante sería, por tanto, de $\in 80 \text{ M} = \in 100 \text{ M} \times (1\text{-}20\%)$.

El principal problema de este enfoque es que es muy difícil, sino imposible, encontrar dos compañías exactamente con las mismas características (por ejemplo, ventas, crecimiento, estructura de capital, etc.). Por este motivo, los analistas utilizan a menudo este enfoque como una forma de "cálculo rápido" para obtener una estimación expeditiva pero muy aproximada de la compañía objetivo de que se trate. Un método mejor sería utilizar el Método de los Múltiplos puesto que permite contemplar de algún modo las diferencias en ventas, beneficios, etc. al utilizar coeficientes o múltiplos y no valores reales.

Método de los múltiplos

Este método puede considerarse una extensión del anterior ya que utiliza información de compañías cotizadas comparables para derivar una valoración. Sin embargo, para valorar una compañía objetivo, en lugar de utilizarse valores de mercado, se aplican ratios o coeficientes. Los ratios financieros más frecuentemente empleados son Precio/Ventas, Precio/BAII¹ y Precio/Beneficios, aunque los analistas pueden utilizar otros mul-

¹ Beneficios antes de intereses e impuestos.



tiplicadores no convencionales tales como el Precio/Cliente o Precio/Empleado.

Para determinar la valoración, la información relativa a cada unos componentes de las relaciones utilizadas (ratios) se obtiene de compañías comparables y se calcula el promedio de los ratios correspondientes a dichas compañías. A continuación, estos ratios comparativos se multiplican por las ventas, beneficios u otros datos de la compañía objetivo para derivar una valoración de la misma.

Ejemplo:

Supongamos que Hardware Stores Inc. estima realiza unas ventas de $\leqslant 20\,\mathrm{M}$ y obtener unos beneficios de $\leqslant 5\,\mathrm{M}$ en el próximo ejercicio, y que los ratios de compañías similares en el sector son los siguientes: Precio/Ventas=5 y Precio/Beneficios=15. Por consiguiente, la valoración de Hardware Stores Inc. basándose en el ratio precios/ventas es $\leqslant 100\,\mathrm{M}$ y $\leqslant 75\,\mathrm{M}$ basándose en el ratio Precio/Beneficios. El analista en cuestión podría discernir que la valoración de compañía se sitúa entre dichos extremos. Lo mismo que antes, puede aplicarse un descuento de liquidez entre el 10% y el 25% en virtud del factor de iliquidez de la compañía privada en comparación con una sociedad cotizada. Asumiendo un descuento de liquidez del 15%, por ejemplo, puede decirse entonces que la valoración de Hardware Stores Inc. se situaría entre $\leqslant 63.75\,\mathrm{y} \leqslant 85\,\mathrm{M}$.

Al igual que con el método anterior, la calidad y la naturaleza de las compañías comparables son factores clave para una buena valoración. Cuánto más similares sean las compañías comparadas, mayor será la legitimidad de la valoración resultante. Otro problema con el enfoque comparable es que se trata de un método basado en la contabilidad, en el que los ratios de compañías comparables pueden verse distorsionados por el uso de normas contables diferentes, o de "trucos" contables. Por tanto, debe tenerse en cuenta este extremo a la hora de elegir ratios de compañías comparables.

Dado que este método se basa en información de compañías comparables, se utiliza mejor, al igual que el método anterior, en la valoración de inversiones en fases más avanzadas de las compañías objetivo ya que hay muchas más compañías para efectuar las comparaciones.



Método del Flujo de Caja Descontado (FCD)

Este método sugiere que lo que vale una compañía es el valor actual de todos los flujos de caja futuros que dicha compañía esperar generar. Se trata de un método de valoración muy directo que consiste en descontar al día de hoy (Período 0) los flujos de caja futuros que una compañía o proyecto esperar recibir en el futuro, utilizando para ello una tasa de descuento apropiada.

Existen varias versiones del Método del Flujo de Caja Descontado, las cuales deberían resultar en la misma valoración, aunque apliquen diferentes flujos de caja o tasas de descuento para arribar a dicha valoración:

Por ejemplo, la técnica de los *Flujos de Caja del Capital (Cash Flows to Equity -CFE)* descuenta al coste del capital los flujos de caja de los tenedores de acciones –también denominados flujos de caja apalancados puesto que son los flujos de caja resultantes después de sustraer los pagos por intereses a los tenedores de deuda.

 Otra técnica, denominada Método del Coste Medio Ponderado del Capital (CMPC) (Weighted Average Cost of Capital (WACC) descuenta los flujos de caja, tanto de los tenedores de deuda como de los tenedores de acciones (también llamados flujos de caja no apalancados), al coste medio ponderado del capital æpor ejemplo, el coste medio ponderado de la deuda más recursos propios.

No obstante, ambos métodos comparten el mismo proceso: es preciso efectuar proyecciones de los flujos de caja de la compañía en cuestión y seguidamente descontar tales flujos de caja a una tasa de descuento.

La formula del método del Flujo de Caja Descontado es la siguiente:

$$Valor\ actual = \frac{Flujo\ de\ caja\ libre\ 1}{(1+r)^1} + \frac{Flujo\ de\ caja\ libre\ 2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{Flujo\ de\ caja\ libre\ n}{(1+r)^n}$$

donde:

Flujos de caja libres (FCL): En el método del CMPC, los flujos de caja libres se definen como el flujo disponible tanto para los tenedores de deuda y acciones, mientras que en el método del Flujo de Caja del Capital, se definen como el flujo de caja libre disponible solo para los tenedores de acciones.



Se calculan de la forma siguiente:

BAIIDA (Beneficios antes Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización)

- + Depreciación y Amortización
- Incrementos de capital circulante
- Gastos de capital Impuestos sobre BAIIDA
- = Flujo de caja libre a tenedores de deuda y acciones
- + Deducción de impuestos (tipo impositivo x deuda pendiente)
- Intereses de la deuda
- Reembolso de deuda
- + Nuevas emisiones de deuda
- = Flujo de caja libre a tenedores de acciones (flujos de caja apalancados)

Tasa descuento (r): La tasa de descuento representa el riesgo de los flujos de caja. En el Método del CMPC, la tasa de descuento utilizada para determinar el valor de la compañía es una media ponderada de deuda y capital, cuyas ponderaciones a menudo se derivan de la estructura óptima o buscada de deuda y capital de una compañía. Sin embargo, en el Método del Flujo de Caja del Capital, descontamos los flujos de caja libres a los tenedores de acciones al coste de capital a fin de determinar el valor del capital de la compañía (más que el valor total como en el caso del Método del CMPC). Asimismo, se puede utilizar también un método *ad-hoc* para calcular la tasa de descuento, lo que normalmente incluye un tipo de descuento libre de riesgo más una prima de riesgo subjetiva por el riesgo de los flujos de caja.

En las inversiones en fases iniciales, debido al alto riesgo de los flujos de caja, la tasa de descuento que se utiliza normalmente es ad-hoc, y oscila por lo general entre 33% y 55%. Para las inversiones en compañías en fases más avanzadas de su ciclo de vida, los riesgos de los flujos de caja son más bajos a medida que negocio madura. Por lo general, tales riesgos se integran en el análisis utilizando el coste de la deuda y el capital para descontar los flujos de caja.

Valor continuado: En una valoración basada en el Flujo de Caja Descontado, los flujos de caja futuros de una compañía solo pueden estimarse con una



aproximación razonable para un número determinados de años, tras los cuales, se utiliza un único valor, denominado *valor continuado (continuing value)*, para representar a todos los flujos de caja futuros. Una vez que se calcula este valor, se ha descontar al valor actual con los otros flujos de caja. El valor continuado se calcula de una forma similar al de un título sin vencimiento de la forma siguiente:

$$\frac{VC = Flujo de caja libre^n}{(r - g)}$$

donde:

- Flujo de caja libre = Flujo de caja libre esperado en el año 'n'
- r = Tasa de descuento
- g = Tasa esperada de crecimiento a largo plazo esperada (en este punto se utiliza con frecuencia la tasa de inflación)

Ejemplo del Método del Flujo de Caja Descontado

Supongamos que el flujo de caja no apalancado de la Compañía XYZ en este ejercicio ha sido 20 M y que se espera que crezca en un 10% en los próximos 4 años, momento a partir del cual los beneficios crecerán ininterrumpidamente a una tasa de inflación del 3%. La tasa de descuento es 15%. La ecuación puede formularse del siguiente modo:

$$20(1+10\%)^4(1+3\%)$$

$$PV = \frac{20(1+10\%)}{(1+15\%)} + \frac{20(1+10\%)^2}{(1+15\%)^2} + \frac{20(1+10\%)^3}{(1+15\%)^3} + \frac{20(1+10\%)^4}{(1+15\%)^4} + \frac{(15\%-3\%)^4}{(1+15\%)^4}$$

$$PV = 215$$

Por tanto, podemos afirmar que el valor de la Compañía XYZ es aproximadamente 215 M. Si la compañía tiene además deuda en su estructura de capital, deberíamos sustraer el valor de mercado de dicha deuda si pretendemos determinar exclusivamente el valor del capital de la compañía.

Existen diversos problemas al usar el Método del Flujo de Caja Descontado. En primer lugar, para utilizar este método, es necesario tener alguna certidumbre en torno a los flujos de caja futuros. En las inversiones en compañías en



etapas de arranque es, por lo general, muy difícil efectuar tales estimaciones de los flujos de caja. Por otro lado, si bien la estimación de los flujos de caja de empresas más maduras o establecidas puede resultar más sencillo, incluso en las inversiones en fases más avanzadas, esto puede representar un problema ya que es complejo estimar los flujos de caja a 5 o 10 años vista, mientras el valor residual, que puede suponer hasta el 80% de la valoración de una compañía dada, se basa también en muchos de sus propios supuestos.

Otro inconveniente importante del Método del Flujo de Caja Descontado tiene que ver con la dificultad para escoger la tasa de descuento apropiada para descontar los flujos de caja. Como hemos visto, se pueden aplicar diversos método como el Método del CMPC, o una tasa de descuento ad-hoc como veremos en el Método del Capital Riesgo. En este sentido, en las inversiones en fases más avanzadas de las compañías objetivo, donde el riesgo de los flujos de caja es más estable, sería recomendable un método como el del CMPC, mientras que para las inversiones en compañías de nueva creación o emergentes, en las cuales dicho riesgo es más elevado, es recomendable usar una tasa ad-hoc y ciertamente más alta que en el escenario anterior.

Por ultimo, una valoración basada en los Flujos de Caja Descontados es muy sensible a sus propios componentes tales como la tasa de crecimiento o la propia tasa de descuento utilizada. Por consiguiente, es muy importante efectuar un análisis de sensibilidad sobre todos los elementos para visualizar como el valor de la compañía puede cambiar.

Método del árbol de decisiones

Este método puede considerarse como una extensión del Método del Flujo de Caja Descontado en que utiliza el análisis de los flujos de caja descontados para valorar una compañía. Sin embargo, puede ser mucho más útil que dicho método cuando se trata de valorar decisiones de inversión complejas mediante modelos de posibles posibilidades y resultados que una compañía, y sus flujos de caja asociados, pueden afrontar.

Ejemplo:

La forma más sencilla de visualizar como opera este método es a través de un ejemplo. Supongamos que la Compañía CARSA debe decidir el desarrollo del prototipo de nuevo automóvil. Si deciden desarrollar el prototipo, existe una



probabilidad del 20% de que el prototipo sea "Bueno", una probabilidad del 70% de que sea "Excelente", y un 10% de que será "Malo". Una vez que la compañía conozca los resultados del prototipo, debe decidir si procede seguirá adelante con la comercialización del nuevo automóvil. La Figura 1 muestra el árbol de decisiones y el conjunto de flujos de caja y probabilidades.

Pasos:

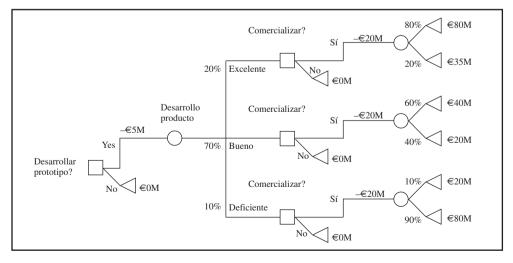
1. Primero, se establece un árbol de decisiones a fin de determinar: a) los eventos que pueden ocurrir; b) las probabilidades de que dichos eventos ocurran; y c) el valor actual de los flujos de caja si tales eventos ocurriesen.

donde:

- Un *nodo de decisión* (un cuadrado en la figura) es donde la compañía debe adoptar un decisión
- El *resultado de la decisión* (un círculo en la figura) es donde la probabilidad de que evento ocurra toma lugar
- El resultado final (un triángulo en la figura) es donde finaliza un proceso de decisión.

Nota: Todos los costes y resultados finales están en formato descontado utilizando el Método del Flujo de Caja Descontado antes descripto.

Por ejemplo, si la compañía CARSA decide desarrolla del prototipo, y el resultado del desarrollo es "Bueno", hay un 60% de probabilidades de que el valor actual de los flujos de caja sean de €40 M, y un 40% de que sean €20 M.





En segundo lugar, el analista debe comenzar a partir del último resultado del árbol de decisiones y trabajar en sentido inverso hasta el primer nodo de decisiones, eligiendo siempre el resultado con el retorno más alto.

Por ejemplo, si observamos la "rama" donde existe una probabilidad del 60% de obtener unos beneficios de \le 40 M, y un 40% de obtener \le 20 M, la compañía puede esperar ganar \le 32 M [(60% x 40 M) + (40% x 20 M)], antes de sustraer los costes de comercialización y desarrollo del prototipo. Por consiguiente, la compañía debe optar por comercializar si el resultado del desarrollo es "Bueno" dado que podría ganar \le 7 M [\le 32 M - \le 20 M (costes de comercialización) - \le 5 M (costes de desarrollo)] frente a - \le 5 M si decide no comercializar [\le 0 - \le 5 M (costes de comercialización)].

Nota: Si el resultado fuera "Excelente", la compañía optaría por comercializar ya que en ese caso ganaría €46 M (después de costes de comercialización y desarrollo). Si el resultado fuera "Bueno", la compañía decidiría comercializar dado que ganaría €7 M después de costes de comercialización y desarrollo; y finalmente si el resultado fuera "Malo", elegiría no comercializar, ya que si decidiera hacerlo incurriría en un pérdida de €99 M después de costes de comercialización y desarrollo frente a un pérdida de sólo €5 M decidiendo no comercializar (solo incurriría en los costes de desarrollo del prototipo en este caso).

2. En tercer lugar, el mismo análisis debe efectuarse para cada "rama" hasta alcanzar la decisión de inversión inicial, o en este caso la decisión ¿Desarrollar el prototipo?, siempre seleccionando la "rama" con el retorno más elevado.

Continuando con el ejemplo, si se multiplican los valores arriba calculados por la probabilidad porcentual de que ocurran obtendremos un flujo de cada libre de €13,6 M [(€46 M x 20%) + (€7 M x 70%) + (–€5 M) x 10%]. Consecuentemente, optaríamos por desarrollar el prototipo ya que supondría añadir €13,6 M al valor de la compañía mientras que, por el contrario, no ganaríamos nada si la compañía no lo desarrollara.

Para las inversiones en empresas en fases iniciales, este método puede funcionar mejor que el Método del Flujo de Caja Descontado en la medida que per-



mite una mayor flexibilidad en la probabilidad de que ocurran determinados eventos. No obstante, el método utiliza los flujos de caja descontados por lo que conlleva los mismos problemas que el Método del Flujo de Caja Descontado, en particular la sensibilidad de los supuestos. Como tal, también es importante, por tanto, efectuar un análisis de sensibilidad sobre los flujos de caja y la tasa de descuento. En adición, en el Método del Árbol de Decisiones, el análisis de sensibilidad debería aplicarse también sobre las probabilidades de ocurrencia de un evento, lo cual no necesita ser considerado en el Modelo del Flujo de Caja Descontado.

Método del Capital Riesgo

El llamado Método del Capital Riesgo (MCR) fue desarrollado para superar los problemas inherentes en algunos de los métodos de valoración existentes que dificultaban la valoración de compañías en fases tempranas de su desarrollo con beneficios altamente inciertos y una elevada volatilidad en sus flujos de caja.

Para calcular el valor de una compañía aplicando este método, el analista procura establecer el valor de la compañía en la fecha esperada de salida o desinversión del inversor, también denominado valor continuado. Este valor puede calcularse utilizando la fórmula anteriormente descripta en el Modelo de Flujo de Caja Descontado, o bien utilizando múltiplos, que es el método utilizado con mayor frecuencia. Una vez que se ha calculado el valor continuado, hay que proceder a descontarlo (valor actual) utilizando el análisis de flujo de caja. Cabe destacar que más que usar el CMPC (Coste medio ponderado del capital), que vimos en el Método del Flujo de Caja Descontado, la tasa de descuento es ahora significativamente más elevada (entre el 30% y el 70%) en virtud del alto riesgo de los flujos de caja.

Por ejemplo, el analista puede aplicar un ratio precio-beneficio de 10 sobre un beneficio neto proyectado de €10 M en el año 5. Esto resulta en un valor esperado de la compañía de €100 M en el año 5.

Utilizando la siguiente formula, se calcula el valor actual de dicho valor (en este caso, aplicaremos una tasa de descuento del 50%):



Una vez obtenido este valor, el inversor puede calcular directamente el porcentaje de propiedad que le correspondería por su inversión esperada. Por ejemplo, si espera invertir €5 M, su participación en la compañía alcanzaría el 38%.

Aunque este método proporciona una mejor forma de valorar inversiones en fases iniciales, tiene diversos inconvenientes. En particular, el problema principal con este modelo es que el tratar de determinar el precio de una compañía en el futuro es altamente incierto. Una vez más, es necesario efectuar un análisis de sensibilidad a fin de encontrar un rango de valores continuados a descontar subsecuentemente.

Conclusión

Junto a los métodos brevemente descriptos en este anexo, existe una variedad de métodos de valoración de inversiones. Entre estas técnicas se incluyen el método del valor residual, mediante el cual se procura calcular los beneficios después de considerar el coste de capital del la compañía, y el enfoque de las opciones reales, a través del cual se procura valorar una compañía en su totalidad como si fuera una opción financiera.

Con independencia del método utilizado, el analista debe ser consciente de los supuestos y problemas con cada modelo a fin de determinar la valoración adecuada de la compañía objeto de análisis. Este enfoque también ayudará al analista a seleccionar el modelo apropiado dependiendo de si se trata una inversión en fases iniciales o en una etapa más avanzada de la compañía objetivo (si bien, en teoría, la mayoría de los modelos antes descriptos pueden aplicarse para ambos tipos de inversiones). Evidentemente, la eficacia de cada uno de estos métodos será tributaria directa de la calidad de los datos y la información que el analista introduce en el modelo. Es conveniente también efectuar análisis de sensibilidad sobre la base de dicha información en el modelo, y utilizar uno o varios modelos diferentes para poder obtener un rango de diversas valoraciones para una inversión dada.

Bibliografía

Vaid, Rahul (2002). Equity Capital Training. Pacesetter Capital Group.



ANEXO III. PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS UTILIZADOS EN OPERACIONES DE CAPITAL RIESGO

Títulos

Acciones ordinarias: Son las participaciones de propiedad de una compañía. Conllevan el mayor riesgo, puesto que sus tenedores son los últimos en ser pagados en cualquier situación de distribución de dividendos o activos. En cambio, tienen el potencial para generar los mayores retornos. El control de votación de una compañía se encuentra normalmente en manos de un grupo o una parte que es propietario de la mayoría de las acciones ordinarias.

Acciones preferentes: Comportan menos riesgo, puesto que sus tenedores son retribuidos antes que los accionistas ordinarios en cualquier momento de una distribución de dividendos o activos. Normalmente, se les paga a dividendo fijo (o cupón) y no tienen derecho a voto. Las acciones preferentes pueden ser:

- Acciones acumulativas: si los dividendos de acciones preferentes no se pagan, son acumulados y tienen prioridad de pago total antes de los dividendos de las acciones ordinarias de la compañía.
- Acciones convertibles: las acciones preferentes se pueden convertir en acciones ordinarias en una nueva emisión de acciones o en un momento previamente acordado por los accionistas.

Otros instrumentos

Normalmente los gestores y los inversores de capital riesgo suelen tener acciones ordinarias de la nueva compañía. Sin embargo, la financiación proporcionada por los inversores de capital riesgo normalmente excede el valor de sus participaciones. La diferencia puede tomarse mediante otros instrumentos financieros tales como los préstamos convertibles o las acciones preferentes rescatables.

Préstamos convertibles/del accionista: Se trata de deuda subministrada por los accionistas, que puede o no ser convertible en acciones.

Aunque a veces algunos tipos de préstamos de los accionistas son convertibles esto no siempre es así. En una operación de compra apalancada (*buyout*), por



ejemplo, los inversores de capital riesgo pueden proporcionar parte de la financiación en forma de un préstamo de accionista, que tiene mayor prioridad de reembolso que las acciones, pero no son convertibles.

Acciones preferentes rescatables: Se trata de acciones que pueden ser refinanciadas por proveedores *ad-hoc*, bancos u otros proveedores institucionales de fondos, dejando así que el inversor de capital riesgo recupere su inversión inicial.

Las ventajas que hacen de estos instrumentos de financiación una forma atractiva de garantía para los inversores de capital riesgo (así como también, en algunos casos, para los proveedores de fondos *ad-hoc* o los propios vendedores) son:

- Generan un beneficio más previsible y se sitúan por encima de las acciones ordinarias en cualquier distribución de dividendos o activos (aunque por debajo de la deuda cuando no son garantizadas).
- Son normalmente rescatables: si los flujos de caja son lo suficientemente fuertes, puede ser de interés para ambas partes reducir la deuda de accionistas a través de una recapitalización del negocio. La compañía y su gestión se benefician porque las deudas de accionistas, de coste elevado, se pagan con nueva deuda adicional. Al mismo tiempo, los inversores de capital riesgo, por su lado, pueden recuperar una parte considerable de su inversión sin renunciar a ninguno de los retornos que eventualmente obtendrán como tenedores de acciones ordinarias de la compañía.
- Normalmente son convertibles (en el momento de desinversión o en función de las circunstancias de determinados acontecimientos). De la misma manera que permite que los inversores de capital riesgo se beneficien de cualquier ganancia en el precio de las acciones ordinarias, también ofrece la ventaja de proporcionar una red de seguridad, particularmente en las inversiones en que el inversor posea una minoría de las acciones con derechos a voto.

A fin de reducir la exigencia sobre los flujos de caja, el dividendo o el interés pagaderos sobre las acciones preferentes o el resto de los instrumentos antes descriptos pueden ser acumularse y pagarse en su totalidad en el momento de la salida. Como alternativa, existe también la posibilidad que el inversor prefiera



que la Nueva Compañía se comprometa a un calendario fijo de reembolso como una forma para mantener la presión financiera sobre la dirección de la empresa.

Deuda

Los tipos principales de deuda que se usan para estructurar las inversiones de capital son:

- Deuda prioritaria: Detenta la clasificación superior de deuda, con prioridad de reembolso por encima de cualquier otros instrumento. Puede estar total o parcialmente garantizada contra activos, acciones, subsidiarias, cuentas a cobrar, flujos de caja futuros, etc.
- Deuda subordinada o junior: Puede o no estar garantizada y tiene una prioridad de reembolso inferior que la deuda prioritaria. Debido al mayor riesgo que supone, en especial si no está garantizada, determina que los proveedores de deuda secundaria exijan tasas de retorno más elevadas. Los dos principales tipos de deuda secundaria son la financiación ad-hoc o mezzanine y los bonos de alto rendimiento.

Deuda prioritaria

Se denomina así porque los reembolsos de los intereses y del principal tienen prioridad de pago por encima de cualquier otro tipo de deuda. En el caso de que una compañía afronte dificultades financieras o sea forzada a su liquidación, los tenedores de este tipo de deuda tienen derecho prioritario.

Hay cuatro subcategorías de deuda prioritaria:

- Deuda prioritaria A: Normalmente se trata de un préstamo de siete años, con principal e intereses reembolsados trimestralmente. Sin embargo, el pago del principal normalmente no se distribuye en plazos de pagos iguales a lo largo del período de siete años. Éstos pueden concentrarse hacia el final del período de amortización para facilitar una mayor flexibilidad a la compañía en los primeros años del buyout.
- *Deuda prioritaria B y C:* "Préstamos de reembolso único", en los que el interés se paga trimestralmente, mientras que el capital se reembolsa en el momento del vencimiento o en el momento de la desinversión.



• **Deuda prioritaria D**: Se trata de una línea de crédito/de capital de explotación que se gira en el momento que es requerida y se reembolsa en unas condiciones muy similares a la deuda prioritaria A.

La deuda prioritaria forma parte de la estructura de capital a largo plazo de una compañía. Por tanto, es esencial que las líneas de financiación se encuentren totalmente comprometidas y que no sean retiradas siempre y cuando la compañía atienda los pagos programados y se mantenga dentro de los ratios financieros clave establecidos en las cláusulas contractuales con sus proveedores de fondos.

El establecer el nivel de deuda que la Nueva Compañía tendrá disponible es uno de los primeros pasos que da un inversor de capital riesgo en el proceso de estructuración de una operación de inversión en compañía objetivos en fases avanzadas de desarrollo empresarial.

Financiación mezzanine

Los inversores de capital riesgo en ocasiones pueden incorporar financiación *ad-hoc* o *mezzanine* en la estructura de una operación de inversión en empresas establecidas (por ejemplo, en una compra apalancada) porque:

- Proporciona un apalancamiento adicional cuando el componente de capital es demasiado bajo para satisfacer los requerimientos del coeficiente de endeudamiento (exigible total/recursos propios) por parte de los proveedores de la deuda prioritaria.
- Es flexible y menos onerosa que la deuda prioritaria.
- La alta tasa de retorno puede compensarse parcialmente a través un interés "en especie", acumulado y pagado al término del período del préstamo, o a través de una fórmula de *equity kicker*, a través de la cual un número pequeño de acciones o de garantías se añaden a lo que inicialmente es deuda, por ejemplo, pagaderos en el momento de la disinversión.
- Tienen menos dilución que otras formas tradicionales de inversión de capital riesgo.

La financiación ad-hoc o *mezzanine* es subministrada por bancos, bancos comerciales o fondos especializados en este tipo de financiación. El préstamo normalmente se estructura en un período de diez años. Al no estar garantizado,



tiene un coste financiero más elevado que la deuda prioritaria, además de incluir una serie de condiciones para hacer la operación más atractiva para los proveedores de los fondos.

En algunos casos, los suministradores de estos recursos pueden actuar como un inversor y proporcionar financiación a cambio de acciones convertibles preferentes sin derecho de voto. En el caso que la Nueva Compañía experimente problemas financieros, el proveedor de la financiación *ad hoc* automáticamente tendrá la opción de convertir sus acciones preferentes en acciones ordinarias —y adquirir en consecuencia un derecho a voto. Para la compañía, esta opción puede ser mejor que verse involucrada en posibles procedimientos de insolvencia en caso de no cumplir con los compromisos de reembolso programado de la deuda. Por su parte, el inversor de capital riesgo puede objetar la petición de representación en el Consejo de Administración, que a menudo acompaña un acuerdo de este tipo, argumentando que un Consejo pequeño puede decidir mejor y más rápidamente.

Esta opción de conversión, junto con un *equity kicker*, exige un cuidado especial de asegurarse que los pagos regulares a los proveedores de estos fondos no sean considerados, por razones fiscales, como dividendos, sino como pagos de intereses del servicio de deuda.

Bonos de alto rendimiento

Juegan un papel similar al de la financiación ad hoc o *mezzanine*, al permitir cerrar la brecha entre el nivel de la deuda prioritaria y los recursos propios. La diferencia es que los bonos suponen una carga más pesada sobre la tesorería de la compañía, mientras que, por el contrario, exigen al inversor ceder menos sobre el valor futuro de la inversión en forma de garantías sobre acciones, etc.

Cabe recordar que los inversores de capital riesgo tienen que considerar diversas combinaciones de precio, deuda y acciones para obtener aquella combinación que mejor se adecue a la relación entre riesgo y rendimiento deseada.

La financiación *mezzanine* y los bonos de alto rendimiento generalmente no se usan para aumentar la deuda prioritaria. El bono de alto rendimiento es más apropiado cuando los flujos de caja, al menos a medio plazo, son previsibles y



consistentes. Si existe una duda significativa en relación con esto —o si las retenciones de caja son un factor importante por otros motivos— la financiación ad-hoc puede ser una mejor opción, con su interés acumulado "en especie" y las garantías sobre acciones, al establecer una menor presión sobre la compañía.

Financiación del vendedor

En algunas circunstancias, el vendedor puede proporcionar varios tipos de financiación, lo cual puede emplearse para incrementar el "mix" del capital de la Nueva Compañía, y cerrar cualquier hueco en la valoración. Aunque en un principio podría resultar paradójico que el vendedor inyecte recursos en un negocio en el que acaba de desinvertir, a menudo puede haber muy buenos motivos para hacerlo.



ANEXO IV. GLOSARIO

Absorción - Takeover

En el ámbito societario, la absorción es la operación en la que una o más empresas se disuelven, pasando a formar parte de otra empresa ya existente que las absorbe. Estas operaciones pueden llevarse a cabo de forma amistosa o de forma hostil.

Acciones clasificadas - Classified Stock

La separación de las acciones de una compañía en varias clases.

Acciones ordinarias - Ordinary Shares (or Common Shares/Stock)

En una sociedad cotizada, las acciones ordinarias son aquellas que se intercambian entre inversores. Los propietarios de acciones ordinarias tienen el derecho a voto en la selección de los directores y otros asuntos importantes. Pueden también recibir dividendos de sus acciones, pero las acciones ordinarias no garantizan un retorno de la inversión. Si una compañía se liquida, se retribuye antes a los propietarios de los bonos y acciones preferentes que a los propietarios de acciones ordinarias.

Acciones preferentes - Preferred Shares (or Preferred Stock)

Acciones que tienen preferencia sobre las acciones ordinarias, incluyendo la prioridad para recibir dividendos al liquidar la empresa. En algunos casos, también tienen derechos de rescate, derecho preferencial de voto y derecho de convertir la acción en una acción ordinaria. Los inversores de capital riesgo normalmente realizan su inversión en forma de acciones preferentes convertibles.

Acciones preferentes acumulativas - Cumulative Preferred Stock

Tipo de acciones preferentes que ofrecen la posibilidad de acumular dividendos –si uno o más dividendos se omiten– y que éstos sea pagados, en su totalidad, antes que los dividendos que corresponden a las acciones ordinarias de la compañía.

Acciones preferentes convertibles - Convertible Preferred Stock

Acción preferente convertible en acción ordinaria.



Acciones preferentes prioritarias - First Preferred Stock

Acciones que tienen preferencia sobre otro tipo de acciones preferentes y sobre acciones ordinarias en lo que se refiere a dividendos y activos.

Acciones preferentes rescatables acumulativas - Redeemable Cumulative Preference Share

Un tipo de acciones preferentes que proporcionan la posibilidad de que, si uno o más dividendos se omiten, estos dividendos se acumulen y sean pagados en su totalidad antes de que se pueda pagar cualquier otro dividendo de las acciones ordinarias de la compañía. Estas acciones se pueden refinanciar con proveedores de financiación *ad-hoc*, bancos u otros proveedores institucionales de capital, dejando así la posibilidad de que los inversores iniciales recuperen su inversión.

Acciones preferentes secundarias - Second Preferred Stock

Acciones preferentes con derechos de activos y dividendos subordinados a los derechos de otras acciones preferentes.

Acuerdo de accionistas - Stockholder Agreement

Acuerdo que complementa los estatutos de una empresa y que regula la relación actual y futura de los accionistas. Las sociedades de capital riesgo normalmente requieren un pacto de socios que puede cubrir, entre otros: derechos a participar en ventas, derecho a participar en la elección de consejeros, etc.

Acuerdo de Asociación - Partnership agreement

Contrato que especifica la compensación y condiciones de la relación entre los proveedores de fondos (*limited partners*) y los gestores de los fondos (*general managers*) a lo largo de la vida de un fondo de capital riesgo.

Acuerdo de confidencialidad - Confidentiality and Proprietary Rights Agreement (or Non-Disclosure Agreement)

Acuerdo en el que un empleado, un cliente o un vendedor se comprometen a no revelar información confidencial a terceras personas o usarla en ningún otro contexto que no sea el del negocio de la empresa. Si el acuerdo es entre una compañía y un empleado, el empleado normalmente concede a la empresa los derechos de propiedad de cualquier invento que desarrolle mientras esté contratado por la compañía.



Acuerdo de suscripción - Underwriting Agreement

Documento en el que los suscriptores de una oferta pública acuerdan, en una oferta de buena voluntad, usar sus mejores esfuerzos para vender los valores o, en una oferta de compromiso de la firma, acuerdan, comprar del emisor los valores sujetos a oferta pública.

Agente de colocación - Placement Agent

Persona o entidad que actúa como agente de una firma de capital riesgo para levantar fondos de inversión.

Análisis de sensibilidad - Sensitibity Analysis

Se lleva a cabo para analizar cómo afectan las distintas variables de un negocio a algunos indicadores clave, como el flujo de caja generado o el nivel de retribución y retorno de la inversión. Por ejemplo, en un escenario determinado, podemos ver hasta dónde podríamos reducir la cifra de ventas para obtener un VAN (Valor Actual Neto) negativo.

Antidilución (Ajuste completo) - Anti-dilution (Full Ratchet)

Se trata de cláusulas antidilución en las que el precio al que se convierten los instrumentos antidilución es el precio más bajo al que se han vendido las acciones ordinarias. Por ejemplo: unos inversores han obtenido una protección antidilución de ajuste completo en una primera ronda de financiación en la que invirtieron capital a $\leq 2,00$ por acción. En la siguiente ronda, que se cerró a $\leq 1,00$ por acción, dichos inversores iniciales ejercen su derecho a convertir sus instrumentos antidilución al precio más bajo ($\leq 1,00$).

Antidilución (Ajuste ponderado) - Anti-dilution (Weighted Average)

Se trata de cláusulas antidilución en las que el precio al que se convierten los instrumentos de antidilución se calcula mediante una fórmula de ajuste ponderado. Por ejemplo: unos inversores han obtenido una protección antidilución de ajuste ponderado en una primera ronda de financiación en la que invirtieron $\in 1$ millón de capital a $\in 2,00$ por acción, En la siguiente ronda, en la que se invirtió también $\in 1$ millón a $\in 1,00$ por acción, los inversores iniciales ejercen su derecho a convertir sus instrumentos antidilución a un precio de ajuste medio ponderado de $\in 1,50$ por acción.



Apalancamiento - Gearing, Debt/Equity Ratio o Leverage

Relación entre la deuda total y los fondos propios de una compañía. Cuánto mayor es la deuda sobre los propios fondos, más apalancada está la empresa. O dicho de otro modo: grado de utilización de la financiación externa por parte de una empresa, medido en relación con los recursos propios.

Arm's-length

Relación entre personas (sean compañías o no) que tiene en cuenta puramente aspectos comerciales, sin la influencia de otros factores tales como propiedades comunes, relaciones de parentesco o subsidiarias entre las empresas, relaciones de parentesco o profesionales entre los individuos, etc.

Bad Leaver

Empleado que deja la empresa en un período de tiempo muy breve o que es despedido por alguna razón, o por otras circunstancias en las que no se le permite acogerse al beneficio de los acuerdos de participación en los beneficios como, por ejemplo, en caso de aumento del valor de las acciones o el denominado *carried interest*.

BAII - EBIT

Beneficios antes de impuestos e intereses: una medida financiera usada a menudo cuando se valora una compañía (el precio que se paga se expresa como múltiplo del BAII).

BAIIA - EBITDA

Beneficios antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización: una medida financiera usada cuando se valora una compañía (el precio se expresa como múltiplo del BAIIA).

Benchmark

Punto de referencia (previamente acordado) en el que el inversor determinará si sigue contribuyendo con fondos adicionales en una empresa participada.

BIMBO (Buyin-management-buyout)

Combinación de gestión de *buyin* y gestión de *buyout*. Un gerente emprendedor o un grupo de gerentes externos financiados por *inversores de capital riesgo*.



Bono - Bond

Una obligación o compromiso de deuda, a menudo garantizado a través de la hipoteca de alguna propiedad o recurso del emisor.

Bonos de alto rendimineto - High Yield Bonds

Estos bonos juegan un papel parecido al de la financiación *Mezzanine*, al unir la brecha entre la deuda prioritaria y los recursos propios. Los bonos de alto rendimiento son títulos prioritarios subordinados, no garantizados ni protegidos contra los activos de la compañía. De ahí que tengan una tasa de interés superior que la deuda prioritaria.

Burn Rate

Velocidad/tasa a la que una compañía participada consume su capital de inversión.

Business Angel

Inversor privado que suministra financiamiento y experiencia empresarial a una compañía participada.

Buyout

Transacción en la que se compra un negocio, unidad de negocio o compañía a sus accionistas. Ver también Management Buyin (MBO), Management Buyout (MBI), Buyout Institutional (IBO), Leveraged Buyout (LBO).

Buyout institucional - Institutional Buyout (IBO)

Compra de una compañía por parte de inversores financieros externos (por ejemplo, firmas de capital riesgo). El equipo de gestores existente puede estar involucrado desde el principio y comprar una pequeña participación. Como alternativa, el inversor puede incorporar su propio equipo gestor.

Capital aportado - Contributed Capital

Representa la porción de capital que se ha aportado inicialmente (proporcionado por los inversores) y que se ha retirado de un fondo de capital riesgo.

Capital de sustitución (compra secundaria) - Replacement Capital (secondary purchase)

Compra de acciones existentes en una compañía a otro inversor de capital riesgo o a otro u otros accionistas de dicha compañía.



Capital desarrollo - Expansion Capital

Financiación proporcionada para el crecimiento y la expansión de una compañía, que puede (o no) estar en punto muerto o ser rentable comercialmente. Este capital se puede usar para financiar el incremento de la capacidad de producción o el desarrollo de mercado o de producto, o para proporcionar capital de explotación adicional.

Capital en Gestión - Capital under Management

Es la totalidad de los fondos a disposición de los gestores de fondos para inversiones futuras, más la cantidad de fondos que ya se han invertido (costes) pero que aún no se han desinvertido.

Capital social - Equity

Participaciones en la propiedad de una compañía, representadas por las acciones distribuidas a los inversores.

Captación de fondos - Fundraising

Proceso en el que los propios inversores de capital riesgo captan dinero para crear un fondo de inversión. Estos fondos los obtienen de inversores privados, corporativos o institucionales, los cuales acuerdan compromisos de inversión en el fondo que será invertido por los gestores del mismo.

Carried Interest

Plus/prima que corresponde al equipo gestor de un fondo de capital riesgo en general, o a alguno de los miembros del Consejo de Administración de un fondo en concreto. El *carried interest* (normalmente hasta un 20% de los beneficios del fondo) se paga una vez que los inversores en dicho fondo han reembolsado su inversión inicial en el fondo más una tasa de retorno objetivo definida (*hurdle rate*).

Carta de intenciones - Letter of Intent

Carta dirigida por un inversor de capital riesgo a la compañía participada indicando su predisposición o intención de carácter general de realizar algún tipo de transacción. A menudo, precede a la negociación del acuerdo completo y típicamente se estructura de una manera que no compromete a ninguna parte.



Carta de aclaración - Disclosure Letter

Carta que contempla cuestiones o problemas que de otro modo podrían ser causa de incumplimiento de garantías. Estas cuestiones así expuestas limitan la efectividad de las garantías.

Cash Wall

El momento en el ciclo de desarrollo de una empresa joven y en fase de crecimiento en el que se agota el dinero. Es un indicador dentro del sistema de control financiero que advierte a los directivos de la compañía y a los inversores de una posible situación de iliquidez. Una compañía puede aproximarse o verse en tal situación más de una vez en las fases iniciales de desarrollo (y a veces también en fases más avanzadas, normalmente más estables).

Cláusula de no competencia - Non-Compete Clause

Acuerdo a menudo firmado por los empleados y la dirección a través del cual los primeros convienen no trabajar en compañías de la competencia o crear una empresa competidora durante un período determinado después de dejar el trabajo en la presente empresa.

Cláusula Shot Gun - Chinese Option

El resto de accionistas actuales se obligan a ofrecer a la venta un número de acciones que sumadas a las de los inversores de capital riesgo supongan una mayoría o la totalidad, según requiera la oferta presentada, de las participaciones de la sociedad.

Cláusulas antidilución - Anti-dilution Provisions

Cláusulas previstas en los estatutos legales de una compañía concebidas para disuadir intentos no deseados de absorción. Estas cláusulas se materializan en forma de opciones o instrumentos de capital (por ejemplo acciones preferentes convertibles), que se pueden convertir en acciones ordinarias en caso de cualquier emisión de nuevas acciones en una sucesiva ronda de financiación o en una oferta de absorción. El precio al que se realiza esta conversión se determina por el tipo de cláusula antidilución.



Cláusulas restrictivas - Restrictive Covenant

En el contexto de la inversión de capital riesgo, un acuerdo en el que el equipo gestor de una compañía participada o, de un fondo de capital riesgo, se comprometen no llevar a cabo actividades que puedan afectar los ingresos de la compañía o el fondo.

Claw Back Option

Esta opción exige a los socios generales (gestores) de un fondo de capital riesgo devolver capital a los inversores en el fondo (*limited partners*), en el caso que la distribución de beneficios haya sido diferente de la acordada en el *carried interest*. La cláusula garantiza a los proveedores de fondos que puedan recuperar sus contribuciones de capital, gastos y cualquier retribución preferente prevista en el acuerdo de asociación (*partnership agreement*) en caso que el fondo desinvierta de las compañías participadas que van mejor en las fases iniciales de la vida del fondo, dejando las participadas menos exitosas para el final.

Cobertura de dividendo - Dividend Cover

Ratio que mide el número de veces que un dividendo se puede pagar en base a los beneficios de la compañía. Cuánto más alta sea la cobertura del dividendo, más seguro es el dividendo.

Cobertura de intereses - Interest Cover

Indicador utilizado por los bancos para calcular la deuda máxima. Se calcula con el BAII dividido entre los gastos financieros netos. Este indicador es una medida de la capacidad de la compañía para servir su deuda.

Ratio de solvencia o garantía - Asset Cover

Otros de los indicadores utilizados por los bancos para calcular el tope de deuda. Indica hasta que punto la deuda está garantizada con los activos de la compañía.

Coeficiente de endeudamiento a largo plazo - Debt/Equity Ratio

Exigible total dividido por recursos propios.



Co-inversión - Co-investment

La sindicación de una ronda de financiación de capital riesgo, o bien de una inversión por parte de inversores privados (normalmente, socios generales) junto con un fondo de capital riesgo en una ronda de financiación.

Colateral - Collateral

Activos pignorados a un prestamista hasta que la devolución de un préstamo. Si el deudor no reembolsa el dinero prestado, el prestamista tiene derecho a retener el colateral y venderlo para reembolsar la deuda.

Compañía participada - Investee Campany o Portfolio Company

Compañía o entidad en la que un fondo de capital riesgo invierte directamente.

Compromiso - Commitment

La obligación de un socio-inversor en un fondo de capital riesgo de suministrar una determinada cantidad de capital a dicho fondo cuando un socio general o gestor del mismo requiere capital.

Compromiso de los socios generales - General Partner's Commitment

Los socios generales o gestores de un fondo de capital riesgo por lo general invierten conjuntamente con sus socios-inversores (*limited partners*), lo que a veces supone inducir un mayor nivel de confianza en el fondo. Los socios-inversores en el fondo esperan que los gestores del mismo inviertan racionalmente entre el 1% y 3% del total del fondo.

Consejo asesor - Advisory Board

Grupo de asesores externos de un grupo de capital riesgo o de una compañía participada. El asesoramiento varía en función de la estrategia de cada compañía participada. Es menos formal que un Consejo de Administración.

Consejo de Administración - Board of Directors

Grupo de personas designadas por los accionistas de una compañía para proteger sus intereses.

Contribución del socio general (gestor) - General partner contribution

La cantidad de capital que el gestor del fondo aporta a su propio fondo —de la misma forma que lo hace el socio-inversor o *limited partner*. Es una forma de



asegurar que los intereses los socios-inversores estén alineados con los de los gestores del fondo.

Covenants. Ver Garantías

Conversión - Conversion

Acto de intercambiar un título o una acción ordinaria equivalente por otro título equivalente de la misma compañía (p.e. acciones preferentes por acciones ordinarias, o títulos de deuda por *equity*).

Corporate Venturing

Concepto de difícil definición que distingue entre *corporate venturing* indirecto –en el que una compañía invierte directamente en un fondo dirigido por un gestor independiente– y programa de *corporate venturing*, en el que una empresa o grupo empresarial invierte directamente tomando una participación minoritaria en una empresa pequeña no cotizada.

Cuartil - Quartile

La tasa interna de retorno (TIR) que queda en el cuarto inferior o superior en una tabla de clasificación de las TIR individuales de un fondo.

Cuasi-Capital - Quasi-Equity

Concepto que abarca instrumentos como préstamos convertibles, acciones preferentes, pagarés etc. Estos instrumentos son sin garantías y convertibles al desinvertir.

Derecho de voto - Voting Right

El derecho de los accionistas ordinarios a votar su acción en los negocios de la compañía. Las acciones preferentes tienen normalmente el derecho a voto cuando los dividendos preferentes no se pagan durante un tiempo concreto. El derecho a voto puede ser delegado por el accionista a otra persona.

Derechos de información - Information Rights

Derecho contractual que permite tener acceso a la información de la empresa, incluyendo, por ejemplo, poder asistir a reuniones de la dirección. Normal-



mente, es un derecho que se concede a los inversores de capital riesgo que invierten en compañías privadas.

Derechos de suscripción preferentes - Pre-emption Rights

Derechos de los accionistas existentes a tener la primera opción para adquirir las acciones de un accionista que vende (preferencia sobre la transferencia de acciones) o a suscribir nuevas acciones emitidas por la empresa (preferencia sobre la emisión).

Descuento de suscripción (Comisión o Spread) - Underwriting Discount (or Commission or Spread)

La diferencia entre el precio al que los suscriptores compran títulos al emisor y el precio de la oferta pública.

Desembolso - Disbursement

Termino utilizado en Estado Unidos que refiere al flujo de fondos de inversión desde un fondo de capital riesgo hacia las compañías participadas.

Desinversión - Exit

Liquidación de las participaciones tomadas en compañías por parte de un fondo de capital riesgo. Entre las distintas maneras de desinvertir de una compañía encontramos venta a terceros (*trade sale*), oferta pública de venta (*Public Offering*); bajas de participaciones (*write-offs*); reembolso de acciones preferentes o préstamos; venta a otro inversor de capital riesgo; venta a una institución financiera.

Deuda convertible - Convertible Debt

Deuda de una compañía que puede ser convertible en acciones bajo determinadas circunstancias.

Deuda garantizada - Secured Debt

Préstamo protegido con los activos de la compañía.

Deuda no garantizada - Unsecured Debt

Préstamo no protegido con los activos de la compañía.



Deuda prioritaria - Senior Debt

Instrumento de deuda que tiene mayor prioridad de reembolso que otros acreedores generales no garantizados. Típicamente se utiliza para financiación a largo plazo en compañías de bajo riesgo o en la financiación de empresas en fases más avanzadas de su ciclo empresarial.

Deuda subordinada - Subordinated Debt

Deuda que figura por debajo de otros préstamos y que se paga en última lugar en caso de liquidación.

Dilución - Dilution

La dilución se produce cuando el porcentaje invertido por un inversor en una compañía se reduce por la emisión de nuevas acciones. Puede referirse también al efecto sobre los beneficios por acción o al valor contable por acción si las acciones convertibles son convertidas o se ejercen las opciones sobre acciones.

Distribución - Distribution

Cantidad desembolsada a los socios inversores o *limited partners* de un fondo capital riesgo.

Dividendos acumulados - Cumulative Dividend

Dividendos que se acumulan si no se hacen efectivos cuando son pagaderos y que deben pagarse en su totalidad antes que los dividendos de acciones ordinarias de la compañía.

Drag-Along Rights

Si el inversor de capital riesgo vende el paquete de sus acciones, puede exigir a los otros accionistas que vendan sus acciones al mismo comprador.

Drawdown

Cuando los inversores (*limited partners*) se comprometen a invertir en un fondo de capital riesgo, en ocasiones no es necesario comprometer toda la inversión de una vez. Una parte de estos fondos pueden ser invertidos parcialmente en el fondo en un momento posterior. La cantidad en cuestión que finalmente se invierte se denomina capital comprometido o aportado.



Due Diligence

Para los profesionales del capital riesgo, el *due diligence* refiere al proceso de comprobación minuciosa de todos los datos presentados en un plan de negocios o, de forma más genérica, al proceso de completar la investigación y el análisis que precede a un compromiso de inversión. El objetivo es determinar si el proyecto es atractivo así como los riesgos y cuestiones relacionadas con una potencial compañía objetivo. Este proceso debe permitir a los gestores del fondo llevar a cabo una toma de decisiones efectiva y contribuir a optimizar los términos de la operación.

Earn-out

Acuerdo mediante el cual los vendedores de un negocio pueden recibir pagos futuros adicionales para el negocio, condicionado al desempeño de la compañía tras la operación.

Elevator Pitch

Presentación muy concisa y breve de un emprendedor a potenciales inversores de su idea de negocio, el modelo de negocio, la estrategia de marketing y la competencia. Tiene una duración de pocos minutos.

Envy Ratio

En una operación de MBO o MBI, la relación entre el precio efectivo pagado a la dirección y el precio pagado por el inversor por sus respectivas participaciones en la Nueva Compañía.

Envy ratio = (MC/M%): (IC/I%) donde: MC= volumen a ser invertido por la dirección en la nueva compañía; M%= porcentaje de propiedad de la Nueva Compañía de la dirección (p.e. porcentaje de las acciones ordinarias); IC= cantidad a ser invertida en la Nueva Compañía por los inversores; e I%= propiedad de la Nueva Compañía por parte de los inversores.

Equity Kicker

En un préstamo ad-hoc, garantías sobre acciones pagaderas en el momento de la desinversión.

Estrategia de salida - Exit Strategy

Plan o estrategia de una entidad o inversor de capital riesgo para dar por terminada una inversión, liquidar las participaciones y obtener el máximo beneficio y rendimiento.



Etapa inicial - Early Stage

Fases semilla y de arranque de una compañía. (ver Fase semilla).

EVCA (European Venture Capital Association)

Asociación Europea de Empresas de Capital Riesgo.

Factor de apalancamiento financiero - Debt/ Equity Ratio

Tasa que mide el apalancamiento, que se calcula dividiendo exigible a largo plazo entre los recursos propios de los accionistas ordinarios.

Fase semilla - Seed Stage

Financiación proporcionada para investigar, evaluar y desarrollar un concepto inicial antes de que un negocio alcance la fase de lanzamiento y arranque.

Financiación Mezzanine - Mezzanine Finance

Préstamo a medio camino entre capital y deuda garantizada, bien no garantizada o con un acceso "junior" a acciones. Parte de la retribución de este instrumento se aplaza en forma de intereses diferidos acumulados, pagaderos "en especie", y/o mediante un garantía sobre acciones (Ver *Equity kicker*).

Financiación privada informal - Angel Financing

Capital proporcionado por un inversor adinerado, independiente y privado.

Financiación puente - Bridge Financing

Financiación que se proporciona a una compañía en el proceso de transición de pasar de ser una compañía privada a cotizarse en Bolsa.

Financiamiento por deuda - Debt Financing

Financiación mediante la venta de bonos u otros instrumentos de deuda.

Flat Pricing

En un acuerdo de precio uniforme (*flat pricing*), el emprendedor o el equipo gestor y el inversor de capital riesgo pagan el mismo precio por las acciones ordinarias. El saldo de los fondos suministrados por los inversores de capital riesgo se utiliza para adquirir otros instrumentos de capital (p.e. préstamos convertibles en acciones o acciones preferentes).



Flujo de caja descontado - Discounted Cash Flow (DCF)

Método para estimar el valor de una inversión, basado en el descuento de flujos de caja previstos, teniendo en cuenta que un Euro de mañana vale menos que un Euro de hoy.

Flujo de caja libre - Free Cash Flor

Se define como las ganancias de la compañía después de impuestos, más los cargos que no son de caja (p.e. depreciación), menos la inversión en capital de explotación, terrenos, planta, equipamiento y otros recursos.

Flujo de provectos - Deal Flow

Número de oportunidades de inversión disponibles de una firma de capital riesgo.

Fondo - Fund

Un fondo de inversión de capital riesgo es un vehículo que permite a un grupo de inversores determinado efectuar toma de participaciones en la propiedad, o de títulos asociados con la misma, de compañías objetivo. Por lo general, los fondos son firmas privadas cuyas acciones no cotizan en ninguna bolsa de valores.

Fondo cautivo - Captive Fund

Fondo en el que el accionista mayoritario proporciona la mayor parte de capital, por ejemplo, cuando una organización destina dinero a un fondo cautivo procedente de sus propias fuentes internas y reinvierte las plusvalías en dicho fondo.

Fondo de fondos - Fund of funds

Fondo que toma participaciones en otros fondos. Un fondo de fondos que invierte por primera vez en nuevos fondos es un fondo de fondos primario. Un fondo de fondos que se centra en invertir en fondos existentes se denomina fondo de fondos secundario.

Fondo mutuo de inversión - Mutual Fund

Un fondo abierto que puede vender tantas acciones como soliciten los inversores. A medida que el dinero entra, el fondo crece. Si el dinero sale del fondo,



el número de acciones del fondo disminuye. A veces, no admiten la entrada de nuevos inversores, pero los inversores existentes pueden seguir invirtiendo dinero en el fondo.

Fondo generalista - Generalist Fund

Fondos abiertamente enfocados a todas las fases de inversión de capital riesgo, o bien con una área muy amplia de actividad inversora.

Fondo semi-cautivo - Semi-captive Fund

Fondo en el que una parte significativa del capital se obtiene de terceras personas, a pesar de que la mayor parte del capital lo proporciona el accionista principal.

Fondos comprometidos o fondos captados - Committed funds or raised funds

Capital comprometido por los inversores o *limited partners*. Los fondos de este capital comprometido normalmente son requeridos por los gestores de capital riesgo sobre la base de operación en operación. Esta cantidad de capital es distinta que la de fondos invertidos por tres razones. En primer lugar, en la mayoría de los casos, los proveedores invertirán inicialmente entre un 80% ó 95% de los fondos comprometidos. En segundo lugar, durante los primeros años, podría ser necesario deducir los honorarios de gestión del fondo. En tercer lugar, el reembolso a los inversores normalmente comienza antes que la ultima aportación tome lugar. Hasta que el capital invertido no iguala el capital comprometido, los socios-inversores en el fondo (*limited partners*) tendrán su retribución minorada por los retornos mucho más bajos sobre la parte no invertida. Evitar tal situación es la razón principal de porque el grupo de socios-inversores procurará que los fondos comprometidos se encuentren en cada momento los más cercano al 100% invertido.

Garantías - Covenants

Compromiso de una compañía para llevar a cabo, o abstenerse de realizar, algunas actividades durante un cierto período de tiempo. Las estipulaciones normalmente son activas y tienen vigencia mientras el inversor de capital riesgo sea tenedor de una determinada cantidad de valores. Las restricciones pueden cancelarse en ocasión de determinados acontecimientos tales como una oferta



pública de venta. Las restricciones afirmativas definen los actos que una compañía debe llevar a cabo como, por ejemplo, el pago de impuestos, seguros, mantenimiento o existencias corporativas, etc. Las restricciones negativas definen los actos que una empresa no debe llevar a cabo como, por ejemplo, la prohibición de fusiones, compra o venta de activos, emisión de nuevas acciones, etc.

Garantías - Warrants

Tipo de garantía ofrecida normalmente conjuntamente con un préstamo, un bono o una acción preferente. Las garantías se conocen también con el nombre de "acción con garantía de compra" o "derechos de suscripción de acciones", y permiten a un inversor comprar acciones ordinarias a un precio determinado.

Garantías del suscriptor - Underwriter's Warrants

Garantías a veces concedidas a los suscriptores como una forma de compensación adicional en una oferta pública, normalmente, en una oferta pequeña de alto riesgo.

Gatekeepers

Se denomina así en el sector de capital riesgo a aquellos asesores especiales que prestan asistencia en materia de inversión por esta vía a inversores corporativos e institucionales.

Golden Parachute. Ver Paracaídas dorado

Grupo de opciones - Option Pool

Número de acciones reservadas para distribuirlas entre los empleados de una compañía privada.

Hands-Off

Enfoque pasivo de inversión de capital riesgo en la que el inversor solamente proporciona capital en la empresa participada, no así *know-how* del negocio ni implicación en la gestión.

Hands-On

Enfoque activo de inversión de capital riesgo en la que el inversor añade valor, implicándose en la empresa y proporcionando recomendaciones de gestión, además de proporcionar capital.



Hurdle Rate

TIR (tasa interna de retorno) que los gestores de un fondo de capital riesgo deben retribuir a sus inversores antes de poder recibir su retribución o carried interest

Inversión inicial - Initial Investment

Primera oferta que se hace a una compañía participada.

Inversor institucional - Institutional investor

Un inversor, tal como una compañía de inversión, fondo de inversión, compañía de seguros, fondo de pensiones o fundación, que por lo general posee activos y una experiencia considerable en inversiones.

Inversor principal - Lead Investor

Inversor que ha tomado la participación mayoritaria de las acciones en una operación sindicada o conjunta (*joint venture*) de capital riesgo.

J-Curve

Curva que se obtiene representando el retorno generado por un fondo de capital riesgo en el tiempo (desde el inicio hasta la finalización). La práctica común de pagar los honorarios por gestión y los costes de lanzamiento a partir de las primeras aportaciones (*drawdowns*) no produce un valor contable equivalente. Como resultado, un fondo de capital riesgo tendrá inicialmente un retorno negativo. Una vez que se hayan realizado las primeras plusvalías, los retornos del fondo comienzan a crecer pronunciadamente. Después de tres ó cinco años, la TIR dará una indicación razonable del retorno definitivo. Este período es normalmente más corto en fondos de *buyout* que en fondos enfocados en capital lanzamiento o capital expansión.

LBO (Leverage Buyout)

Operación de compra apalancada de una empresa existente en la que la estructura del capital de la Nueva Compañía incorpora un nivel de deuda particularmente elevado. Normalmente, la mayoría de esta deuda está garantizada a través de los activos de la compañía.



Management Buyin (MBI)

Operación de compra apalancada de una empresa en la que gestores externos toman el control de la compañía. La financiación se proporciona para hacer posible que el gestor o grupo gestor externos a la compañía pueda adquirirla con el apoyo de inversores capital riesgo.

Management Buyout (MBO)

Operación de compra de una compañía existente en la que el equipo gestor de dicha compañía objetivo adquiere una línea de producto existente o un negocio del vendedor con el apoyo de inversores de capital riesgo.

MANN (Mejor Alternativa a un Acuerdo Negociado) - BATNA (Best Alternative to a Negotiated Agreement)

Una alternativa si no hay acuerdo en la negociación. Refleja el rumbo de acción que llevará a cabo una de las partes en la negociación si el acuerdo que se propone no es satisfactorio o no es posible.

Memorandum

Documento presentado por un gestor de un fondo en el proceso de captación de capital para el fondo que gestiona. Este documento, dirigido a los inversores potenciales (*limited partners*), normalmente contiene (entre otra información) una presentación de la experiencia y trayectoria inversora y profesional del equipo gestor, términos y condiciones y las estrategias de inversión.

Modelo del valor actual ajustado - Adjusted Present Value Model

Modelo similar al modelo de flujo de caja descontado que, con la diferencia de que separa el valor de la compañía en dos componentes: el valor de las operaciones de la empresa al coste de capital, como si la compañía no tuviera deuda alguna, más un elemento adicional que refleje el impacto en este valor de la tasa de ahorros fiscales asociados con el apalancamiento.

Múltiplos o valoración relativa - Multiples or Relative Valuation

Estimación del valor de un activo basándose en el precio de activos "comparables" relacionado con una variable como, por ejemplo, beneficios, flujos de caja o ventas.



Murallas chinas - Chinese Walls

Restricciones de información deliberadas en prevención de posibles conflictos de interés entre diferentes departamentos.

NewCo.

Contracción genérica de *New Company* utilizada en el sector para designar una nueva empresa constituida con el propósito de adquirir el negocio, la unidad o compañía objetivo del vendedor en una operación de *buyout*.

Obligación garantizada - Secured Obligation

Una deuda que está garantizada con el compromiso de los activos/recursos.

Oferta secundaria - Secondary Distribution (or Secondary Offering)

Una oferta pública de un valor por parte del tenedor de un valor, y no por el emisor del mismo. El término se utiliza a veces, de una forma más genérica, para referir a cualquier oferta pública que no sea una oferta pública de venta inicial.

OPV - IPO (Initial Public Offering)

La venta pública de las acciones de una compañía por primera vez. Una OPV de las acciones de una compañía participada es una de las vías a través de la cual un fondo de capital riesgo puede salir de una inversión.

Opción - Option

Derecho contractual de compra (por ejemplo, de una acción) en un tiempo futuro o un período determinado y a un precio específico.

Opción de compra - Call Option (or Call)

El derecho a comprar un número determinado de valores a un precio pre-fijado en una fecha determinada o durante un período especificado.

Opción de venta - Put Option

El derecho de un inversor a exigir a la empresa o a otros inversores la recompra de un cierto número de sus acciones a un precio pre-fijado en una fecha determinada o durante un período especificado.



PER (Price earning ratio)

Ratio de valor de cotización de la acción (*price*)/beneficio por acción (*earning*). El precio de mercado de las acciones ordinarias de una compañía dividido entre los beneficios por acción en el año más reciente.

Pacto de recompra - Repurchase Agreement

Acuerdo mediante el cual el titular de unas acciones conviene que la persona a quien ha comprado los valores puede re-comprarlos en determinadas circunstancias. En las rondas de financiación de capital riesgo, los inversores pueden requerir a los fundadores firmar este tipo de acuerdos, en los cuales estos últimos acuerdan revender sus acciones a la compañía a un precio pre-fijado en el caso que dejen la compañía antes de una fecha concreta.

Paracaídas dorado - Golden Parachute

Contrato de trabajo de la alta dirección que prevé una importante retribución de dinero en caso de producirse determinadas transacciones que afecten al control de la compañía, tales como una posible adquisición de un porcentaje de las acciones por parte de una entidad externa (por ejemplo una oferta hostil), o cuando se produce una oferta de venta de un determinado porcentaje de acciones de la compañía.

Participación - Participation

Describe el derecho de un titular de acciones preferentes a ejercer los derechos asociados con acciones preferentes, como a participar en cualquier plusvalía disponible de las acciones ordinarias, sin convertir a acciones ordinarias. Esto puede ocurrir con las preferencias de liquidación; por ejemplo, una serie de acciones preferentes puede tener el derecho de optar por sus preferencias de liquidación correspondientes y, a la vez, participar en cualquier dinero que quede a ser distribuido a los titulares de acciones ordinarias. Los dividendos también pueden ser "participativos", es decir, una vez que el tenedor de acciones preferentes recibe sus dividendos acumulados, también recibe cualquier dividendo retribuido por las acciones ordinarias.

Partnership agreement. Ver Acuerdo de asociación

Plan de Negocio - Business Plan

Documento que describe la gestión de una empresa, el concepto de negocio y sus objetivos. Es una herramienta vital para cualquier compañía en busca de



cualquier tipo de financiación, pero es, también, una buena forma para que los promotores del proyecto clarifiquen su posición y las ideas que subyacen en el mismo.

Pliego de condiciones - Term Sheet

Documento breve que resume el capital financiero y otros términos de una propuesta de inversión. Normalmente, no es de cumplimiento obligado, aunque sí puede imponer algunas obligaciones legales al inversor o a la compañía.

Plusvalías - Capital Gains

Si un activo se vende a un precio superior al que se compró, se produce una plusvalía.

Poison Pill

Se trata del mecanismo anti-absorción más famoso. Normalmente, se garantiza a accionistas existentes (diferenciados de aquellos que poseen más de un determinado porcentaje de la compañía) la opción de comprar más acciones en unas condiciones muy favorables (que sólo puede ser ejercitada en determinadas ocasiones), con el fin de diluir la posición de la persona que esté intentando tomar el control.

Precio de ejercicio - Exercice Price

Precio al que se podrían comprar acciones sujetas a un stock option. También conocido con el nombre de *Strike Price*.

Precio de emisión - Issue Price

Precio por acción estimado a ser pagado para una serie de acciones preferentes. Este número es importante porque los dividendos acumulados, la liquidación preferente y los ratios de conversión se basan, todos ellos, en el precio de emisión. En algunos casos, no es el precio real pagado. El ejemplo más común es cuando una compañía obtiene una financiación puente (una manera habitual que usan los inversores para proporcionar capital sin tener que valorar la totalidad de la compañía) y vende deuda convertible en las próximas series de acciones preferentes vendidas por la compañía con descuento en el precio de emisión.



Préstamo convertible - Convertible/Equity Related Loan

Préstamo convertible en acciones mediante unas condiciones acordadas previamente.

Public to Private

Compra de acciones de una sociedad que cotizada en Bolsa con propósito de "des-inscribirla" del mercado de valores.

Ratchet/Sliding Scale

Una bonificación a través de la cual los gestores de la compañía participada pueden exigir capital, dependiendo del logro de unos objetivos corporativos determinados.

Ratio de acciones ordinarias - Common Stock Ratio

Acciones ordinarias de una compañía divididas por el total de su capitalización, expresado en porcentaje.

Ratio de conversión - Conversion Ratio

Número de valores subyacentes que se pueden adquirir a cambio de una garantía convertible.

Ratio de independencia financiera - Equity Ratio

Uno de los indicadores que utilizan los bancos para calcular el "techo" de deuda. Se calcula dividiendo el interés de los accionistas ordinarios entre la totalidad de los activos de la compañía. Los bancos tienen criterios distintos de aplicación de esta norma en función del sector, para establecer un grado mínimo de financiación que se requiera a los accionistas.

Recapitalización - Recapitalization

Cambio en la estructura de capital de una compañía. Por ejemplo, una compañía puede procurar emitir bonos para reemplazar sus acciones preferentes con el objetivo de ahorrarse impuestos. La recapitalización puede ser una estrategia de salida alternativa para los inversores de capital riesgo y los promotores de operaciones de compras apalancadas (*buyouts*).

Recompra - Buyback

En una sociedad anónima, la recompra de sus propias acciones o bonos.



Rendimiento - Yield

Tasa de retorno de una deuda si el montante total de interés y principal se pagan según el tiempo estipulado. El rendimiento corriente es la tasa de interés como porcentaje de la inversión inicial.

Turnaround

Financiación que se pone a disposición de un negocio existente que ha experimentado dificultades en operaciones bursátiles, con la intención de reestablecer la senda de crecimiento.

Repelente de tiburones - Shark Repellent

Mecanismos de defensa o tácticas diseñadas para desalentar intentos de absorción no deseados u hostiles.

Rescate - Redemption

Recompra de los valores de una empresa por parte de un inversor. En la financiación de capital riesgo se requiere a menudo en las acciones preferentes.

Rescate voluntario - Voluntary Redemption

El derecho de una empresa a recomprar parte o la totalidad de las acciones de un inversor a un precio dado de salida en una determinada fecha futura. El precio de recompra normalmente es el precio de emisión, incrementado por los dividendos acumulados.

Retribución de la dirección - Management Fees

Compensación recibida por los gestores de un fondo capital riesgo. Este cargo anual de gestión es igual a un determinado porcentaje de los compromisos iniciales de los inversores.

Revaluación - Write-up

Incremento en el valor de una empresa. Un ajuste ascendente del valor de un activo con propósito contable o de información.

Right of First Refusal

"Derecho a la primera opción". Otorga a su tenedor el derecho a considerar cualquier otra oferta antes de aceptarse el contrato propuesto.



Roadshow

Durante una oferta pública o en el proceso de captación de fondos, *roadshow* refiere al aquel proceso durante el cual los gestores de la empresa emisora y los aseguradores se reúnen con potenciales inversores para promover el interés en el valor o en el proyecto ofrecido.

Rondas - Rounds

Fases en la financiación de una empresa. La primera ronda de financiación es la primera inyección de capital externo. Las sucesivas rondas pueden atraer distintos tipos de inversores a medida que la compañía se desarrolla y crece.

Servicio de la deuda - Debt Service

Efectivo necesario en un período determinado para pagar el interés y el principal vencido de una deuda pendiente.

Sindicación - Syndication

Grupo de inversores de capital riesgo que invierten conjuntamente en una compañía participada.

Sleeping Partner

Figura de un inversor que no se implica en ningún tipo de decisión de la empresa participada.

Sociedad limitada - Limited Partnership

La estructura legal que usan la mayoría de los inversores de capital riesgo y fondos de capital riesgo. La sociedad es un vehículo de inversión y está formada por un socio general (la entidad gestora, que tiene una responsabilidad ilimitada) y los socios-inversores en el fondo o *limited partners* (los inversores, que tienen una responsabilidad limitada y que no se involucran en el trabajo del día a día). El socio general o gestor recibe unos honorarios por la gestión y un porcentaje de los beneficios. Los socios-inversores reciben ingresos, plusvalías y beneficios fiscales. El gestor de la firma de capital riesgo dirige la sociedad usando unos principios recogidos en el acuerdo de asociación (*partnership agreement*). Este documento también incluye las condiciones, retribuciones, estructuras y otros aspectos acordados entre los socios inversores del fondo y los socios generales o gestores del mismo.



Socio general - General Partner

Gestor de una entidad de capital riesgo que tiene responsabilidad personal ilimitada en relación a las deudas y obligaciones de la sociedad limitada y tiene el derecho a participar en su gestión.

Socio pasivo. Ver Sleeping partner

Split (o Stock Split)

Incremento del número de acciones en circulación de una compañía de forma que la proporción de capital de cada accionista permanece igual. En teoría, el precio de mercado de la acción debería caer en proporción. Un *split* se efectúa, por lo general, para hacer más accesible a pequeños inversores una acción cuyo precio es muy elevado. Requiere la aprobación del Consejo de Administración y en ocasiones de los propios accionistas.

Stock Option

El derecho de una persona a comprar acciones a un precio determinado. Las opciones sobre acciones son un instrumento frecuentemente utilizado como un incentivo para los empleados y retribuirlos. Se otorga una opción al empleado para comprar acciones de la compañía a cierto precio (el mismo o más bajo que él de mercado) durante un período especificado. Las opciones son una herramienta muy importante eficaz para atraer talento en las empresas jóvenes.

Suscriptor - Underwriter

Un banco de inversión que presenta una oferta de acciones a un inversor potencial.

Tag-Along Rights

En caso de un accionista de la compañía participada venda sus acciones, el inversor de capital riesgo existente puede insistir que sus acciones se vendan al mismo comprador y en las mismas condiciones.

Tipo de activo - Asset Class

Categoría de inversión, que se define por las características principales de riesgo, liquidez y rendimiento.



Tipos de títulos - Class Of Securities

Títulos que comparten las mismas condiciones y rendimientos. Las tipos de acciones de capital normalmente se designan alfabéticamente (p.e. Clase C: acción ordinaria, Clase A: acción preferente, etc.).

TIR (Tasa Interna de Retorno) - IRR (Internal Rate of Return)

Tasa interna de retorno de un fondo que ganan los inversores en dicho fondo (*limited partner*) desde el momento en que invierten hasta su salida. Se calcula como una tasa anual compuesta de retorno, usando los flujos de caja mensuales a y de los inversores, junto con el valor residual como flujo de caja terminal. La TIR es, por tanto, una tasa neta, es decir, después de la deducción de todos los honorarios y del *carried interest*.

Títulos convertibles - Convertible Security

Título financiero (normalmente acciones preferentes o bonos) que es intercambiable por otro tipo de títulos (normalmente acciones ordinarias) a un precio determinado. El atributo "convertible" refiere a realzar el carácter comerciable de la acción preferente como incentivo para los inversores.

Track Record

El historial o trayectoria de gestión, experiencia y desempeño de una firma de capital riesgo.

Trade Sale

La venta de acciones de una compañía a inversores corporativos.

Turkey

Oferta de títulos que funcionaron mal.

Valor actual neto - Present Value

Representa el valor actualizado de una serie de flujos de fondos futuros. La actualización de calcula con una tasa de descuento determinada que, por lo general, contempla un interés sin riesgo más una prima de riesgo para compensar la incertidumbre sobre la realización de tales flujos futuros.



Valor contable por acción - Book Value Per Share

Valor neto de una compañía (activo menos pasivo) dividido entre el número de acciones en circulación. El valor tangible de la compañía es el valor tangible de sus valores (activo tangible menos pasivo) dividido entre el número de acciones en circulación.

Valor residual - Residual Value

El valor neto estimado de los activos de un fondo, neto de honorarios y carried interest.

Valoración «post-money» - Post-money Valuation

Valoración que se hace de una compañía inmediatamente después de la ronda de financiación más reciente.

Valoración «pre-money» - Pre-money Valuation

Valoración que se hace de una compañía previamente a una nueva ronda de financiación.

Valoración de opciones reales - Real Options Valuation

Este modelo ofrece un valor actual sobre las "opciones reales" que dispone una compañía.

Valoración y directrices de información - Valuation and Reporting Guidelines

Directrices marcadas por el EVCA para establecer una metodología de valoración e informar de las prácticas a los inversores. Su voluntad es la de mejorar la transparencia para que los inversores monitoricen mejor, puedan evaluar la ejecución de sus inversiones y hagan el activo más accesible y comprensible para los inversores existentes o nuevos.

Vendedor - Vendor

El vendedor de un negocio.

Venta secundaria - Secondary Sale

La venta de participaciones privadas o restringidas de una compañía a otros inversores.



Vesting

Proceso por el cual se garantiza a un empleado la propiedad total de derechos concedidos, tales como las de opciones de compra sobre acciones o garantías (que por tanto devienen en derechos concedidos). Los derechos aún no concedidos (*unvested rights*) pueden no venderse o intercambiarse y, en consecuencia, perderse.

Write-Down

Reducción en el valor de la inversión.

Write-off

Reducción a cero del valor de la cartera de una compañía. El valor de la inversión se elimina y el retorno para los inversores es cero o negativo.