

Carlos Cea Alcaide*

LOS FONDOS DE CAPITAL RIESGO EN EL ÁMBITO DE LA AYUDA AL DESARROLLO

Las entidades de capital riesgo juegan un papel importante en el crecimiento y el desarrollo económico de los países en vías de desarrollo, al ser un vehículo que facilita el acceso tanto a financiación como a otros servicios asociados a la gestión y la consolidación de las pequeñas y medianas empresas. La inversión de agentes privados, inversores institucionales, Instituciones Financieras de Desarrollo o de Instituciones Financieras Internacionales hace que las inversiones se canalicen hacia sectores con gran impacto tanto económico como social. Desde el punto de vista económico y de rentabilidad de la inversión, el interés es debido al potencial de crecimiento de las distintas regiones y a los abundantes proyectos de inversión tanto en sectores intensivos en capital como de servicios y necesidades básicas. Desde la óptica social, hay que destacar que los inversores cada vez exigen más a los gestores de sus fondos que, a la hora de diseñar el proceso de «negociación-inversión-seguimiento y control-desinversión», cumplan con principios de inversión responsable y presten especial atención en el ámbito social, medioambiental y gobernabilidad.

Palabras clave: capital riesgo, fondo de capital riesgo, estándares industria de capital riesgo, desarrollo económico, convergencia económica

Clasificación JEL: F330, G300, O160.

«Es el momento de hacer saber al mundo que el capital riesgo puede ser un motor de cambio, crecimiento y oportunidades en los países en desarrollo. El mundo necesita puestos de trabajo y el capital riesgo puede ayudar a crearlos»¹.

Robert Zoellick

1. Introducción: ¿Qué es el capital riesgo?

Apoyándonos en la normativa española² podríamos definir el capital riesgo (CR) como aquella actividad llevada a cabo a través de entidades de capital riesgo (ECR), las cuales son entidades financieras cuyo objeto

* Universidad Europea de Madrid.

¹ The New Investment Climate in Emerging Markets: Highlights from the 13th Annual Global Private Equity Conference. 10-11 May 2011.

² Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras en España. Título preliminar. Artículo 2, Concepto.

principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Una definición más operativa y que probablemente nos ayude a entender mejor el proceso de estas empresas podría ser: aquella forma de inversión llevada a cabo por un gestor profesional que se estructura, principalmente, a través de la participación temporal en el capital social de empresas con alto potencial de crecimiento y que, en su última fase, el gestor buscará desinvertir su participación y materializar las plusvalías obtenidas para revertirlas hacia los propietarios de los fondos que gestiona.

De lo mencionado podemos extraer que el objetivo principal de las entidades de capital riesgo es proveer financiación a largo plazo a las empresas, especialmente pymes, fundamentalmente a través de la toma de participaciones temporales (normalmente entre 5 y 7 años) en el capital social de las mismas³.

La forma de estructurar la inversión en las empresas por parte de las ECR dependerá de factores como su aversión al riesgo, la cantidad de capital disponible para invertir, las condiciones económico-financieras de la región donde invierte o las condiciones económicas y de gestión de la empresa en la que invertir.

Volviendo a la forma y operativa de las ECR, éstas pueden ser sociedades de capital riesgo (SCR) o fondos de capital riesgo (FCR). Estos últimos deben ser gestio-

nados por sociedades gestoras de fondos de capital riesgo (SGFCR).

Las SCR son empresas que no suelen tener una duración limitada, invierten sus propios recursos y aportan valor añadido a las empresas en las que participan en forma de ayuda en la gestión.

Por su parte, los FCR son empresas de duración limitada, normalmente entre 10 y 12 años, que cuentan con recursos aportados por inversores en diversas rondas o cierres de capital. Estos FCR son promocionados, formalizados, gestionados y liquidados por SGFCR formadas por especialistas de reconocido prestigio en el sector, que perciben por sus servicios una comisión de gestión anual y, en caso de que existieran beneficios por encima de una rentabilidad establecida de antemano para los inversores, recibirían un porcentaje de dichos beneficios⁴.

Además de la financiación mencionada, las ECR aportan valor añadido a las empresas participadas en forma de apoyo en la gestión. Algunas acciones pueden ser: apoyo y asesoramiento a los directivos/emprendedores, apoyo en mejorar la imagen de la empresa en el mercado, intermediación y asesoramiento en la obtención de recursos financieros adicionales, etcétera.

Gráficamente, se puede resumir las relaciones entre los distintos actores que participan en el CR tal y como se muestra en el Esquema 1.

Como se aprecia en el esquema, el origen de los recursos puede ser diverso, desde personas físicas hasta inversores institucionales (*Limited Partners*, en adelante inversores), bien sean privados o públicos, bien nacionales o internacionales, incluyendo las instituciones financieras de desarrollo (IFD) o las instituciones financieras internacionales (IFIs).

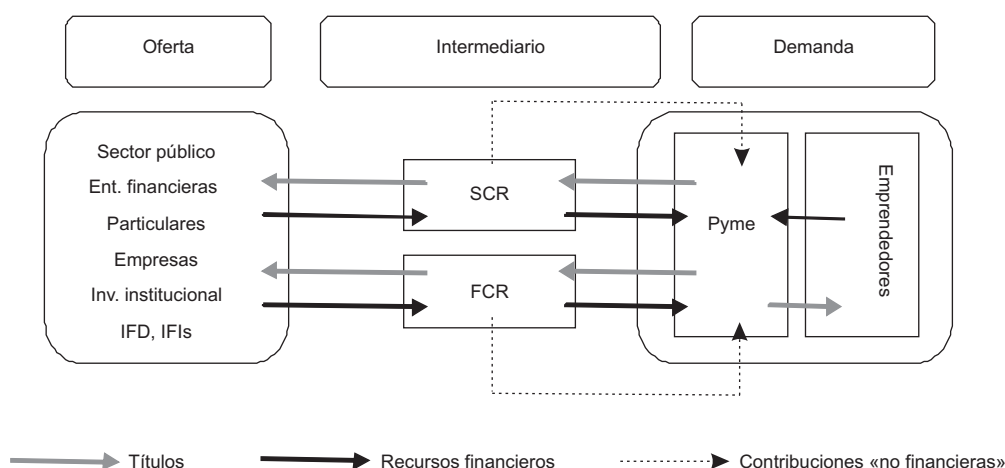
Dependiendo de la política de inversión de los FCR, la tipología de los inversores que aporten capital puede ser distinta, lo que hace necesario incorporar al socio

³ La forma de estructurar la inversión dependerá de la fase en que se encuentra la empresa (semilla, arranque, expansión, reorientación etcétera), pudiendo elegir otras formas de proveer financiación a través de deuda o cuasicapital, es decir, instrumentos financieros mixtos entre los recursos propios y deuda, como pueden ser préstamos participativos u obligaciones convertibles.

⁴ La participación en los beneficios adicionales (denominado *carried interest*) suele ser del 20 por 100.

ESQUEMA 1

PARTES IMPLICADAS EN LA OPERACIÓN DE CAPITAL RIESGO



FUENTE: CAZORLA y CANO (2000).

adecuado en función de su perfil de inversión y de riesgo. Por ejemplo, en el caso de un FCR constituido con inversores de carácter público, la rentabilidad puede que no sea la variable principal a tener en cuenta por los socios gestores (*General Partners*, en adelante gestores)⁵, mientras que, normalmente, los inversores privados buscan una rentabilidad que sea igual o superior al perfil de riesgo que están asumiendo⁶.

Tras hacer un estudio de diligencias previas o *due diligence* (DD) el inversor firmaría un acuerdo de suscrip-

ción con los detalles de la ronda de inversión recogidos en un acuerdo de accionistas y, si procede, lo pactado en el acuerdo bilateral (*side letter*) firmado con los gestores del Fondo de capital riesgo.

Una vez firmados los compromisos de inversión (formalización de la inversión por parte de los inversores o fin de la etapa de *fundraising*), los FCR comienzan su operativa siguiendo un ciclo de vida determinado con etapas claramente diferenciadas: inversión en empresas, seguimiento y control de la inversión, y desinversión.

Durante el período de inversión (aproximadamente la primera mitad de la vida del FCR) los flujos de caja suelen ser para cubrir los gastos del mismo y para adquirir las participaciones de las empresas (lo que supone una salida de recursos). Posteriormente, y sobre todo después del período de inversión, se venderán las participaciones y se materializarían los beneficios, en caso de existir.

⁵ Los socios gestores son los responsables de la gestión diaria de las ECR, incluyendo la generación y coordinación de los procesos de inversión y desinversión, así como el seguimiento de las empresas participadas mientras que éstas están en la cartera del Fondo.

⁶ En el caso de un inversor público, si la rentabilidad estimada de la inversión en el FCR es superior a la que se exigiría a una inversión con el mismo perfil de riesgo, esta inversión se consideraría un activo financiero y por tanto no impactaría en el déficit público del país a quien representa dicho inversor.

Así, como puede observarse, la rentabilidad de las inversiones se obtiene, principalmente, en el momento de vender las participaciones en el capital de las empresas en cartera⁷.

Normalmente, las principales estrategias a la hora de desinvertir son la venta de las participaciones a la propia empresa o a los directivos de la misma, a otro inversor industrial con intereses estratégicos o sacar la empresa a bolsa.

Debido a esta dinámica de inversión-desinversión en las empresas y a que regularmente se deben valorar las inversiones y reportar su valor a los inversores, la rentabilidad estimada de los FCR a lo largo de su vida suele presentar una evolución en forma de curva *J* hasta su vencimiento.

Para calcular la rentabilidad, medida en términos de tasa interna de rentabilidad (TIR), hay que tener en cuenta tanto las empresas en las que ya se ha desinvertido como las que siguen en la cartera del FCR, es decir, tanto las inversiones realizadas como las no realizadas.

Para valorar la parte no realizada, se usa el valor neto de los activos (NAV) basado en la valoración a «valor razonable» de las inversiones del FCR⁸. Así, podríamos calcular la rentabilidad en cada momento como:

$$\sum \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{NAV}{(1+i)^{tm}}$$

donde, el primer miembro de la ecuación recoge los flujos de caja producidos hasta el momento en el que se realiza la valoración, mientras que el segundo miembro recoge el NAV de las inversiones no realizadas, y que es la parte donde cobra importancia la aportación de los gestores del FCR en materia de gestión y asesoramiento.

⁷ Debe notarse que si bien se liquida el FCR, las empresas siguen en funcionamiento y, normalmente, en mejores condiciones que antes.

⁸ A la hora de valorar cada una de las inversiones, si bien es necesario seleccionar la metodología apropiada, se debe sesgar la elección hacia las metodologías que den un mayor peso a medidas de riesgo y rentabilidad basadas en el mercado.

2. Importancia del capital riesgo en el desarrollo económico

En ocasiones, sobre el término CR ha recaído (y recae) una imagen que no es la adecuada en términos de efectos sobre el crecimiento y el desarrollo económico. Un ejemplo podría ser la Directiva europea 2011/61/UE, de 8 de junio de 2011, que engloba a varios vehículos de inversión⁹ como fondos de inversión libre (más conocidos como *hedge funds*), de capital riesgo, materias primas, inmobiliarios e infraestructuras, haciendo que coincida su tratamiento en varios artículos.

Sin embargo, estos vehículos de inversión tienen poco en común ya que si bien son negocios financieros, en ocasiones (destino de la inversión, medición de riesgos, coberturas, valoraciones, etcétera), se parecen bastante poco.

Así, es necesario aclarar que esta imagen que tiene el CR en algunos ámbitos no está sino muy alejada de la realidad. Por ello, sería necesario destacar las virtudes que tiene a la hora de impulsar el crecimiento y el desarrollo económico.

La importancia del CR radica en su capacidad de apoyar a empresas, y en particular a las pymes, para que éstas puedan crecer y generar valor añadido, el cual se distribuirá entre los distintos agentes económicos que ayudaron a crearlo: los trabajadores, la Administración, los proveedores de recursos ajenos, los accionistas y la propia empresa¹⁰.

En el ámbito de las economías emergentes, y según se vayan desarrollado los países, las pymes deberían pasar a ser el motor principal del crecimiento económico, lo que las convierte en un foco prioritario para los gestores de los FCR debido a la posibilidad de obtener retornos de su inversión, ya que tienen mucho recorrido para mejorar los procesos de las empresas.

⁹ Instituciones de inversión colectiva.

¹⁰ Desde el punto de vista empírico, diversos estudios acerca del impacto del CR en las economías apoyan esta idea. Ver MARTÍ PELLÓN *et al.* (2007), ALEMANY (2004), ZIELING (2009).

Con ello, se conseguiría mejorar los factores por el lado de la oferta y ayudar así al crecimiento del capital per cápita como determinante fundamental de la productividad y de la renta per cápita de las regiones.

Ahora bien, ya que el desarrollo económico lleva consigo un cambio estructural de las economías, es necesario el apoyo de los distintos tipos de inversores mencionados en el Esquema 1 para que las economías emergentes se desarrollen y consigan una función de producción ampliada, que incluya entre sus inputs el capital público y las infraestructuras (construidas con recursos públicos o con inversión de FCR especializados). Esta función de producción tendría la forma:

$$Y = A * F(L, K, KG)$$

donde: Y es el nivel de producción de la economía, A es el índice de progreso técnico¹¹, L es el factor trabajo, K es el volumen de capital privado y KG es la dotación de capital público, en sentido amplio¹², que se incorpora como input de la función de producción.

Analizando las funciones de los distintos inversores, IFIs, IFD y principalmente los Gobiernos locales, deben ayudar a crear un marco apropiado para que el CR pueda llevar a cabo su labor y así, desde un punto de vista financiero, ayudar a las pymes a resolver la carencia estructural de recursos a largo plazo con los que financiar su política de inversión¹³.

Pero como se ha mencionado anteriormente, el CR aporta también otros aspectos como la difusión del pro-

greso técnico y mejoras en la formación y cualificación de los trabajadores. Este hecho, junto con la participación del resto de inversores, puede ayudar a que se cumplan los supuestos del modelo neoclásico de crecimiento y, con ello, evolucione la renta per cápita de las regiones y los distintos países converjan en esta variable (convergencia- σ en la terminología de Barro y Sala i Martín, 1992).

Con la participación del CR, las distintas economías podrían converger a su estado estacionario (convergencia- β condicional, según Barro y Sala i Martín), sin embargo, es necesaria la participación de los inversores mencionados en el Esquema 1 para que, entre todos, cambiaran las condiciones estructurales para crear así otro «estado estacionario» que permitiera que la convergencia fuera absoluta.

Lógicamente, este cambio no se produce de forma uniforme ni en un sector de actividad ni entre distintos sectores, sino que van apareciendo nuevas tecnologías, productos y empresas, mientras otras desaparecen o pierden dinamismo como consecuencia de esos avances.

El efecto multiplicativo en cuanto a la creación de tejido productivo y de empleo en las regiones receptoras de inversión dependerá, entre otras cosas, de la intensidad de la transferencia de tecnología entre diferentes sectores de actividad y del aprendizaje que se transmite, así como la relación de complementariedad entre los sectores de actividad¹⁴.

3. Riesgos a los que se enfrenta el capital riesgo

Como se comentó en el apartado 1, antes de realizar la formalización de la adhesión al FCR y confiar los fondos a los gestores, los inversores deberían realizar una DD de la forma más exhaustiva posible para verificar y contrastar la información obtenida e intentar medir los riesgos subyacentes a la inversión.

¹¹ Recordamos que con la participación de los FCR existe una mayor difusión de tecnología y de progreso técnico, lo que hace que aumente la relación capital/trabajo, así como que el capital tenga rendimientos a escala crecientes.

¹² Donde se tiene en cuenta la capacidad de la sociedad de adoptar la difusión tecnológica. Para ello, se consideran factores como el nivel educativo de la población o la disponibilidad de personal técnico, así como la existencia de un entorno macroeconómico y político que favorezca la inversión y el cambio estructural.

¹³ Hay que recordar que las pymes en los países en desarrollo se enfrentan a una excesiva dependencia del endeudamiento a corto plazo, un difícil acceso a financiación ajena y unos mayores tipos de interés.

¹⁴ Para más información sobre la dinámica económica en este sentido ver DE LA FUENTE, A. y DA ROCHA, J. M., en MELLA (coordinador) (1998).

En esta evaluación los inversores deben tener en cuenta, como mínimo, riesgos de tipo macroeconómico en la región donde actuará el FCR, riesgo de concentración por sectores o regiones¹⁵, riesgos financieros relacionados con la estructura del FCR, o con las operaciones de las empresas participadas, y riesgos operativos asociados con los gestores¹⁶.

Algunos de los riesgos a tener en cuenta en esta última tipología serían la experiencia del equipo gestor y su alineación con los intereses de los inversores, la transparencia y el *reporting* de información y la correcta gestión de riesgos en materia social, medioambiental y gobernabilidad (ESG, en sus siglas en inglés) en las empresas participadas, para minorar riesgos de carácter reputacional, financiero y regulatorio.

La gestión de los aspectos ESG puede mejorar la gestión de costes (operativos y regulatorios) y la rentabilidad de las empresas en cartera. Asimismo puede ayudar a la empresa a entrar en nuevos mercados y llegar a más clientes.

¹⁵ Desagregando la inversión total de un inversor por región, sector etcétera, la medición del riesgo en términos de riesgo de crédito (asumiendo que hay inversiones de los FCR que resultan fallidas) o la pérdida esperada que obtendría un inversor vendría dada por (en el caso de k sectores):

$$L_{k,i} = \sum_{j=1}^{nk,i} PD_{i,k,i} LGD_{i,k,i} EAD_{i,k,i}$$

donde: L es la pérdida esperada de las inversiones realizadas, PD es la probabilidad de que la inversión resulte fallida, LGD es la severidad de la pérdida o cuantía de la inversión que se pierde, EAD es la exposición o cantidad invertida.

A esta pérdida esperada habría que añadirle la correlación entre las inversiones fallidas que pueda darse, por diferentes razones, entre los FCR en los que se invierte y que pueda generar un efecto en cascada sobre el riesgo de la inversión total. Numéricamente, y solo para el caso sectorial, las correlaciones se calcularían de la siguiente forma:

	Sector ₁	...	Sector _m
Sector ₁	$\rho_{1,1}$		$\rho_{1,m}$
...	...	...	...
Sector _m	$\rho_{m,1}$		$\rho_{m,m}$

donde: $\rho_{ij} = \text{Corr}(\text{Sector}_i, \text{Sector}_j)$, $\forall ij \in [1 \dots m]$.

¹⁶ Esta última tipología de riesgos es la que se intenta minorar con varios de los principios mencionados en el apartado 5.

Este período de diligencias es, si cabe, aún más necesario en países en desarrollo ya que el marco económico y jurídico en el que se invierte es más problemático que el existente en países más desarrollados.

Algunos de los riesgos que perciben los inversores pueden verse en los criterios escogidos por la Latin American Venture Capital Association (LAVCA) y The Economic Intelligence Unit (EIU) para evaluar el seguimiento del sector en Latinoamérica (ver Cuadro 1).

Por otro lado, en LAVCA (2008) se recoge información sobre las entrevistas llevadas a cabo a 28 FCR para conocer su opinión sobre aspectos de gobierno corporativo y generación de confianza al inversor. Los puntos más destacados se pueden resumir en:

- El gobierno corporativo es un factor, tanto o incluso más, importante que la situación financiera de la empresa donde invertir. Entre los aspectos más relevantes se encuentran: disponibilidad y calidad de la información, profesionalidad del equipo directivo, sistemas de auditoría, acuerdos sobre distribución de dividendos y metodologías de evaluación y compensación de ejecutivos y directivos.

- El interés de los inversores en participar en los órganos de gobierno del FCR.

- Profesionalidad del equipo directivo en las empresas familiares.

- La estrategia de salida, debido a la falta de desarrollo de los mercados financieros locales.

- La debilidad del sistema judicial y la inestabilidad jurídica y tributaria.

Para minorar la exposición a los distintos riesgos y realizar un mejor seguimiento de las inversiones, las entidades de capital riesgo suelen exigir a las empresas en las que participan un mayor control, el cual puede traducirse en algunas medidas como por ejemplo:

- Una representación mínima en el consejo de administración.

- Establecimiento de mayorías cualificadas para la adopción de determinadas decisiones.

- Informes anuales, trimestrales o mensuales sobre la actividad desarrollada.

CUADRO 1

CRITERIOS LAVCA Y EIU PARA LA ELABORACIÓN DEL SCORECARD

Criterios	Región 1	Región n
Legislación para la creación y funcionamiento del CP/VC		
Tratamiento fiscal de los fondos e inversiones de CR/VC		
Protección derechos socios minoritarios		
Restricciones inversión en CR/VC de inversores institucionales		
Protección de derechos de propiedad intelectual		
Regulación bancaria y financiera		
Desarrollo mercados de capitales y posibilidad de desinversiones		
Registro y requerimientos inversiones internas		
Requerimientos de gobierno corporativo		
Fortaleza del sistema judicial		
Percepción de corrupción		
Uso de estándares financieros internacionales y normas internas		
Espíritu emprendedor		

FUENTE: LAVCA 2011.

— Estados financieros anuales, trimestrales o incluso mensuales.

— Reuniones periódicas con el equipo directivo.

4. El capital riesgo en las economías emergentes

Durante los últimos años, los inversores de capital riesgo han ido prestando más atención a zonas como Oriente Medio, Latinoamérica, Asia, África y, especialmente, a los BRIC¹⁷, lo que ha hecho que los mercados emergentes estén ganando terreno a las regiones más desarrolladas como centros receptores de inversión.

De acuerdo con los datos de la *Emerging Markets Private Equity Association* (EMPEA)¹⁸, 89 fondos de inver-

sión consiguieron compromisos de inversión por 22,6 millardos de dólares americanos durante la primera mitad de 2011 mientras que durante todo el 2010 esta cifra ascendió a 23,4 millardos de dólares americanos. (Ver Gráfico 1).

Este aumento de recursos disponibles para invertir se ha trasladado también a un incremento del tamaño medio de los FCR. Como puede verse en el Gráfico 2 el tamaño medio de los fondos se ha duplicado con respecto a 2010.

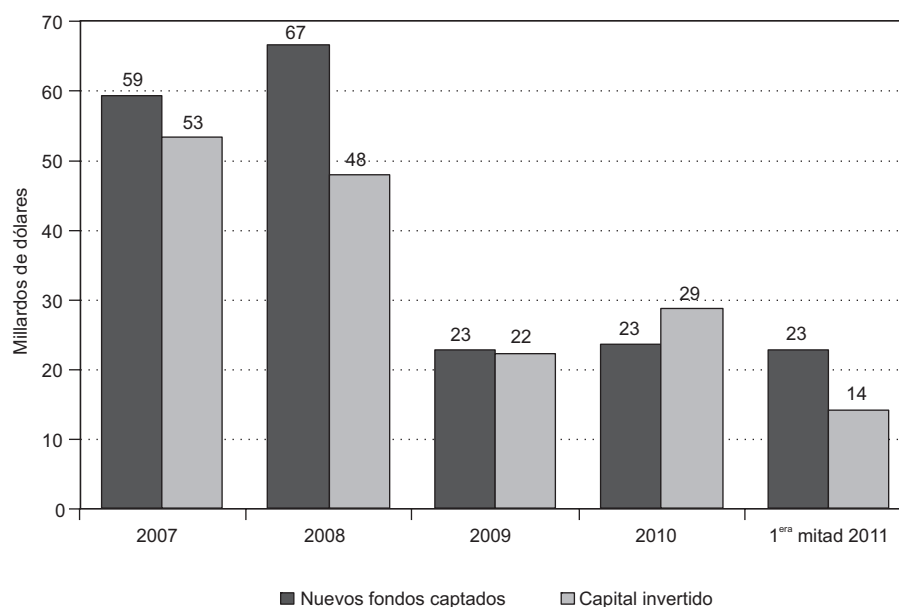
Desde un punto de vista regional durante los últimos años han ganado terreno las zonas de Asia, Latinoamérica y, en menor medida, África Subsahariana (ver Gráfico 3). Si bien, estos datos hay que interpretarlos con cautela ya que la mayoría del capital se ha destinado a los BRIC, y especialmente a China, India y Brasil, llegando a ser el 70 por 100 del capital total durante la primera mitad de 2011, mientras que representaron un 50 por 100 del capital total en 2010.

existe *trade off* entre rentabilidad esperada y preocupación en materia ESG.

¹⁷ Brasil, Rusia, India y China.

¹⁸ Es una asociación global e independiente sin ánimo de lucro que promueve el clima de inversión del capital riesgo en los mercados emergentes de África, Asia, Centro y Este de Europa, Rusia, Latinoamérica y Oriente Medio. EMPEA se fundó en 2004 con la creencia de que el CR puede ser un factor crítico para el crecimiento y el desarrollo económico en los mercados emergentes, al tiempo que puede generar elevados retornos a los inversores. Es decir, que no

GRÁFICO 1
NUEVOS FONDOS CAPTADOS Y CAPITAL INVERTIDO EN MERCADOS EMERGENTES*
 (En dólares americanos)



NOTA: * Las regiones se definen como: —Asia: todo Asia excepto Japón, Australia y Nueva Zelanda.
 —Latinoamérica y el Caribe: incluye América Central y del Sur y el Caribe excepto Puerto Rico.
 —Centro y Este de Europa (CEE), la Comunidad de Estados Independientes (CEI), Turquía, países Bálticos y Balcanes.
 —Norte de África y Oriente Medio (MENA); Consejo de Cooperación de Estados Árabes del Golfo Pérsico (CCEAG), Afganistán, Irán, Irak, Jordania, Líbano, Pakistán, Territorios Palestinos, Siria y Yemen.
 —África Subsahariana: todo África excepto los países comprendidos en MENA.

FUENTE: EMPEA.

Descontando el efecto de los BRIC y de acuerdo tanto con el *Global Venture Capital Private Equity 2011* del IESE¹⁹ como con los datos de EMPEA, cabe destacar el ascenso relativo de África (incluyendo África Subsahariana) en comparación con países de características similares de Latinoamérica y CEE.

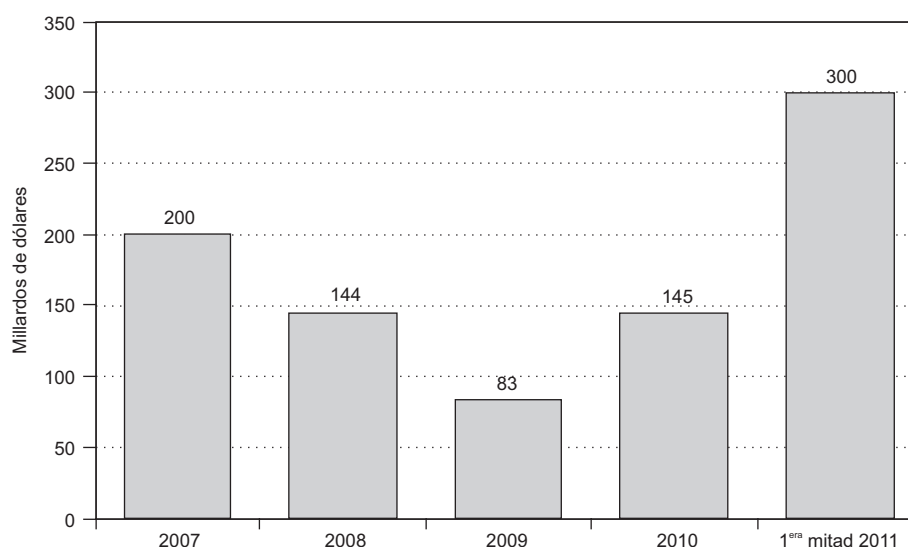
¹⁹ Esta afirmación se basa en el estudio de 80 países en los que se analizan seis factores (los cuales se desagregan en otros factores de nivel 2 (20) y 3 (53) para posteriormente ser agregados) que interesan para el establecimiento del capital riesgo. Estos son: actividad económica, profundidad del mercado de capitales, fiscalidad, protección del inversor y gobierno corporativo, entorno humano y social, cultura empresarial y oportunidades de negocio.

Uno de los principales factores de atracción de capital hacia África Subsahariana es el crecimiento económico de la región (se estima que sea del 5,5 por 100 en 2011²⁰), el cual está impulsado por los recursos naturales existentes y por las reformas políticas y económicas que se están llevando a cabo, lo que está incrementando el comercio interregional y aumentando el gasto público de las administraciones.

Sin embargo, a la vez que aumenta el crecimiento económico, se necesitan recursos para apoyar el desa-

²⁰ IMF, World Economic Outlook, October 2010.

GRÁFICO 2
TAMAÑO MEDIO DE FONDOS CERRADOS EN MERCADOS EMERGENTES
(En dólares americanos)



FUENTE: EMPEA.

rollo y la inversión en infraestructuras, pero las fuentes de financiación internas (sector público y sistema financiero local) no son capaces de satisfacer la existente demanda de recursos por lo que el capital riesgo se convierte en un vehículo clave para cubrir estas necesidades de financiación²¹.

Desde un punto de vista sectorial y debido al incremento de la incipiente clase media en la región, los sectores de actividad con alto potencial de crecimiento y que están en el punto de mira del CR son: bienes de consumo, telecomunicaciones, servicios financieros, farmacéutico y, en menor medida, energías renovables.

²¹ Hay que tener en cuenta que en África existen dos *hubs* de CR, Sudáfrica y Nigeria. Otros países en los que está creciendo la actividad de CR son Namibia, Kenia, Angola, Ghana y Tanzania, o zonas regionales más amplias como el este de África.

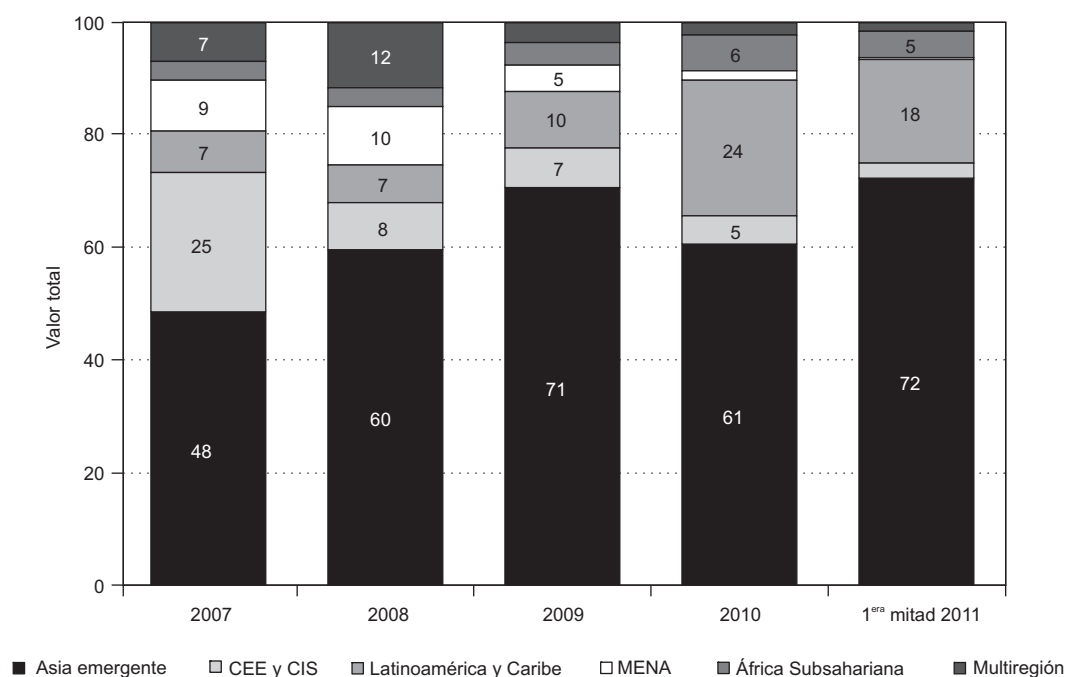
Un buen ejemplo del interés del CR en la región podría ser el lanzamiento del nuevo fondo de 750 millones de dólares que Carlyle anunció en marzo de 2011²² para invertir en África Subsahariana a través de *Sub-Saharan Africa Investment Group*.

5. La importancia de los principios de transparencia y de inversión responsable para el capital riesgo en países en desarrollo

En general, se puede decir que los inversores institucionales tienen nuevas actitudes hacia los riesgos y sus responsabilidades. Los modelos de negocio están cambiando hacia la búsqueda de retornos a más largo

²² *Financial Times*, 2 de marzo de 2011.

GRÁFICO 3
NUEVOS FONDOS POR REGIÓN*
(En %)



NOTA: * 2007-primer mitad 2011.

FUENTE: EMPEA.

plazo y cada vez se demanda más a los gestores de los FCR información de cómo sus inversiones y sus retornos están alineados con otras medidas de carácter no financiero²³.

En materia de rentabilidad, los inversores desean medir el rendimiento devengado desde el momento de su inversión y que esta medición sea consistente entre los distintos gestores y los distintos FCR, por lo que surge la necesidad de normas comunes de valoración para medir dicho rendimiento.

Igualmente, los inversores están incorporando medidas e indicadores que permitan la evaluación y comparación, de manera consistente, de las actuaciones de las gestoras en materia de principios de inversión responsable (IR), y los están incorporando incluso en sus procesos de selección de las mismas.

De igual forma, las gestoras están dando más peso a los principios de inversión responsable en los procesos de inversión en las empresas participadas, requiriendo información a lo largo de todo el proceso de inversión, desde la etapa de las diligencias previas hasta el momento de la desinversión.

Con el fin de dotar de mayor consistencia y transparencia de información en la relación entre gestores e in-

²³ Según EMPEA (2011), dos tercios de los inversores en mercados emergentes tienen en consideración aspectos ESG en la elección de los gestores.

versores, varias asociaciones de CR han trabajado conjuntamente para crear pautas para sus miembros, y para la industria en general, para promover las mejores prácticas en el sector en ámbitos como la valoración de las empresas participadas, el *reporting* de información o en materia ESG.

Varias IFD²⁴ que invierten de manera muy activa en mercados emergentes han aprobado los principios de CR de la *International Limited Partners Association*²⁵ (*ILPA Principles*), que son pautas voluntarias para el establecimiento de mejores prácticas en relación con la alineación de intereses entre gestores e inversores institucionales, en los que se tratan temas como los términos y condiciones de los FCR, la transparencia y *reporting* de información y el gobierno corporativo.

Estos principios se basan en tres apartados:

— *Alineamiento de los intereses entre gestores e inversores*: a través de mecanismos como el *carried interest*, cláusulas *clawback*, comisión de gestión y gastos soportados, compromiso del socio gestor, etcétera.

— *Gobernabilidad*: a través de la estrategia y la política de inversión, las obligaciones fiduciarias, establecimiento de órganos de gobierno y control del FCR, etcétera.

— *Transparencia*: a través de las solicitudes y distribuciones de capital, mecanismos de información y *reporting* de los gestores, gestión de los distintos tipos de riesgo, etcétera.

Por su parte, EMPEA también destaca ciertos principios establecidos en diversas áreas como por ejemplo en materia de valoración y *reporting* de información,

donde señala las pautas marcadas por el *Private Equity Industry Guidelines Group (PEIGG)*²⁶, por la *British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA)* y por la *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*, mientras que en el ámbito de gobierno corporativo e IR destacan las pautas marcadas por distintas instituciones como: EVCA, la *International Finance Corporation (IFC)*, perteneciente al Banco Mundial), las Naciones Unidas (UN) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

En lo referente a pautas de valoración de empresas participadas, EMPEA, aprobó las pautas de las *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV Guidelines)* y las pautas del PEIGG como metodologías de valoración aceptables para FCR en mercados emergentes.

Algunos estándares de la industria

Las directrices internacionales de valoración en el sector del CR fueron desarrolladas en marzo de 2005 por la *Association Francaise des Investisseurs en Capital (AFIC)*, la BVCA y por EVCA, con el objetivo de cubrir la necesidad de comparación en el sector.

Por su parte, EVCA en septiembre de 2009 emitió los estándares IPEV que proponen recomendaciones e intentan representar mejores prácticas en la valoración de inversiones de CR. Estos estándares se centran en la importancia del concepto de «valor razonable» bajo las normas internacionales del *International Accounting Standards Board (IASB)* y las del *Financial Accounting Standards Board (FASB)*. Es decir, si las gestoras y las empresas se ajustan a los estándares, estarán cum-

²⁴ Por ejemplo, la Asociación Europea de Instituciones Financieras de Desarrollo, que engloba a 15 instituciones de desarrollo europeas.

²⁵ La Asociación Internacional de Inversores Institucionales (ILPA) es una asociación sin ánimo de lucro que nació en los primeros años noventa y tiene como misión proveer un foro que facilite la comunicación, formación, investigación y emisión de estándares en el sector del CR. ILPA recoge a una gran variedad de inversores con intereses muy diversos pero con el objetivo común de mejorar los intereses profesionales de los asociados. ILPA emitió en septiembre de 2009 unos principios de CR para fomentar el debate de las relaciones entre socios gestores e inversores institucionales en los FCR, los cuales fueron comentando los principios durante 2010, lo que llevó al Comité de Mejores Prácticas del ILPA a emitir una nueva versión de los principios en enero de 2011.

²⁶ En septiembre de 2006, el FASB de los EE UU emitió la norma 157 que actualizaba las directrices de valoración del sector de CR para ayudar a los gestores en la estimación del valor razonable de acuerdo con US GAAP. A estos estándares de valoración se adhiere el PEIGG en marzo de 2007 para estar en línea con la norma del FASB. Asimismo, los estándares de valoración del PEIGG son consistentes con los estándares internacionales de valoración ya que los dos requieren la determinación del valor razonable.

pliendo con las normas internacionales de contabilidad (IFRS) y con las principios contables de los Estados Unidos de América (EE UU) o US GAAP.

En materia de ESG, la BVCA desarrolló en 2008 una guía de inversión responsable que recoge riesgos y oportunidades en este ámbito. Anteriormente, las Naciones Unidas, a través de un proceso convocado en 2005 por el Secretario General y mediante la participación de un grupo de instituciones internacionales, también desarrollaron sus principios de IR para el sector de capital riesgo con la idea de dar soporte a los inversores institucionales en sus relaciones con los socios gestores²⁷. A fecha de noviembre de 2011, más de 900 instituciones habían firmado su adhesión a estos principios.

Estos principios constituyen un marco de aspiraciones para la incorporación de aspectos ESG en la toma de decisiones de inversión y en las prácticas de gestión. En concreto, los principios de inversión responsables de las gestoras establecen que:

- a) Se incorporarán los aspectos ESG en las DD y en el proceso de toma de decisiones.
- b) Los gestores serán activos e incorporarán aspectos ESG en las políticas de las empresas.
- c) Se requerirán reportes en materia ESG a las empresas participadas.
- d) Se promoverá la aceptación y puesta en marcha de los principios en el sector.
- e) Se trabajará en equipo para mejorar la efectividad de la puesta en marcha de los principios.
- f) Se informará sobre las actividades llevadas a cabo y sobre el progreso de la puesta en marcha de los principios.

Por último, es importante señalar que los informes mencionados con anterioridad defienden la idea que la IR y el seguir pautas de buenas prácticas en el ámbito ESG, lejos de producir un *trade off* mejoran los resultados de las compañías en términos de crecimiento y rentabilidad.

6. La importancia de las mejores prácticas de los gestores e inversores

Como se comentó en apartados anteriores, los inversores al analizar la potencial inversión deben realizar una exhaustiva DD para valorar los riesgos potenciales y, en caso de buscar rentabilidad, exigir un retorno a su inversión que esté en relación con el riesgo que asumirían.

Una estrategia bien definida debería soportar la toma de decisiones durante todas las etapas del proceso de inversión-desinversión del FCR, es decir, desde la búsqueda de capital hasta la realización de las transacciones.

En efecto, al tiempo que los gestores demuestran un *track record* en el ámbito de la inversión responsable y crecen sus niveles de transparencia, debido a que un número creciente de inversores relevantes desean ver evidencias y que sus gestores están teniendo en cuenta medidas ESG en sus inversiones, se podría llegar a decir que la aplicación de principios de IR y la vigilancia de aspectos de ESG pueden dar acceso a más capital a los gestores que los aplican.

Para realizar un análisis adecuado de los riesgos, oportunidades e impactos de la aplicación de los principios de IR y el alcance de los aspectos en materia de ESG, se debería analizar y hacer un seguimiento sobre²⁸:

— *Actuaciones económicas, valor añadido generado y distribuido*: cómo afecta la inversión en la empresa en cartera a la economía local y nacional en materias de: eslabonamientos con otros sectores, números de trabajadores locales, subvenciones gubernamentales, planes de pensiones a los empleados, inversión en infraestructura, cambio climático, etcétera.

— *Actuaciones medioambientales*: uso de materiales y reciclado, uso de energía y eficiencia energética, recursos hídricos, impacto en la flora y la fauna (biodiversidad), cumplimiento de leyes medioambientales, inversión y gasto en protección medioambiental, etcétera.

²⁷ Adicionalmente, las Naciones Unidas han elaborado principios en materias como derechos humanos, trabajo, medioambiente o anticorrupción que también son demandados por los inversores institucionales a los gestores de los FCR.

²⁸ BVCA: Responsible Investment: A guide for private equity & venture capital firms. Authored by PWC and Waternan. June 2010.

— *Actuaciones sociales:* seguridad e higiene en el trabajo, formación, diversidad e igualdad de oportunidades (género, edad, origen étnico), no discriminación de empleados, derecho humanos, libertad de asociación, combatir el trabajo infantil, protección pueblos indígenas, corrupción asociada al riesgo reputacional, cumplimiento de las leyes, etcétera.

— *Logística y responsabilidad en la producción:* suministradores que cumplan con ESG, seguridad e higiene para el consumidor, protección de datos de los consumidores.

— *Desde la óptica del inversor,* es necesario conocer el sector de actividad y la situación de las empresas participadas para saber su estado actual en materia de ESG y establecer un plan de mejora. Para ello, hay que ver si existen sinergias o conflictos de interés con la estrategia y la política ESG del gestor del FCR. Detectar acciones que no se estén cumpliendo y establecer los riesgos existentes desde antes de realizar la inversión. Contar con personal experto y requerir información de los asesores desde el inicio.

— *A la hora de realizar las inversiones y durante su mantenimiento en la cartera del FCR,* es conveniente revisar la DD en el ámbito ESG para analizar los potenciales riesgos en cada empresa participada con el objetivo de mitigarlos o ver si existen oportunidades no detectadas. Una vez realizada la revisión de la cartera, realizar un plan de acción de 100 días para potenciar las áreas necesarias y desarrollar la estructura que soportará las iniciativas en materia de información, *reporting* y aspectos ESG.

— *En el momento de realizar las desinversiones,* abordar los aspectos ESG desde el inicio y considerar los beneficios de ser proactivo, incluso de realizar una «vendor» DD que incluya estos aspectos para intentar maximizar el valor del activo.

7. Conclusiones

La importancia del CR en el crecimiento y el desarrollo económico de una región radica en su capacidad para influir positivamente sobre las empresas en las que

invierte (especialmente pymes) en términos de crecimiento, resultados, generación de empleo, formación del personal, inversión en activos y mejora de la financiación. Por otro lado, hay que tener en cuenta el efecto positivo que crea sobre la distribución del valor añadido que genera entre los distintos actores a través de una mayor recaudación fiscal, el pago del servicio de la deuda, aumento del capital humano, etcétera.

Ello se consigue ya que por parte de los gestores o incluso los inversores de los FCR, además de los recursos financieros que aportan, pueden, con sus contactos y su conocimiento y experiencia en materia de gestión, ayudar a las empresas locales en sus estrategias a largo plazo.

Para que se puedan crear nuevas empresas e impulsar aquellas que se encuentren en etapas iniciales también deben darse iniciativas por parte de los agentes públicos, incluyendo la coordinación entre Gobiernos regionales. Estos deben ayudar a crear un marco regulatorio y económico en el que la inversión pueda fluir hacia los sectores de actividad que aporten rentabilidad a largo plazo, tanto económica como social, a través de una inversión responsable que revierta en la sociedad, pero que sea a la vez lo más segura posible en términos de rentabilidad mínima exigida por el capital privado.

Cuando la rentabilidad mínima exigida en función del riesgo que debe asumir la inversión no pueda conseguirse y la inversión sea necesaria en términos sociales, otros actores como las IFD o las IFIs podrían ayudar, como inversores mixtos en términos de rentabilidad/impacto social, a conseguir los objetivos.

Ahora bien, desde una óptica de inversor que busca ayudar al desarrollo económico, es necesario destacar la importancia de llevar a cabo una gestión por resultados a partir de una información clara del desempeño conseguido por las inversiones realizadas. Esta gestión debería estructurarse en objetivos generales, específicos y prioridades sectoriales, y llevarse a cabo a través de diferentes áreas de intervención, directrices y líneas de trabajo, que permitieran a su vez un análisis dinámico de la inversión.

Referencias bibliográficas

- [1] ALEMANY, M. L. (2004): *Impacto de las inversiones de capital riesgo en España: Un análisis empírico regional*, Tesis Doctoral, UCM.
- [2] BARRO, R. y SALA I MARTÍN, X. (1992): «Convergence across States and Regions», en A. CUKIERMAN, Z. HERCOWITZ y L. LEIDERMAN (ed.), *Political Economy, Growth, and Business Cycles*, MIT Press.
- [3] BVCA (2010): *Responsible Investment: A Guide for Private Equity & Venture Capital Firms*, BVCA, www.bvca.co.uk
- [4] CAZORLA, L. y CANO, C. (2000): *El capital riesgo como instrumento de apoyo a la PYME*, Almería, Servicio de Publicaciones, Universidad de Almería.
- [5] DE LA FUENTE, A. y DA ROCHA, J. M. (1998): «Modelos de convergencia/divergencia y un repaso a la evidencia empírica», en MELLA, J. M. (coord.): *Economía y política regional en España ante la Europa del Siglo XXI*, Madrid, Akal Textos.
- [6] EMPEA (2011a): *EMPEA Industry Statistics 1H 2011. Data*, EMPEA, www.empea.net
- [7] EMPEA (2011b): *2011 EM PE Fundraising and Investment Review*, EMPEA, www.empea.net
- [8] EVCA (2009): *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, Edition August 2010, EVCA, www.evca.eu
- [9] EVCA (2010): *Corporate Governance Guidelines*, EVCA, www.evca.eu
- [10] GROH, A. et al. (2011): *The 2011 Annual Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*, Centro Internacional de Investigación Financiera (CIIF), IESE, Universidad de Navarra.
- [11] ILPA (2011): *Private Equity Principles. Version 2.0*, ILPA, www.ilpa.org
- [12] IMF (2010): *World Economic Outlook*, International Monetary Fund Publication Services, www.imf.org
- [13] LAVCA (2008): «Encuesta Latinoamericana de Gobierno Corporativo para Fondos de Capital Privado», LAVCA, www.lavca.org
- [14] LAVCA (2011): *2011 Scorecard: The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America*, LAVCA, www.lavca.org.
- [15] MARTÍ PELLÓN et al. (2007): *Impacto económico y social del capital riesgo en España 2007*, Informe ASCRI.
- [16] PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO (2011): *Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos*, 8 de junio.
- [17] PEIGG (2007): *Updated U.S. Private Equity Valuation Guidelines*, PEIGG.
- [18] UN (2006): *The Principles for Responsible Investment*, www.unpri.org.
- [19] ZIELING, N. (2009): *Factores determinantes del impacto del capital riesgo sobre las empresas*, Madrid, Editorial: Consejo Económico y Social de España.

ANEXO

ACRÓNIMOS Y ABREVIACIONES

AFIC	<i>Association Francaise des Investisseurs en Capital.</i>
BVCA	<i>British Private Equity & Venture Capital Association.</i>
CEE	Centro y Este de Europa.
CR	Capital Riesgo.
DD	<i>Due diligence.</i>
ECR	Entidades de Capital Riesgo.
EMPEA	Emerging Markets Private Equity Association.
ESG	Social, medioambiental y gobernabilidad.
EE UU	Estados Unidos de América.
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association.
FASB	Financial Accounting Standards Board.
FCR	Fondo de Capital Riesgo.
IASB	<i>International Accounting Standards Board.</i>
IFC	<i>International Finance Corporation.</i>
IFD	Instituciones Financieras de Desarrollo.
IFI	Instituciones Financieras Internacionales.
ILPA	<i>International Limited Partners Association.</i>
IMF	<i>International Monetary Fund.</i>
IPEV	<i>International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines.</i>
IR	Inversión Responsable.
NAV	Valor Neto de los Activos.
PEIGG	<i>Private Equity Industry Guidelines Group.</i>
PYMES	Pequeñas y medianas empresas.
SCR	Sociedades de Capital Riesgo.
SGFCR	Sociedades Gestoras de Fondos de Capital Riesgo.
TIC	Tecnologías de la información y comunicación.
TIR	Tasa Interna de Rentabilidad.
UN	Naciones Unidas.
USD	Dólares americanos.
VE	<i>Venture Capital.</i>



XIII JORNADAS DE ECONOMÍA INTERNACIONAL

Solicitud de trabajos

La Asociación Española de Economía y Finanzas Internacionales y el Departamento de Teoría e Historia Económica de la Universidad de Granada, organizan las XIII Jornadas de Economía Internacional, que tendrán lugar en Granada los días 21 y 22 de junio de 2012.

Las Jornadas están abiertas a la participación de investigadores en las distintas áreas de la Economía Internacional. El Comité Organizador solicita el envío de trabajos, originales y no publicados, para su exposición en las Jornadas. Los trabajos se enviarán, **en formato PDF** y antes del **1 de marzo de 2012**, a través de la página web <http://www.ciespain.com>. Los trabajos que se reciban serán sometidos a un proceso de evaluación por parte del Comité Científico, cuyas decisiones se comunicarán no más tarde del **31 de marzo de 2012**.

Toda la información posterior sobre las Jornadas aparecerá en la página web <http://www.ciespain.com>, así como en <http://www.aeefi.com>.

Comité Científico: Joan Martín-Montaner (Universitat Jaume I) (coordinador), Jeffrey H. Bergstrand (University of Notre Dame), Carmen Díaz-Mora (Universidad de Castilla-La Mancha), Juan Carlos Cuestas (University of Sheffield), Marta Gómez-Puig (Universitat de Barcelona), Helena Marques (Universitat de les Illes Balears), Asier Minondo (Universidad de Deusto), Javier J. Pérez-García (Servicio de Estudios, Banco de España), Jorge V. Pérez-Rodríguez (Universidad de Las Palmas de Gran Canaria), Javier Perote (Universidad de Salamanca), Francisco Requena (Universitat de València), Diego Rodríguez (Universidad Complutense de Madrid), José Luis Torres (Universidad de Málaga), Christian Volpe (Inter-American Development Bank)

Comité Organizador: Juliette Milgram Baleix (coordinadora), Betty Agnani, Henry Aray, Estrella Gómez