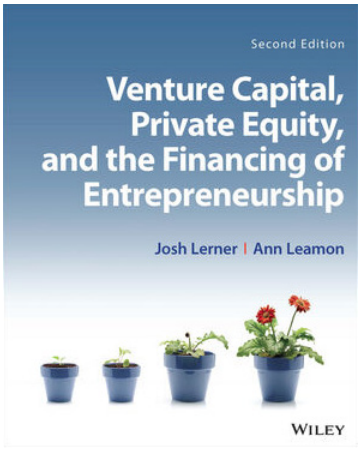

VENTURE CAPITAL, PRIVATE EQUITY, AND THE FINANCING OF ENTREPRENEURSHIP

Josh Lerner & Ann Leamon
John Wiley & Sons (2023)

Una de las mejores cosas que se puede hacer para explicar un fenómeno es combinar la observación, la participación y el análisis, y llevarlo a cabo con personas que tengan la suficiente experiencia en este recorrido, que posean honestidad intelectual y que su apertura de conocimiento esté conectada con una gran capacidad argumentativa. Creemos que el trabajo realizado en este libro por Josh Lerner y Ann Leamon encaja en esta descripción. Aunando distintas cualidades de la academia y de la práctica, presentan un sobresaliente documento sobre el *private equity*/capital riesgo y la financiación del emprendimiento.

Los autores han estructurado el libro en catorce capítulos a los que han añadido un glosario final de términos. Estos catorce capítulos se pueden clasificar en cuatro grupos: el primero está formado por el primer capítulo de introducción al tópico de la financiación del emprendimiento; un segundo grupo, que incluye los capítulos que van del segundo al séptimo, cubre las diferentes fases del proceso de financiación; el tercero, que abarca los capítulos que van del ocho al trece, aborda cuestiones generales y específicas sobre el negocio del *private equity*; y para terminar, en el último capítulo se recogen las principales cuestiones a futuro y reflexiones a modo de síntesis. A continuación, pasamos a describir con más detalle el contenido de cada uno de estos capítulos.

En el primero de ellos, después de algunas estadísticas descriptivas que hacen ver la magnitud del fenómeno, se hace un repaso de cuestiones fundamentales relativas al capital riesgo, como son su definición y su necesidad. Los problemas de agencia, de información, institucionales y regulatorios aparecen ya destacados como elementos importantes para tener en cuenta. Además, se hace un breve recorrido por su historia, donde se reconoce que, aunque tiene una notable implantación en Estados Unidos, sus actividades están adquiriendo una naturaleza cada vez más global. Así, se plantea cuatro objetivos para el libro que se pueden resumir en: a) conseguir un mejor entendimiento de las actividades de este tipo de empresas, b) presentar y comprender mejor los problemas a los que se enfrentan este tipo de inversores en el proceso de financiación y cómo resolverlos, c) abordar, con una gran variedad de enfoques, el proceso de valoración en el mencionado proceso, que es una de las cuestiones clave y fuente de disputas entre las partes implicadas, y d) enfocar cómo se está afrontando la creciente internacionalización de estas actividades, que en los últimos años han supuesto un flujo de fondos a escala internacional impensable hasta este momento. Estos objetivos se enmarcan en los que son calificados como temas clave de la industria: el carácter ilíquido de sus productos, la incertidumbre y la información limitada y asimétrica, el carácter cíclico de la industria, los incentivos que tienen los principales actores, el contexto de las transacciones y la gestión de aspectos específicos de los recursos humanos involucrados, como es el desarrollo de su carrera profesional.

A este capítulo introductorio le siguen otros seis con la lógica de analizar cada uno de los pasos del proceso de inversión. Así, en el segundo capítulo se presenta la recaudación de fondos, el primer paso del ciclo del proceso de inversión *private equity*. Se identifican las características de los diferentes participantes, se explora sus motivaciones y los incentivos que alinean los intereses de ambas partes y se ofrece una visión detallada del complejo mundo de la recau-

dación de fondos y la selección de fondos de *private equity*, resaltando la importancia de la confianza, la alineación de intereses y la gestión efectiva de las relaciones para el éxito a largo plazo en esta industria en constante evolución.

Los capítulos tres y cuatro están dedicados enteramente a un tema que es, a tenor de los autores, uno de los más importantes: la valoración. A pesar de la aparente abundancia de alternativas en el mercado, encontrar y seleccionar oportunidades de inversión exitosas no es tan sencilla como parece a simple vista, requiere un enfoque estratégico y diligente. Así, en el tercer capítulo, para los inversores, se sugiere realizar una exhaustiva investigación en bases de datos, recursos en línea, artículos y noticias, o consultas a emprendedores actuales. Para las empresas que buscan fondos, el capítulo destaca la necesidad de una presentación efectiva, breve y concisa, evitando detalles científicos y tecnicismos que puedan abrumar a la audiencia; la participación activa en eventos de networking como conferencias, talleres y programas de emprendimiento a nivel local y estatal para establecer contactos con inversores potenciales; y el cumplimiento de hitos y planes establecidos para garantizar el éxito en el proceso de inversión.

Ahora bien, la valoración de empresas, especialmente de aquellas que se encuentran en las primeras etapas de su ciclo de vida, es un proceso difícil y a menudo subjetivo. Las empresas en etapa inicial generalmente pronostican un período de flujos de efectivo negativos con recompensas futuras altamente inciertas pero tentadoras. En el cuarto capítulo se analiza una variedad de técnicas de valoración de uso común en la actualidad que se pueden utilizar en entornos de *private equity* centrando la atención en los mecanismos subyacentes esenciales de cada método y presentando sus fortalezas y debilidades, así como uso de softwares vinculados como el paquete de software Crystal Ball® para la simulación Monte Carlo, o los lenguajes de programación estadística R y Python para mejorar las valoraciones.

Avanzando a la siguiente fase, en el quinto capítulo se examina cómo se articulan las transacciones, desde la determinación de los activos, a las estructuraciones de determinadas cláusulas contractuales que son específicas para esta industria. El *private equity*, ya sea capital riesgo o financiación con compra apalancada, requiere de estructuras de negociación que permitan una intervención activa y también protejan a los inversores contra pérdidas. El *private equity* está diseñado para proteger a los inversores en situaciones de desventaja (es decir, de perder dinero) y permitirles intervenir cambiando la gestión y la estrategia de la empresa cuando sea necesario. La parte que financia un proyecto no tiene control diario sobre la ejecución, pero obtiene cierto grado de protección contra pérdidas (protección contra desventajas) en caso de que el equipo de gestión responsable de la ejecución no cumpla con su desempeño. En este capítulo se explora con suficiente profundidad y ejemplos los elementos clave utilizados en el *private equity* y la naturaleza de sus términos que actúan como un dispositivo de señalización para intercambiar información de forma muy precisa sobre lo que cada parte espera y teme.

Una vez definida la transacción, se exploran lo mecanismo de supervisión y control, y de gobierno de las transacciones. Así, en el sexto capítulo se dedica a lo qué sucede una vez que se obtiene el dinero. Se centra en que sucede a nivel del consejo de administración, donde se produce 'la gobernanza', la toma de decisiones. En el caso de las empresas en etapa inicial, la creación de valor significa establecer la dirección de la empresa, decidir cómo de grande se puede llegar a ser, cómo de rápido se puede crecer, cómo evolucionarán los productos y cuánto dinero recaudar y cuándo. La gobernanza proporciona la disciplina, la transparencia, la responsabilidad y la perspectiva externa que garantiza que se implanta lo establecido en el plan estratégico. La particularidad del *private equity* es que el plan viene acompañado de la gestión de inversores experimentados con intereses estrechamente alineados para que se ejecute con éxito. En este capítulo se analiza cómo la puesta en escena de la financiación afecta al progreso de la empresa y se recogen casos donde se creó y destruyó valor. Así, elementos que pueden parecer menores al

comienzo de la vida de una inversión pueden terminar teniendo un gran impacto en el resultado final o requerir un gran esfuerzo para cambiar.

Para terminar este bloque dedicado al proceso de financiación, en el capítulo siete se estudia el proceso de salida o finalización de la inversión, prestando atención a las distintas alternativas y factores que pueden afectar en las decisiones a este respecto. Salir es el último paso crucial en el ciclo del *private equity*, el paso que resuelve la iliquidez. El objetivo final de la gobernanza es crear suficiente valor en la empresa para que sus inversores puedan salir. El capítulo describe las diferentes formar de salida. Es posible que algunas de estas alternativas no generen ganancias para los inversores, pero todas son importantes, porque a veces la mejor ganancia es simplemente liberar recursos para invertir en otros proyectos más prometedores.

Los restantes seis capítulos abordan cuestiones generales y puntuales en relación con el funcionamiento del negocio o industria del *private equity* como tal. De este modo, en el capítulo octavo se analiza la difusión del capital privado en todo el mundo con el objetivo de entender cómo el proceso de globalización de estas actividades es acometido. Los autores proporcionan estadísticas y ejemplos del desarrollo dentro de distintos ámbitos geográficos, ya sean países – Canadá, Israel, Japón – o ya sean regiones desarrolladas como la Unión Europea, como en mercados emergentes como China, India, Europa del Este, Latinoamérica, África Subsahariana y Rusia.

En los capítulos nueve y diez se aborda la cuestión de la evaluación y el impacto. Medir el rendimiento del *private equity* es un problema complicado, por su iliquidez, asimetría de información y dependencia cíclica del contexto económico. El capítulo nueve se centra en entender el riesgo y el retorno, sus medidas, y el papel de los mercados en este contexto. Los autores ponen de manifiesto los problemas que existen a la hora de medir – las medidas, la sistematización, etc. – abriendo el terreno a la aparición de ciertas paradojas. Por su parte, el capítulo diez se pregunta sobre el impacto del *private equity* en la sociedad. Teniendo en cuenta los ingentes beneficios para los inversores, es legítimo preguntarse por los impactos que van más allá de ellos y permean en la sociedad. Una primera capa de impactos a la que hace referencia el texto es la del fomento del crecimiento de las compañías en las que se invierte y en la promoción de la innovación. También se hace alusión al impacto que tiene en etapas más maduras del crecimiento de las empresas (políticas, comportamientos anticompetitivos, riesgos sistémicos).

El capítulo once aborda cuestiones vinculadas a la dirección de las empresas de *private equity*, en concreto, a la gestión de su capital humano y la cultura. Dado que el *private equity* es una industria en evolución, los autores no pretenden dar respuestas definitivas a estas cuestiones tan importantes para su adecuada gestión, pero si, al menos sentar las bases. De esta manera, se describe la estructura típica de una empresa de *private equity* con las principales tipologías de posiciones y sus responsabilidades vinculadas. Así, se muestra con la estructura piramidal clásica de empresas de consultoría o servicios profesiones donde hay una base con mucho personal y el número de puestos se va reduciendo a medida que se escala hacia los puestos altos de la pirámide. El capítulo detalla que experiencia deben tener las personas que aspiren a trabajar y a dirigir este tipo de empresas (experiencia operativa, experiencia en consultoría y experiencia financiera) y se hace una referencia específica al caso concreto de los perfiles de capital humano en las empresas de capital riesgo. También se hace alusión a los esquemas de compensación y cómo cambia a medida que un profesional asciende en la escala profesional. Por supuesto, como no podía ser de otro modo, se hace una mención especial para el tema de la diversidad. Después se describe brevemente cómo es la gestión de estas firmas, distinguiendo entre aquellas de gran dimensión de las demás. El capítulo termina con una sección dedicada a la cultura y la estrategia.

La cuestión del crecimiento, de la escala, se trata en el siguiente capítulo. Un auténtico reto para este tipo de empresas, que debe enfocarse con mucha prudencia más que

como un motivo de gran celebración. Y es que, si bien el éxito en estas empresas permite captar más fondos, dada la alta incertidumbre e inestabilidad del entorno que afecta a esta industria, ningún éxito pasado garantiza el éxito en futuras inversiones, pero, sobre todo, el estar seguros de que se cuenta con un capital humano que permita hacer frente a los retos que implica dicho crecimiento. Por ello, aquí los autores resaltan como principales elementos para tener en cuenta la dispersión, la madurez, la persistencia, el proceso de crecimiento, y los retos que se presentan desde el punto de vista de los recursos humanos. Y de la experiencia del crecimiento de muchas empresas de referencia de *private equity* los autores resaltan tres lecciones: el crecimiento puede introducir tensiones graves dentro de la organización para las que no se puede estar preparado; si bien existen rasgos comunes en empresas que han tenido éxito, no existe una receta única de como crecer con garantías; y, a pesar de todo, si se gestiona bien, es cierto que el crecimiento beneficia a todas las partes implicadas.

En el penúltimo de los capítulos del libro, se hace un repaso a los ciclos que experimenta esta industria. El capital privado es un negocio caracterizado por ciclos. Los períodos de auge y caída han sido una característica de la industria desde sus inicios y muestran pocas señales de disminuir. Sin duda, numerosos altibajos en la industria del capital privado han tenido un impacto global, y a menudo han escapado al control de cualquier gobierno, y mucho más de cualquier empresario individual o grupo de *private equity* o capital riesgo. Sin embargo, esto no implica que estén desamparados o sean incapaces de enfrentar de manera efectiva los vaivenes del mercado. Para ser eficaces, estas empresas aprovechar estas fluctuaciones y limitar los obstáculos que afrontan. Este capítulo repasa sus determinantes y consecuencias, y las decisiones que se toman para gestionar mejor los mismos y se cierra con un análisis de las implicaciones para las empresas *private equity* y para los gobiernos o autoridades institucionales.

El último de los capítulos gira alrededor de dos elementos antes de presentar los 'pensamientos finales': los potenciales escenarios que se presentan para la industria y algunas predicciones específicas. En otras palabras, se analiza el futuro de la industria presentando cuatro posibles escenarios. Uno de los escenarios es el denominado de crecimiento continuo mientras que el otro es etiquetado como 'regreso al futuro'. El segundo par de escenarios prevén un panorama más sombrío en el que los fondos de capital riesgo y de *private equity* no generen la tasa de rendimiento que esperan los inversores. En su discusión, se reflexiona sobre los 'drivers' de oferta y demanda, a corto y a largo plazo, que proporcionan elementos de discusión. Cuando se ponen de manifiesto las predicciones, los 'grandes temas' vuelven a aflorar, y se discurre sobre crecimiento y sus protagonistas, la relación entre el tamaño y el nivel de institucionalización, el siempre presente tema de los incentivos y el impacto del sector público dado su reciente crecimiento en este terreno.

Hay varios elementos que hacen especialmente atractivo este libro. Por un lado, el momento en el que se publica esta segunda edición. Los acontecimientos geopolíticos más recientes (guerra en Ucrania, guerra en Gaza) junto con las presiones inflacionistas que recorren la economía mundial han contribuido a una importante volatilidad en los mercados financieros internacionales. El año 2021 fue el sexto consecutivo en que los fondos de *private equity* globales recaudaron más de 500 mil millones de dólares, con un aumento del 20 por ciento con respecto a 2020. Estas cifras fueron asombrosas, dada la incertidumbre económica y las nuevas formas de captación de fondos. Ahora bien, tras este crecimiento, que en parte pudo derivarse de las medidas expansivas que muchos gobiernos pusieron en marcha con la pandemia y que alcanzó su punto extremo en 2021, en 2022 se experimentó una notable caída que ha seguido ajustándose en 2023 y que lo más probable es que se mantenga durante 2024. Pero esto no tiene porque frenar las expectativas de crecimiento del mercado mundial de *private equity*, aunque la rentabilidad esperada pueda ser ligeramente más baja a la observada en años anteriores. Ante este contexto, este libro proporciona importantes conocimientos para abordar

todos los retos de este mercado a nivel global que son de gran ayuda para cualquier persona involucrada con esta actividad, ya sea directa o tangencialmente.

Por otro lado, está el carácter sumamente didáctico del libro. No es que sólo sirva como un manual de referencia para cursos de venture capital en el ámbito universitario y de formación de ejecutivos, es que se trata de un documento que debiera de ser de lectura obligatoria para toda aquella persona que quiera saber cómo empezar a manejarse en el mundo del capital riesgo y *private equity* y la financiación del emprendimiento en general. Tanto la estructura que forman los capítulos como la narrativa interna de cada uno de ellos proporcionan un recorrido que facilita el entendimiento de los problemas y situaciones, todo ello ilustrado con ejemplos copiosos de empresas y estadísticas descriptivas. Además, se puede apreciar el rigor con que se afrontan los distintos temas. Hay publicaciones que prescinden de apoyar los argumentos que acogen sobre la base de una argumentación sólida o de referencias contrastadas. No es este el caso. El carácter discursivo del texto no deja de lado la alusión frecuente a literatura de investigación relevante para los puntos de discusión. Además, este rigor viene acompañado de enfocar las cuestiones de manera sistemática. Toda la lectura está acompañada de referencias, de lecturas adicionales que siembran posibles caminos para la profundización. Por otro lado, las preguntas al final de cada capítulo ayudan a entender mejor el contenido. Preguntarse por el porqué de los hechos observados o descritos es un camino seguro para avanzar no sólo en el conocimiento científico, sino en el establecimiento de puntos de partida para solucionar problemas o mejorar la situación.

Entre las cosas que están menos tratadas podríamos señalar que los temas relacionados con la sostenibilidad, ESG, o las finanzas inclusivas, en general, tienen poca cabida en el libro. Es verdad que se hace alusión a los mismos en el sentido de inversiones de impacto, pero también lo es que no todas lo pueden ser de manera necesaria, por lo que criterios comunes exógenos pueden ser de utilidad a la hora de diseñar las carteras. Por otra parte, también se echan en falta más consideraciones con respecto a los aspectos éticos, tanto desde el punto de vista del funcionamiento como empresas como desde el punto de vista del comportamiento de las personas que en ellas trabajan. Algunos de las alusiones bien podrían haber llevado ese camino. Es el caso, por ejemplo, de algunas referencias a casos de acusaciones de delitos financieros o escándalos de acoso sexual, donde se destaca la importancia de la transparencia y la integridad en el sector, y se subraya la necesidad de una cultura empresarial ética y respetuosa. Pero también es cierto que estos asuntos que proponemos no estaban entre los objetivos del libro y la extensión de este quizá aboque a un desarrollo de estas cuestiones en otra publicación. Por tanto, quizás en una próxima edición podamos ver un capítulo específico dedicado con más profundidad a cuestiones globales de sostenibilidad, diversidad, ética e inclusión.

Este libro presenta, en definitiva, una magnífica apertura al entendimiento de la relación entre el capital riesgo, el *private equity* y la financiación del emprendimiento, asentada sobre sólidos conocimientos, datos relevantes y ejemplos esclarecedores. Y nos atrevemos a señalar que es una obligada referencia que invita a una cuidadosa y agradecida lectura.

María Ángeles Montoro Sánchez
Universidad Complutense de Madrid

Carlos Estévez Mendoza
Universidad Complutense de Madrid, CUNEF Universidad