

Título: "Captación de Fondos de *Private Equity*: Determinantes en España y Europa"

Realizada por: Marina Balboa Ramón.

Dirigida por: José Martí Pellón.

Lugar de celebración: Universidad de Alicante

Fecha de lectura: 5 de Febrero de 2004

Tribunal:

Mike Wright (Presidente)

Teodosio Pérez Amaral (Secretario)

Antonio Dávila (Vocal)

Rafael Repullo (Vocal)

RESUMEN

El capital riesgo puede ser identificado como la traducción de *venture capital*, representando una forma de financiación empresarial que se articula mediante la participación, temporal y minoritaria, en el capital social de empresas que se encuentran en las etapas iniciales de su desarrollo. Esta actividad, que tuvo su origen en Estados Unidos tras finalizar la Segunda Guerra Mundial, fue implantada, en la mayoría de países industrializados europeos, a principios de la década de los años setenta, siendo el Reino Unido el lugar en donde más pronto y con mayor fuerza arraigó. Sin embargo, la evolución de la actividad en Europa se distanció rápidamente de la experiencia registrada en Estados Unidos. La ausencia de un entorno propicio modificó la forma de actuar de los operadores y la orientación de su actividad inversora.

En particular, tuvo lugar un progresivo cambio hacia la inversión en empresas de mayores tamaños y con mayor grado de consolidación. La falta de adecuación del término *venture capital* motivó la introducción de un nuevo término, *private equity*, que representa la orientación realmente observada en la mayor parte de países europeos desde mediados de los años ochenta. Mediante este último término se hace referencia a la actividad consistente en la inversión en el capital de empresas no cotizadas, independientemente de su estado de desarrollo. Incluso en el caso de España, la denominación legal de capital riesgo, en virtud de lo expuesto en la Ley 1/1999, de 5 de enero, se corresponde con la descripción amplia realizada para representar la actividad de *private equity*. Ésta, sin embargo, es la única diferencia entre ambos conceptos, puesto que los vehículos de actuación, filosofía inversora y contribución a la empresa participada son iguales.

La principal ventaja de esta modalidad financiera y que la diferencia de la mayoría de alternativas de financiación existentes reside en que, además de la aportación monetaria realizada, la entidad de capital riesgo realiza una aportación no monetaria. Ésta se materializa, entre otros aspectos, en el apoyo en la gestión diaria de la empresa participada; en la credibilidad para facilitar el establecimiento de contactos

con terceras personas, como bancos, proveedores y clientes; en la experiencia para identificar y reclutar al personal clave de la empresa; etc. Todo ello permite que este sistema de financiación contribuya a crear valor en las empresas participadas. En particular, las empresas financiadas con capital riesgo, en comparación con aquellas que no lo reciben, alcanzan tasas de supervivencia superior; su crecimiento es más rápido; son más innovadoras y producen más patentes; el desarrollo de su capital humano es superior; y son más rápidas en la introducción en el mercado de sus productos. Resulta de gran interés, por tanto, profundizar en el conocimiento de una fuente de financiación alternativa que puede contribuir a potenciar el crecimiento de una parte significativa del sistema productivo de cualquier país.

La tesis realizada se centra en el estudio de la actividad de captación de fondos realizada por las entidades especializadas en capital riesgo en España y Europa, intentando aportar nueva evidencia que contribuya a comprender y mejorar el conocimiento acerca del funcionamiento de este mercado por el lado de la oferta. Los mercados de capital riesgo han experimentado un crecimiento espectacular desde sus inicios. Sin embargo, sólo Estados Unidos y, en menor medida, el Reino Unido, cuentan con mercados maduros, encontrándose el resto de principales países europeos en proceso de maduración. Resulta de gran interés, por tanto, profundizar sobre cuestiones que preocupan a profesionales e investigadores de este mercado, que contribuyan a mitigar las tensiones y desequilibrios que pueden presentarse en el proceso de crecimiento y consolidación de esta fuente de financiación para empresas no cotizadas. El ámbito de esta tesis se centra en el concepto amplio de capital riesgo, puesto que con la finalidad de contrastar las hipótesis planteadas se ha acudido a los mercados europeo y español.

La tesis se ha estructurado en tres capítulos principales. El primero de ellos tiene una doble motivación. En primer lugar, se pretende aportar una descripción conceptual del ámbito de la tesis, matizando el significado de capital riesgo a los efectos del trabajo desarrollado, mostrando, asimismo, los principales rasgos característicos de esta actividad y las distintas facetas del ciclo de capital riesgo. En segundo lugar, este capítulo también incluye un análisis descriptivo de las principales cifras en Europa relativas a las tres fases del proceso de capital riesgo. Este análisis se realiza en paralelo para el mercado español. El estudio de ambos mercados se considera un punto de partida fundamental debido a que el ámbito geográfico de referencia para la contrastación de las hipótesis presentadas, posteriormente, en la tesis es el conjunto de países europeos, en el capítulo dos, y el mercado español, en el capítulo tres.

Las principales conclusiones que se encuentran en este capítulo muestran que aunque el desarrollo del mercado español se ha producido de forma discontinua, con periodos expansivos y recesivos, éste ha experimentado un fuerte crecimiento, con un incremento en los fondos captados del 541% del año 1987 al 2002. Entre el conjunto de países europeos considerados, España ocupa la sexta posición en cuanto a fondos captados se refiere. Sin embargo, si se relativizan estas cifras en función del producto interior bruto, la importancia del mercado español disminuye, pasando a ocupar el décimo lugar. Ello implica que, a pesar de los fuertes ritmos de crecimiento pasados, todavía queda lugar para nuevos ciclos de crecimiento que permitan llevar la actividad a niveles similares a los registrados en otros países de nuestro entorno.

Los resultados del análisis realizado también muestran que en España el porcentaje invertido en empresas en fase de semilla o arranque ha ido disminuyendo en el tiempo, destinándose cada vez más fondos a empresas en fases de expansión o a adquisición con apalancamiento. Este fenómeno también se ha producido en el ámbito europeo, donde casi la mitad de las inversiones se destinan a adquisiciones con apalancamiento. Por otro lado, la mayor parte de las inversiones realizadas en España se destina a empresas que no han recibido capital riesgo anteriormente; suele tratarse de inversiones no sindicadas con otros operadores de capital riesgo; su destino geográfico es mayoritariamente nacional; y el sector en el que más se invierte es el de consumo. Por lo que se refiere a las desinversiones realizadas en España, aunque ningún mecanismo en particular predominó durante el periodo completo analizado, los más utilizados fueron las ventas a terceros y la desinversión mediante recompra de la participación por los anteriores propietarios.

El segundo capítulo de la tesis se centra en el estudio de los factores determinantes de la captación de nuevos fondos por parte de las entidades de capital riesgo. Aunque este tema ha recibido escasa atención en la literatura, los escasos trabajos existentes se han centrado en el estudio de variables macroeconómicas y de entorno como principales determinantes. Sin embargo, se considera que la necesidad de introducir el impacto de las otras dos fases del ciclo de capital riesgo sobre la captación de nuevos fondos es fundamental, debido al carácter cíclico que caracteriza a esta actividad y al modo en que se comportan la oferta y la demanda de capital riesgo. De esta forma, se cubre mediante este estudio un vacío en la literatura.

En los modelos propuestos se encuentra evidencia de la incidencia de las nuevas variables propuestas, por lo que el análisis realizado aporta un mayor conocimiento, respecto al existente hasta la fecha, acerca del funcionamiento de la oferta en este mercado. En particular, se obtiene que la actividad inversora del periodo anterior tiene un impacto positivo sobre la captación de nuevos fondos. En este sentido, el mercado estaría valorando la disponibilidad de suficientes propuestas de inversión. Además, el impacto positivo que el volumen desinvertido ejerce sobre los fondos captados evidencia la existencia de un efecto liquidez en los mercados. El retorno de recursos a los inversores implica una mayor canalización de éstos hacia nuevos fondos en el periodo posterior, obteniendo este resultado aún a pesar de la utilización de importes desinvertidos a precio de coste.

Seguidamente, y con objeto de contrastar si la incorporación al estudio de diversas variables macroeconómicas y de entorno completa o altera la evidencia encontrada, se toma en consideración tanto variables que ya habían sido propuestas en trabajos anteriores, como otras propuestas en este capítulo. El resultado es un modelo integrado que aporta una mayor explicación sobre los flujos agregados de nuevos fondos captados hasta el año 2000 en un panel de diecisiete países europeos. Los resultados continúan mostrando la importancia del volumen invertido y desinvertido, por lo que los modelos propuestos en este capítulo contribuyen a mejorar la especificación de otros planteados hasta la fecha para explicar el volumen de nuevos fondos captado. En este proceso se encontró evidencia, además, del impacto de otras magnitudes macroeconómicas, como el crecimiento del producto interior bruto y la tasa de ahorro de la economía.

El tercer capítulo de la tesis pretende analizar, desde la perspectiva de las teorías de agencia y de señales, los mecanismos a través de los cuales los operadores de capital riesgo establecen su reputación, cuestión que no ha sido analizada hasta la fecha. Ello se considera relevante, en mayor grado, en mercados en los que no existen medidas objetivas y públicas acerca de la rentabilidad histórica obtenida por los operadores en los fondos gestionados, como es el caso español. En estos casos, los inversores deben asignar sus recursos a determinadas entidades de capital riesgo atendiendo a otro tipo de información. Como medida de la reputación se considera la capacidad de los gestores para atraer nuevos fondos, actuación habitual que, periódicamente, tienen que realizar para continuar con el desarrollo de su actividad.

Para estudiar dichos mecanismos se tienen en cuenta dos tipos de señales que pueden emitir los gestores como indicativas de su calidad: unas relacionadas con la diligencia en el propio desarrollo de la actividad inversora y desinversora, y otras que identifican posibles signos externos de reputación, como los años de experiencia de sus directivos; la pertenencia a la asociación nacional de capital riesgo; el grado de acogimiento a la regulación legal de la actividad; o la radicación de la sede central en la capital del Estado. Asimismo, se controla por el efecto de variables tales como los recursos monetarios que los operadores de capital riesgo tienen pendiente de inversión o el crecimiento económico, medido a través del crecimiento del producto interior bruto.

Las metodologías aplicadas en el análisis empírico realizado en este capítulo son dos; la técnica Tobit y la estimación en dos etapas de Heckman, siendo esta última adecuada cuando existe sesgo de selección muestral. Los resultados obtenidos muestran, con respecto al grupo de variables relacionadas con la actividad, que el volumen invertido tiene un impacto positivo en el volumen de fondos que captan los operadores. Sin embargo, cuanto mayor es el ratio inversiones en cartera por profesional, menor es la probabilidad de captar fondos y menor es el volumen de fondos captado. El volumen desinvertido a través de salidas a bolsa y ventas a terceros también muestra un impacto positivo en el volumen de fondos captado, lo que resulta consistente con el hecho de representar las formas más rentables de desinvertir. En relación al grupo de variables que identifican signos externos de reputación, se muestra el impacto positivo que tienen, sobre la probabilidad de captar fondos y sobre los fondos captados, la pertenencia a la asociación sectorial *ASCRI* y el tamaño de la entidad. Finalmente, cuanto mayor es el volumen de fondos pendiente de invertir, menor es la probabilidad de captar fondos. Ello implica que los operadores captan fondos en la medida en que el capital disponible es invertido.

De esta forma, se encuentra evidencia de que los operadores de capital riesgo envían señales al mercado para establecer su reputación. Aunque el análisis realizado en este capítulo se basa en el mercado español, se considera que éste es extensible a otros países en proceso de maduración. El análisis realizado en este capítulo representa un instrumento útil que permite a los operadores reconocer las características que realmente están siendo valoradas por los inversores para asignar sus recursos. Ello resulta importante dado el carácter cíclico que caracteriza la actividad de capital riesgo, que fuerza a los operadores a acudir al mercado de forma periódica en busca de fondos que les permitan continuar con la actividad. Además, representa una respuesta sobre los factores que permiten a un operador lanzar su primer fondo puesto que variables no relacionadas con el propio proceso de capital riesgo resultan ser relevantes en la captación de fondos.

Como conclusión final, la presente tesis pone de manifiesto la importancia que tiene, tanto a nivel agregado como desagregado, la actividad inversora y desinversora realizada por los operadores de capital riesgo sobre la captación de nuevos fondos en el futuro. Por ello, resultaría de gran importancia investigar los factores determinantes que inciden en la evolución de las inversiones, porque, en buena medida, de ella depende la evolución de los fondos captados en el futuro. Líneas de investigación futura en este campo consisten en estudiar los efectos de los tipos de interés; el ahorro y su canalización a través de inversores institucionales; los gastos en investigación y desarrollo; la rigidez del mercado laboral; las trabas a la creación de empresas; y otros aspectos que puedan afectar a la evolución del volumen invertido. De este modo, sería posible incidir en los factores que más influyen sobre éste. De la misma forma, queda mucho trabajo por hacer en lo relativo a los procedimientos de inversión y desinversión que cierran el proceso de capital riesgo, por lo que hay un amplio campo de investigación que está empezando a ser abordado en la medida en que se va contando con información histórica suficiente, homogénea y fiable, que facilita la introducción de nuevas hipótesis, a la vez que posibilita, crecientemente, su contrastación empírica.