

## PRIVATE EQUITY VS. VENTURE CAPITAL: MENTALIDADES DE INVERSIÓN OPUESTAS

En este documento se analizarán las diferencias entre 2 clases de activo de capital privado, basado en el artículo escrito por Sebastien Canderle<sup>1</sup> para Enterprising Investor de CFA Institute.

Los administradores de Private Equity (PE) y de Venture Capital (VC) tienen el mismo objetivo en mente: maximizar los rendimientos. Sin embargo, los fondos de VC y de PE se manejan de maneras muy diferentes. Muchos posibles inversionistas no se dan cuenta de que las dos clases de activos alternativos más populares adoptan a menudo métodos opuestos para impulsar el rendimiento.

Por Fernando Galdames, CFA.

La inversión en VC o capital de riesgo, es una forma de financiamiento a las nuevas empresas que muestran un potencial de crecimiento o que han demostrado un alto crecimiento (tal vez en número de empleados o ingresos anuales). Los gestores de VC invierten en estas nuevas empresas a cambio de acciones (una participación en la propiedad) de las empresas en las que invierten. Las “startups” que buscan los capitalistas de riesgo suelen estar basadas en tecnología innovadora y normalmente en industrias de alta tecnología, como tecnologías de la información, redes sociales o biotecnología.

La primera ronda de capital de riesgo institucional para financiar el crecimiento se denomina ronda Serie A. Los VC brindan este financiamiento para generar un retorno a través de un eventual evento de “salida”, por ejemplo, que la empresa vende acciones al público por primera vez en una Oferta Pública Inicial (IPO por sus siglas en inglés)

o se produce una fusión / adquisición de la empresa. El capital de riesgo es atractivo para las nuevas empresas con un historial operativo limitado que son demasiado pequeñas para obtener capital en los mercados públicos y no han llegado al punto en que pueden obtener un préstamo bancario significativo.

Los inversionistas en VC suelen tener un control significativo sobre las decisiones de la empresa y una parte significativa de su propiedad. Los capitalistas de riesgo contribuyen más que el financiamiento a estas empresas en etapa inicial; también suelen proporcionar asesoramiento estratégico a los ejecutivos de la empresa sobre su modelo de negocio y estrategias de marketing.

Algunas características que diferencian la inversión en PE y VC:

	Private Equity	Venture capital
<b>Sectores en los cuales invierten</b>	Industrias establecidas	Tecnología de punta o sectores de rápido crecimiento
<b>Etapas madurez</b>	Etapas maduras y crecimiento estable	Semilla, “start-up” y expansión
<b>Enfoque gestión</b>	Ingeniería financiera, reestructuración corporativa	Conocimiento de la industria, desarrollo de producto y comercialización
<b>Incertidumbres</b>	Riesgo es medible	Riesgo es difícil de medir

<sup>1</sup> <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2020/09/30/private-equity-vs-venture-capital-opposite-investment-mindsets/>

<b>Fuente de retornos</b>	Endeudamiento, arbitraje de múltiplos	Desarrollo de compañía y rondas de financiamiento
<b>Modelo de negocios</b>	Alto porcentaje de éxito con pocos “write-offs”	Pocos ganadores con muchos write-offs

### VC: Diversificación deliberada

En la gestión de activos, la diversificación sustenta la gobernanza del riesgo y la creación de valor. Debido a que su éxito se basa en los “home runs” (unas pocas inversiones generan gran parte de las ganancias de un fondo), los capitalistas de riesgo invierten en docenas de nuevas empresas. Algunos fondos llegan a tener hasta 100 inversiones de VC. Dado que solo un puñado de transacciones se convertirán en ganadoras, los VC reconocen que la suerte es un factor importante para el éxito.

Pero la diversificación solo importa en los primeros años de vida de un fondo. Muy rápidamente, los capitalistas de riesgo tienen que concentrarse en sus inversiones más prometedoras. Siguiendo los principios de cualquier “ley de potencias”, deben poner de manera sistemática y metódica la mayor parte de su capital detrás de sus activos estrella y descartar al menos el 75% de sus participaciones. En esa etapa, la artesanía y experiencia se hacen cargo. Es por eso que tan pocos capitalistas de riesgo tienen un desempeño sólido y consistente.

### PE: Diversificación restringida

Los administradores de PE no necesitan diversificarse tanto como sus contrapartes de VC. Hay dos razones principales para ello:

1. Controlan a la compañía a través de la propiedad mayoritaria o términos contractuales, como derechos de supermayoría. A diferencia de los capitalistas de riesgo, pueden tomar decisiones decididas sin necesidad de tranquilizar a la dirección o los co-inversionistas.
2. Dirigen empresas maduras que generalmente no enfrentan el tipo de incertidumbre comercial y de mercado que afecta a las empresas jóvenes. En consecuencia, en PE, la probabilidad de fracaso es mucho menor.

Eso explica por qué, con la excepción de los vehículos globales de múltiples estrategias que respaldan numerosas empresas y proyectos, un gestor de PE generalmente

patrocina de 10 a 12 adquisiciones por fondo. Una tendencia interesante en los últimos años: debido a la intensa competencia, es que muchas empresas de capital privado han invertido fondos en menos activos. Una diversificación más débil podría resultar inadecuada en una recesión económica.

Los gestores de VC miman a los emprendedores estrella.

Los fundadores de empresas Unicornio no pueden equivocarse, siempre y cuando que el camino para salir o “exit” sea claro. Si la mala conducta pone en riesgo una oferta pública inicial o IPO, como paso en los casos de Travis Kalanick en Uber y Adam Neumann en WeWork, solo entonces intervendrá el patrocinador de VC. De lo contrario, un VC hará todo lo posible para apoyar a las empresas invertidas que están teniendo mayor tracción.

Los “rockstars” en una cartera de VC pueden apuntar a la luna, a menudo a través de una gran cantidad de efectivo, en pos de un despliegue nacional ambicioso o internacional y del lanzamiento de muchas iniciativas en segmentos adyacentes. Piense en Uber en la entrega de alimentos, o en WeWork en las escuelas con WeGrow. En estos días, tales planes pueden ser financiados incluso antes de que se demuestre la prueba de concepto.

Tenga en cuenta que la disposición de los capitalistas de riesgo de mantenerse durante muchos años, a veces durante una década o más, es un fenómeno nuevo. En la era de las “punto com”, los VC miraban a corto plazo, como los administradores de fondos de PE de hoy. Pero al salir de empresas como Apple, AOL y Amazon unos pocos años después del lanzamiento, finalmente se dieron cuenta de que habían dejado demasiado dinero sobre la mesa.

### Los gestores de PE ordeñan rápidamente sus “vacas de efectivo”.

Los administradores de fondos de PE no se preocupan tanto por los ejecutivos corporativos que administran los activos de su cartera. Es cierto que algunos de estos ejecutivos han construido una sólida reputación como expertos operativos que pueden producir aumentos en el flujo de efectivo a través de estrategias corporativas, enajenaciones de activos

no esenciales, recortes de costos, etc., para ayudar a los patrocinadores de PE a producir retornos saludables. Pero en general, los gestores de PE aprovechan el hecho de que retienen el control exclusivo.

Muchos buscan salir de las empresas a los pocos meses de comprarlas para mitigar el impacto del valor del dinero en el tiempo (TVM) o en la tasa interna de retorno (TIR). A esto se le llama jugar el "juego de TVM".

Otra forma de jugar el juego de TVM es a través de la recapitalización de dividendos: reajustar la estructura de capital agregando repetidamente nuevos préstamos y mejorando el efectivo para recuperar el desembolso inicial lo antes posible. A partir de ese momento, el propietario de PE no tiene exposición a la baja y los ingresos futuros que se originen en la compañía de cartera constituirán ganancias de capital.

Si bien no todos los administradores de fondos son culpables de prácticas tan agresivas, los grupos de PE más grandes tienden a implementar cambios rápidos y recapitalizaciones de dividendos a escala industrial.

### **Las firmas de VC son implacables con las empresas de bajo rendimiento.**

En el otro extremo del espectro de rendimiento, los capitalistas de riesgo deben deshacerse de sus activos menos prometedores muy temprano en la vida del período de inversión de un fondo. Entre 75% a un 90% de una cartera de capital riesgo generará rendimientos negativos o insignificantes.

Al adaptar la creación rápida de prototipos a los modelos de negocio, los emprendedores prueban primero a pequeña escala para determinar si una idea funciona antes de dar el visto bueno para su implementación completa. Esto define en parte la política de los capitalistas de riesgo de abandonar las inversiones que no cumplen la promesa inicial.

Después de los primeros cuatro años de un fondo a 10 años, una empresa de capital riesgo debería poder concentrarse exclusivamente en sus éxitos más probables y no dedicar mucho tiempo ni asignar más capital a los perros de su cartera.

### **Las empresas de PE se aferran a sus limones.**

Puede sonar contradictorio, pero una vez que la porción de capital de una compra apalancada está bajo el agua, un propietario de PE preferirá aguantar el mayor tiempo posible que reducir sus pérdidas temprano. Esto es lo contrario de lo que se enseña en los cursos de gestión de inversiones.

Esto se debe a tres factores:

1. Cuanto más tiempo se mantiene una empresa en cartera, más tiempo tiene para reestructurar, refinanciar y, con suerte, absorber y superar la recesión económica o los reveses temporales que minaron las ganancias en primer lugar. Este es el sesgo de la aversión a las pérdidas aplicado al PE.
2. Mientras sea propietaria del activo, el fondo de PE puede seguir cobrando comisión de administración.
3. Lo que es más increíble, debido a cómo se calculan los rendimientos, vender una empresa, digamos, un 10% por debajo de su valor de original representa una TIR negativa del 10% al final del primer año. Eso se compara con rendimientos anualizados de -2,1% después de cinco años o -1,05% después de 10 años. Para ocultar las malas noticias, es mejor que los propietarios de PE no desconecten los activos en problemas.

### **Espadachines y bucaneros**

En resumen, tanto las empresas de PE como las de VC siguen una estrategia de inversión de dos puntas para optimizar tanto la diversificación de la cartera como los períodos de tenencia:

- Los administradores de VC con mejor desempeño tienen un largo historial como creadores de negocios que hacen numerosas apuestas pequeñas y fracasan rápidamente al deshacerse de sus peores activos de cartera mientras respaldan a las nuevas empresas con potencial. De ahí el incentivo para impulsar agresivamente las valoraciones y buscar unicornios para compensar a los muchos perdedores.
- Los administradores de fondos de PE con los mayores retornos son ingenieros financieros que apuestan en grande, obtienen ganancias fáciles de manera rápida y se dan cuenta de las fallas de

inversión lentamente. Realizan inversiones rápidas y recapitulaciones de dividendos con sus participadas más estelares mientras mantienen activos mediocres durante el tiempo que los acreedores lo permitan. De esta manera, buscan revertir estos activos y también amortiguar el impacto negativo que pueden tener en los rendimientos combinados del fondo. De ahí la gran cantidad de zombies que se revuelcan en un estado de letargo sin rumbo fijo.

Los VC son espadachines que buscan el riesgo empresarial, la disrupción, y defienden la innovación para generar valor económico a largo plazo. Los especialistas en PE acumulan riesgo financiero (apalancamiento) y realizan trucos de liquidez para jugar el juego de TVM.

Las técnicas de mejora del rendimiento de PE y VC no solo son diferentes, sino que son completamente opuestas.