

¿Invertir en Private Equity o en Mercados Públicos?

Desempeño de inversiones de capital privado en
comparación con el capital público

Dr. Julio Cacho Díaz, PhD

Dr. José Carlos Rodríguez Pueblita, PhD

GBM

Diciembre, 2022

Una solicitud frecuente de los inversionistas a sus asesores financieros es ayudarles a comparar oportunidades de inversión privadas contra mercados financieros públicos. Existe una diversidad de opciones de inversión privadas, algunas más institucionalizadas y transparentes que otras. En este documento nos enfocamos en el Private Equity (PE) o fondos de capital privado, sus características y su desempeño en comparación con las inversiones en los mercados financieros públicos. No es una tarea sencilla debido a que el desempeño histórico de los fondos de capital privado es difícil de calcular -el capital privado se llama “privado” por varias razones, siendo una de ellas que la información es privada- y sigue siendo un tema de debate y análisis. A diferencia del mercado de valores, no hay índices de mercado diarios para informar precios de acciones individuales; sin embargo, sí existe información que académicos han utilizado en diferentes métodos para responder a la pregunta: ¿Cómo se comportan las inversiones de capital privado en comparación con el capital público?

¿Qué son mercados privados y públicos?

Cuando nos referimos a inversiones en mercados privados y públicos debemos comenzar definiéndolos. Los mercados privados están formados por intermediarios que comercializan inversiones en empresas privadas (acciones o deuda), las cuales son propiedad de inversionistas particulares. Las empresas privadas recipientes de las inversiones no están obligadas a publicar sus estados financieros, por lo que los inversionistas pueden tener diferente nivel de información con respecto a los intermediarios y los tomadores de decisiones de las empresas que reciben los fondos. Esto permite a la vez que las empresas gocen de relativa flexibilidad en el corto y largo plazos. Los intermediarios que participan en mercados privados no cuentan necesariamente con certificaciones y calificaciones predeterminadas para poder

participar en la intermediación. En contraste, los mercados públicos de inversiones, mejor conocidos como mercados de valores o bolsas de valores, se forman de intermediarios bursátiles regulados y supervisados por las autoridades financieras. En estos mercados se comercializan valores de empresas públicas, es decir, cuyos valores pueden ser adquiridos por cualquier inversionista y que tienen la obligación de publicar sus estados financieros de manera periódica para que los inversionistas puedan tomar decisiones con información accesible y uniforme. Las empresas públicas suelen ser manejadas por una junta de directores que cumplen con reglas de gobernanza estrictas que imponen las autoridades regulatorias para poder cotizar en bolsa.

¹Nótese que las empresas públicas no son las empresas propiedad del Estado, a las cuales se les conoce como empresas estatales y pueden ser públicas o no de acuerdo al concepto recién expuesto.

¿Qué es el Private Equity o los fondos de capital privado?

El Private Equity es una parte de la inversión en capital de riesgo en mercados de inversión privados, que se articula mediante la participación, temporal y minoritaria, en el capital social de empresas privadas que se encuentran en las etapas iniciales de su desarrollo. Se concreta comúnmente a partir de la creación de fondos especializados que invierten en las empresas objetivo. Dependiendo de la etapa y objeto de la inversión existen diferentes tipos de fondos: Venture Capital, Growth y madurez o Buyout. En la fase inicial, en la que invierte el Venture Capital, la letalidad de las empresas es bastante alta, por lo tanto, el riesgo de la inversión es mayor. Dependiendo de la etapa de madurez de las empresas el Venture Capital se llama capital semilla (Seed Capital), capital de arranque (Start Up), inversión ángel o Friends and Family, para etapas muy iniciales, entre otros. En etapas de mayor crecimiento y madurez, cuando la probabilidad de supervivencia de las empresas es mayor, están más consolidadas y buscan financiación para su expansión e internacionalización, el Private Equity se divide en cuatro tipos de inversiones: capital de expansión (Growth), capital de sustitución (Replacement), operaciones apalancadas (LBO o Leverage Buyout) y capital de reestructuración (Turnaround).



Los fondos de capital privado tienen varias ventajas entre las que destacan:

1) Se considera que sus gestores tienen más conocimientos, ya que la mayoría son inversores altamente calificados por lo que parte importante del valor que aportan los fondos de Private Equity a las empresas financiadas radica más allá del capital aportado, es decir, a través de una contribución no monetaria que se materializa en el apoyo en la gestión diaria, el desarrollo de nuevos clientes, el acceso a otras fuentes de financiamiento, la credibilidad ante los proveedores y el apoyo en el reclutamiento de talento. De esta forma, el capital monetario y no monetario se complementan para crear valor en las empresas financiadas. Se ha demostrado que los fondos de capital privado aumentan tanto la eficiencia como los ingresos, y los fondos privados también permiten un enfoque a largo plazo.

2) Muchos inversores privados mantienen su dinero inmovilizado en una inversión hasta diez años, ejerciendo la paciencia mientras permiten que la empresa crezca hasta convertirse en una máquina rentable, una “prima de iliquidez”.

3) Evita limitaciones en cuanto a la cantidad que pueden pedir prestada los inversionistas al ser liberal en el uso de la deuda para aumentar los rendimientos.

4) El valor de los activos de propiedad privada no se evalúa con tanta frecuencia. Esto es una ventaja para quienes no les gusta ver la volatilidad de sus inversiones.

Pero también tienen algunas desventajas:

1) No existe ningún requisito para aquellos que administran fondos de capital privado, los socios generales -General Partners o GP, por sus siglas en inglés-.

2) Suelen carecer de transparencia y liquidez. Los datos son difíciles de reunir en capital privado, lo que dificulta la valoración de los activos. Comparten sus datos con los inversores actuales y potenciales, y los socios limitados en sus fondos -Limited Partners o LP, por sus siglas en inglés-, pero normalmente bajo acuerdos de confidencialidad estrictos. Hasta que se liquida un fondo privado, pueden operar con una discreción que no se ve, lo que permite que los activos y las métricas valoren el rendimiento de forma “generosa”, Brown et al., 2017 (Journal of Financial Economics).

3) Algunos conflictos que supuestamente se reducen en el capital privado se compensan con otras conductas indeseables. Hay quienes sostienen que las decisiones conflictivas de los directivos de las grandes empresas públicas (riesgo moral) han sido sustituidas por los egos de los directivos del mundo del capital privado.

4) Se ha argumentado que estas autovaloraciones benefician a los gestores de los fondos de capital de riesgo, permitiéndoles operar con más apalancamiento para conseguir los mayores rendimientos. Los beneficios de la diversificación de las inversiones de capital privado están sobrevalorados. Cuando se tiene en cuenta la liquidez, el exceso de rendimiento “alfa” ajustado al riesgo de esta clase de activos es casi nulo (Franzoni et al., 2012).

5) Mientras que los mercados públicos son bastante líquidos, el mercado privado evita esa liquidez en favor de la promesa de mejores rendimientos. Aunque las empresas privadas disponen de más tiempo por parte de los inversores pacientes, siempre habrá demanda de más liquidez. Cuando el mercado público ofrece una oportunidad de compra durante un periodo de baja, los activos no líquidos no pueden venderse tan fácilmente para aprovechar esta ventaja del mercado.

¿Invertir en Private Equity o en Mercados Públicos?

De esta forma, los vehículos, metodología, estándares, autorizaciones, operación y contribución a las empresas financiadas, así como la información compartida, hacen que el Private Equity difiera de manera diametral a los mercados públicos. ¿Pero qué tal su desempeño? No debería sorprender que los fondos de Private Equity brinden a los inversores una prima en relación con la inversión en los mercados públicos, es más, es de esperarse, ya que la falta de liquidez y el “riesgo de compromiso” que tienen los inversionistas al tener que cumplir las llamadas de capital y esperar las distribuciones, amerita una prima de rendimiento sobre los mercados públicos.



Midiendo el rendimiento del Private Equity

Harris, Jenkinson y Kaplan publicaron en 2014 una investigación en la que comparan el rendimiento del Private Equity vis á vis los mercados financieros públicos, y cuyo manuscrito actualizaron en 2021. El rendimiento de Private Equity se puede medir de varias maneras. Las métricas más utilizadas por los fondos e inversores son la tasa interna de retorno (TIR) del fondo y el múltiplo de inversión o múltiplo del capital invertido. La TIR anualizada se calcula en función de las contribuciones y distribuciones de fondos, netas de tarifas y participaciones en las ganancias (también conocidas como intereses acumulados o carried interest) pagadas al GP. El múltiplo de inversión compara la suma de todas las contribuciones de fondos por parte de los inversionistas contra la suma de todas las distribuciones de fondos y el valor de las inversiones no realizadas, nuevamente netas de tarifas e intereses acumulados. Es importante que los cálculos sean netos de comisiones y pagos a los

GP (administradores de los fondos) para reflejar el rendimiento real a los LP (inversionistas).

Una tercera métrica que busca comparar de manera más exacta los rendimientos del Private Equity con los del capital público es el Equivalente de Mercados Públicos o Public Market Equivalent (PME) de Kaplan y Schoar (2005), que como su nombre lo indica, compara directamente una inversión en un fondo de Private Equity con una inversión en el tiempo equivalente en el mercado público relevante. El PME puede interpretarse como un múltiplo ajustado al mercado del capital invertido neto de comisiones, de forma que un PME de 1,20, por ejemplo, implica que al final de la vida del fondo, los inversores terminaron con un 20% más de lo que tendrían si hubieran invertido en los mercados públicos.

Entonces, ¿qué inversión tiene mejor desempeño:

Private Equity o Mercados Públicos?

La respuesta depende del período de análisis y el grupo de comparación (tipo de fondos), aunque considerando que el Private Equity implica mayor riesgo y menor liquidez, los resultados indican que los mercados financieros públicos son una opción muy atractiva de inversión, especialmente en años recientes.

Aunque hoy en día el capital privado es conocido por sus enormes adquisiciones, históricamente los objetivos de estas eran mucho más pequeños, simplemente porque los fondos de capital privado tenían mucho menos capital. El tamaño medio de las transacciones estaba mucho más en consonancia con las acciones de pequeña capitalización. Basándonos en este dato, resulta que el índice de renta variable de pequeña capitalización y el índice de capital privado estadounidense tienen rendimientos casi idénticos. Los perfiles de rendimiento también demuestran que los rendimientos del capital privado no están tan descorrelacionados con los de la renta variable pública como les gustaría a los inversores institucionales. Esto implica que el riesgo sistemático que afecta a empresas públicas de pequeña capitalización es el mismo que afecta al capital privado.

En un vasto estudio Harris, Jenkinson y Kaplan (2020) comparan las tasas internas de retorno o TIR promedio y los múltiplos de inversión, por separado para fondos de compra (buyouts) y fondos de capital de riesgo (Venture Capital). Las cifras de la media, la mediana y el promedio ponderado

(donde las ponderaciones son compromisos de capital) se muestran para cada año de cosecha, así como los promedios de las décadas de 1980, 1990 y 2000. Los autores del estudio encontraron una variación considerable en el rendimiento promedio a lo largo de los años de cosecha, con ciclos que parecen liderar los auges y caídas económicas. Para los fondos de compra (buyouts), el promedio de las TIR promedio es 15,7% y el múltiplo de inversión promedio es 2,02. Los promedios ponderados de capital son un poco más altos. En toda la muestra de fondos, la TIR promedio es más baja en 12,4%, lo que refleja el mayor número de fondos después de las primeras cosechas. El rendimiento promedio alcanzó su punto máximo a principios de la década de 1990 y luego se recuperó a un nivel más bajo para los años iniciales de la década de 2000. Los fondos de compra que comenzaron a invertir justo antes de la crisis financiera tienen, en promedio, TIR y múltiplos de inversión más bajos.

²El cálculo de PME descuenta (o invierte) todas las distribuciones en efectivo y el valor residual al fondo al rendimiento total del mercado público y divide el valor resultante por el valor de todas las contribuciones en efectivo descontadas (o invertidas) al rendimiento total del mercado público. Al calcular los PME, comúnmente se utiliza el índice S&P 500 para representar el mercado público.

Tabla 1

North American Private Equity Fund Internal Rates of Return and Investment Multiples

This table shows average internal rates of return (IRR) and investment multiples by vintage year on the individual funds using the Burgiss data. Investment multiples are the ratio of total value to paid-in capital (TVPI). Total value is the sum of the cash returned to investors and the remaining NAV as estimated by the PE fund manager. Given the limited life of the funds, for the early vintage funds the vast majority of the investments have been realized, whereas the opposite is true for the later vintages, for which the reported IRRs and multiples relate mainly to NAVs, with little cash having been returned to investors. Weighted averages use the capital committed for each fund as a proportion of the total commitments for each vintage year. Panel A focuses on buyout funds, and Panel B on VC funds, as classified by Burgiss. Only funds with a North American geographical focus are included. Averages are across vintage years and then separately across individual funds.

Panel A: Buyout Funds

Vintage year	Internal Rate of Return					Investment Multiple		
	Funds	% Realised	Average	Median	Weighted Average	Average	Median	Weighted Average
1984	4	100.0	15.5	14.9	24.8	2.87	2.85	4.09
1985	3	100.0	28.0	15.7	36.9	2.42	2.42	2.39
1986	7	100.0	14.2	16.8	16.8	3.36	2.36	4.47
1987	10	100.0	17.1	15.1	15.0	2.97	2.28	2.28
1988	10	100.0	13.3	11.2	16.5	1.96	1.70	2.24
1989	9	100.0	26.4	27.3	24.8	2.88	3.23	2.85
1990	4	100.0	20.6	17.1	19.1	2.89	2.87	2.72
1991	5	100.0	36.8	37.5	33.2	3.65	2.97	3.48
1992	11	100.0	16.6	18.8	26.4	1.91	1.88	2.20
1993	10	100.0	21.2	18.3	21.4	2.23	1.94	2.29
1994	20	100.0	20.9	19.6	28.2	2.09	1.72	2.65
1995	23	100.0	18.3	10.5	15.8	1.88	1.49	1.74
1996	18	100.0	10.4	8.0	9.1	1.51	1.36	1.40
1997	31	100.0	3.9	3.5	7.1	1.26	1.24	1.47
1998	46	100.0	6.0	8.3	4.7	1.47	1.45	1.38
1999	34	98.4	3.6	7.4	3.5	1.32	1.48	1.29
2000	60	96.4	12.8	13.2	15.3	1.75	1.73	1.86
2001	31	93.1	19.5	17.3	19.2	1.81	1.91	1.97
2002	23	85.6	16.1	14.9	18.8	1.86	1.85	1.97
2003	23	83.4	16.4	13.6	21.2	2.05	1.76	2.00
2004	50	72.6	12.5	11.9	15.3	1.67	1.65	1.84
2005	66	63.9	10.8	9.5	9.8	1.67	1.53	1.63
2006	80	50.4	7.8	8.2	7.4	1.41	1.48	1.42
2007	86	42.8	10.4	10.4	10.5	1.44	1.40	1.43
2008	64	31.7	13.9	13.7	15.8	1.45	1.43	1.52
2009	19	25.9	15.8	14.1	18.2	1.42	1.38	1.52
2010	34	14.8	15.5	13.9	15.5	1.30	1.29	1.29
Average*	781	83.7	15.7	14.5	17.4	2.02	1.88	2.13
Average 2000s	502	64.6	13.6	12.7	15.2	1.65	1.61	1.72
Average 1990s	202	99.8	15.8	14.9	16.9	2.02	1.84	2.06
Average 1980s	43	100.0	19.1	16.8	22.5	2.74	2.47	3.05
All funds*	781	78.6	12.4	11.2	12.4	1.66	1.51	1.61

Panel B: Venture Capital Funds

Vintage year	Funds	%	Internal Rate of Return			Investment Multiple		
			Realised	Average	Median	Weighted Average	Average	Median
1984	24	100.0	7.3	6.3	7.7	1.69	1.57	1.71
1985	24	100.0	5.5	8.0	7.7	1.97	1.73	2.05
1986	18	100.0	10.7	8.6	8.7	2.14	1.78	1.76
1987	30	100.0	12.7	13.9	15.5	2.37	2.04	2.41
1988	26	100.0	13.4	11.6	20.5	2.12	1.94	2.65
1989	28	100.0	16.3	14.4	20.3	2.49	2.03	2.80
1990	17	100.0	20.6	20.4	26.2	2.63	2.24	3.10
1991	8	100.0	21.3	18.1	23.7	2.55	2.14	2.57
1992	19	100.0	22.4	13.4	27.4	2.64	1.78	2.75
1993	21	100.0	45.2	38.6	47.3	5.21	3.11	4.98
1994	23	100.0	37.6	31.0	50.9	4.92	2.91	7.83
1995	28	100.0	57.0	27.7	58.9	5.40	2.53	5.55
1996	23	100.0	67.8	44.9	80.8	5.92	3.21	6.51
1997	42	100.0	60.1	22.6	65.9	3.56	1.76	3.33
1998	58	99.7	15.2	0.7	16.0	1.86	1.04	1.93
1999	88	92.5	-2.1	-2.5	-3.1	0.94	0.82	0.99
2000	109	85.0	-2.0	-2.0	-0.7	0.97	0.87	1.01
2001	58	81.7	2.3	3.1	2.1	1.40	1.18	1.31
2002	21	70.4	0.1	1.8	1.5	1.09	1.11	1.12
2003	30	64.9	1.2	1.4	3.7	1.30	1.08	1.54
2004	49	44.9	3.8	1.8	5.1	1.72	1.12	1.75
2005	59	37.3	4.0	3.4	4.7	1.48	1.18	1.39
2006	70	25.3	3.3	5.0	5.9	1.30	1.27	1.40
2007	84	29.0	10.0	9.9	11.8	1.56	1.41	1.65
2008	58	23.4	10.2	11.7	11.0	1.69	1.38	1.67
2009	33	24.8	15.8	15.4	18.7	1.52	1.39	1.62
2010	37	9.9	22.5	19.7	22.3	1.64	1.45	1.64
Average*	1,085	77.4	17.9	12.9	20.8	2.37	1.71	2.56
Average 2000s	571	48.7	4.9	5.2	6.4	1.40	1.20	1.44
Average 1990s	327	99.2	34.5	21.5	39.4	3.56	2.15	3.96
Average 1980s	150	100.0	11.0	10.5	13.4	2.13	1.85	2.23
All funds*	1,085	85.7	13.0	6.4	10.4	1.97	1.34	1.66

*average except for number of funds

Para los fondos de capital riesgo o Venture Capital, el patrón de rendimiento a lo largo del tiempo es más variable. Las TIR y los múltiplos de inversión fueron extremadamente altos para mediados de la década de 1990. Por ejemplo, la TIR (promedio ponderado) para los fondos antiguos de 1996 fue de alrededor del 81% y el múltiplo de inversión ¡fue superior a 6! Sin embargo, después de 1998 y después de la desaparición del auge de las dotcom, la suerte de los inversores de capital riesgo se revirtió. Las cosechas con las mayores cantidades de recaudación de fondos de Venture Capital, 1999 y 2000, han arrojado TIR negativas. Los rendimientos promedio generalmente más bajos persistieron hasta mediados de la década de 2000, pero han mostrado un repunte a rendimientos de dos dígitos en las últimas cosechas.

Tabla 2

Private Equity Fund Public Market Equivalent Ratios

This table shows the average PME ratios by vintage year, comparing PE returns to equivalent-timed investments in the S&P 500 using the Burgiss data. Vintage years are defined by the date of the first investment by a fund. Weighted averages use the capital committed to the funds as weights. Only funds with a North American geographical focus are included.

Vintage year	Panel A: Buyout Fund PMEs				Panel B: Venture Capital Fund PMEs			
	Funds	Average	Median	Weighted Average	Funds	Average	Median	Weighted Average
1984	4	1.01	0.98	1.41	24	0.66	0.57	0.67
1985	3	1.14	1.00	1.25	24	0.68	0.62	0.72
1986	7	1.17	1.11	1.36	18	0.89	0.71	0.78
1987	10	1.24	1.04	1.09	30	1.00	0.92	1.08
1988	10	0.93	0.81	1.07	26	0.97	0.85	1.29
1989	9	1.49	1.61	1.35	28	1.14	0.89	1.36
1990	4	1.19	1.07	1.18	17	1.31	1.10	1.52
1991	5	1.82	1.65	1.63	8	1.13	1.04	1.20
1992	11	1.01	0.99	1.13	19	1.24	0.84	1.35
1993	10	1.11	0.97	1.13	21	2.33	1.45	2.28
1994	20	1.19	1.09	1.46	23	2.24	1.40	3.42
1995	23	1.24	1.01	1.17	28	3.07	1.49	3.14
1996	18	1.13	1.13	1.05	23	3.86	2.16	4.34
1997	31	1.09	1.03	1.27	42	2.86	1.43	2.68
1998	46	1.38	1.40	1.31	58	1.66	0.99	1.74
1999	34	1.15	1.21	1.13	88	0.83	0.67	0.89
2000	60	1.44	1.38	1.48	109	0.75	0.66	0.78
2001	31	1.42	1.49	1.48	58	0.97	0.83	0.91
2002	23	1.38	1.34	1.51	21	0.76	0.76	0.79
2003	23	1.57	1.40	1.55	30	0.92	0.81	1.09
2004	50	1.29	1.29	1.45	49	1.18	0.75	1.23
2005	66	1.25	1.12	1.26	59	1.07	0.80	0.98
2006	80	1.01	1.03	1.02	70	0.87	0.80	0.95
2007	86	1.01	0.97	0.99	84	1.03	0.93	1.08
2008	64	0.97	0.96	1.03	58	1.06	0.85	1.05
2009	19	0.96	0.92	1.01	33	0.99	0.95	1.05
2010	34	0.91	0.90	0.93	37	1.13	1.00	1.13
Average*	781	1.20	1.14	1.25	1,085	1.35	0.97	1.46
Average 2000s	502	1.23	1.19	1.28	571	0.96	0.81	0.99
Average 1990s	202	1.23	1.16	1.25	327	2.05	1.26	2.26
Average 1980s	43	1.16	1.09	1.25	150	0.89	0.76	0.98
All funds*	781	1.18	1.09	1.17	1,085	1.23	0.87	1.13

*average except for number of funds

Con base en este análisis, los fondos de compra o buyouts en América del Norte han superado sistemáticamente al S&P 500. El promedio de las PME clásicas de promedio ponderado es 1,25; la media de las medias es 1,20; y la media de las medianas es 1,14. Todos estos superan significativamente 1.0. Los PME promedio ponderado, promedio y mediana también superan 1.0 en las tres décadas. El fondo promedio en toda la muestra tiene una PME promedio de 1.18 y una PME mediana de 1.09. Esto implica que el Private Equity generó un exceso de rendimiento anual promedio de aproximadamente 3 a 4% sobre los mercados públicos, suponiendo una duración típica de un fondo de compra es del orden de cinco años, una duración inferior a la vida legal típica del

fondo de 10 a 13 años. Estos resultados sugieren fuertemente que los fondos de compra de América del Norte han superado significativamente a los mercados públicos (en un 20 % durante la vida del fondo, o al menos un 3% por año) durante un largo período de tiempo. No solo los fondos del cuartil superior superaron al S&P 500, sino también los fondos promedio y medianos. Sin embargo, para fondos creados después de 2005 el desempeño ha igualado, pero no superado, el rendimiento de los mercados públicos, aunque vale la pena señalar que esos fondos de cosecha más recientes no se han realizado por completo, es decir, puede ser que aún no hayan liquidado todos sus activos o vendido todas las empresas en las que invirtieron.



³En general, los fondos de compra europeos muestran un rendimiento similar a los de América del Norte, especialmente en la década de 2009. En ambos continentes, los fondos de compra han proporcionado, en promedio, rendimientos más altos que las acciones públicas.

⁴Esto refleja la realidad de que el capital comprometido se retira durante un período de inversión de cinco años (en lugar de todo al comienzo del fondo) y el capital se devuelve a través de las ventas de la empresa y las ofertas públicas iniciales durante la vida del fondo.

Tabla 3

Private Equity Public Market Equivalent Ratios Using Alternative Public Market Indices

This table shows vintage-year average, average, and median PME ratios calculated with alternative market benchmarks. The Russell 3000 index is based on the largest 3,000 U. S. companies. The Russell 2000 measures the performance of small-cap stocks and is based on a 2,000 company subset of the Russell 3000. The Russell 2000 Growth and 2000 Value indices are subsets of the Russell 2000 chosen on the basis of forecasted growth rates and price-to-book ratios. The final columns calculate PMEs using a levered S&P 500 to approximate the effect of betas of 1.5 and 2. Panel A focuses on the 781 buyout funds, and Panel B on the 1085 VC funds, which have a North American focus and are in the Burgiss data set.

Panel A: Buyout Funds

Vintage years	Russell indices				Beta (levered S&P 500)	
	S&P 500	3000	2000	2000 value	1.5	2
1984	1.01	1.05	1.35	1.24	0.98	1.01
1985	1.14	1.19	1.39	1.32	1.10	1.10
1986	1.17	1.23	1.55	1.37	1.13	1.17
1987	1.24	1.26	1.41	1.30	1.17	1.14
1988	0.93	0.93	1.00	0.94	0.86	0.82
1989	1.49	1.49	1.56	1.44	1.38	1.31
1990	1.19	1.21	1.33	1.20	1.07	0.99
1991	1.82	1.85	2.06	1.91	1.65	1.54
1992	1.01	1.03	1.19	1.15	0.90	0.82
1993	1.11	1.13	1.33	1.26	1.00	0.94
1994	1.19	1.21	1.39	1.31	1.13	1.14
1995	1.24	1.25	1.35	1.25	1.26	1.37
1996	1.13	1.12	1.08	0.99	1.26	1.50
1997	1.09	1.04	0.86	0.72	1.30	1.66
1998	1.38	1.32	1.03	0.83	1.65	2.06
1999	1.15	1.11	0.90	0.74	1.32	1.58
2000	1.44	1.40	1.20	1.07	1.58	1.84
2001	1.42	1.38	1.27	1.24	1.47	1.59
2002	1.38	1.35	1.27	1.28	1.43	1.57
2003	1.57	1.54	1.47	1.50	1.68	1.93
2004	1.29	1.27	1.24	1.29	1.36	1.54
2005	1.25	1.24	1.20	1.27	1.30	1.43
2006	1.01	1.00	0.98	1.03	1.00	1.05
2007	1.01	1.00	0.97	1.01	0.95	0.91
2008	0.97	0.96	0.94	0.97	0.85	0.76
2009	0.96	0.96	0.95	0.96	0.82	0.72
2010	0.91	0.90	0.90	0.92	0.79	0.69
Average	1.20	1.20	1.23	1.17	1.20	1.27
Average 2000s	1.23	1.21	1.15	1.16	1.25	1.33
Average 1990s	1.23	1.23	1.25	1.14	1.25	1.36
Average 1980s	1.16	1.19	1.38	1.27	1.10	1.09
Sample average	1.18	1.16	1.11	1.08	1.20	1.30
Sample median	1.09	1.08	1.03	1.01	1.07	1.12

Panel B: Venture Capital Funds

Vintage years	Russell indices				Multiple of S&P 500	
	S&P 500	3000	2000	2000 growth	1.5X	2X
1984	0.66	0.69	0.88	0.94	0.65	0.67
1985	0.68	0.71	0.88	0.96	0.66	0.68
1986	0.89	0.92	1.09	1.17	0.88	0.92
1987	1.00	1.01	1.12	1.19	0.95	0.94
1988	0.97	0.97	1.05	1.13	0.90	0.85
1989	1.14	1.15	1.23	1.34	1.04	0.97
1990	1.31	1.31	1.36	1.49	1.18	1.09
1991	1.13	1.15	1.37	1.46	0.97	0.86
1992	1.24	1.28	1.51	1.64	1.07	0.95
1993	2.33	2.42	3.12	3.18	1.95	1.69
1994	2.24	2.32	3.00	3.11	1.91	1.70
1995	3.07	3.14	3.84	3.81	2.75	2.58
1996	3.86	3.91	4.50	4.40	3.68	3.69
1997	2.86	2.84	2.89	2.84	2.95	3.19
1998	1.66	1.60	1.39	1.57	1.90	2.32
1999	0.83	0.79	0.63	0.79	1.00	1.31
2000	0.75	0.72	0.61	0.70	0.85	1.03
2001	0.97	0.93	0.84	0.86	1.03	1.17
2002	0.76	0.74	0.69	0.69	0.79	0.89
2003	0.92	0.90	0.87	0.85	0.95	1.05
2004	1.18	1.16	1.13	1.08	1.19	1.29
2005	1.07	1.05	1.02	0.98	1.08	1.17
2006	0.87	0.85	0.83	0.79	0.81	0.79
2007	1.03	1.01	0.98	0.95	0.92	0.86
2008	1.06	1.05	1.03	1.00	0.90	0.79
2009	0.99	0.98	0.97	0.95	0.83	0.72
2010	1.13	1.13	1.13	1.12	0.97	0.84
Average	1.35	1.36	1.48	1.52	1.29	1.30
Average 2000s	0.96	0.94	0.90	0.88	0.94	0.98
Average 1990s	2.05	2.08	2.36	2.43	1.94	1.94
Average 1980s	0.89	0.91	1.04	1.12	0.85	0.84
Sample average	1.23	1.23	1.26	1.30	1.21	1.27
Sample median	1.87	1.86	1.84	0.87	0.85	0.89

En contraste con los fondos de buyout, el desempeño de los fondos de Venture Capital de Norteamérica es menor. Los PME promedio ponderados superan 1,0 para los años de cosecha de 1987 a 1998, y la cosecha de 1996 tiene un PME promedio ponderado superior 4.0. De 1999 a 2006, el patrón se invierte. Con excepción de 2003 y 2004, ninguna de esas cosechas tiene un PME promedio ponderado o promedio simple superior a 1,0! Las cosechas de 1999 a 2002 son particularmente bajas con todos los PME en o por debajo de 0,91. Curiosamente, el rendimiento de VC se ha recuperado un poco después de la cosecha de 2006. Si bien no se encuentran en los altos niveles de la década de 1990, las PME promedio ponderadas están por encima de uno para cada uno de los años de cosecha 2007 a 2010. Calculando el alfa directo como una medida del exceso de rendimiento anualizado por encima del S&P 500, el alfa directo promedio es 2,07%, la mediana es -2,93% y el promedio ponderado por capital es un magro 0,47%.

¿Invertir en Private Equity o en Mercados Públicos?

Los fondos de riesgo europeos no superan a las acciones públicas durante el período de muestra. Usando el S&P 500 como punto de referencia, el promedio de las PME promedio del año de cosecha es 0.95 durante el período de muestra completo; la

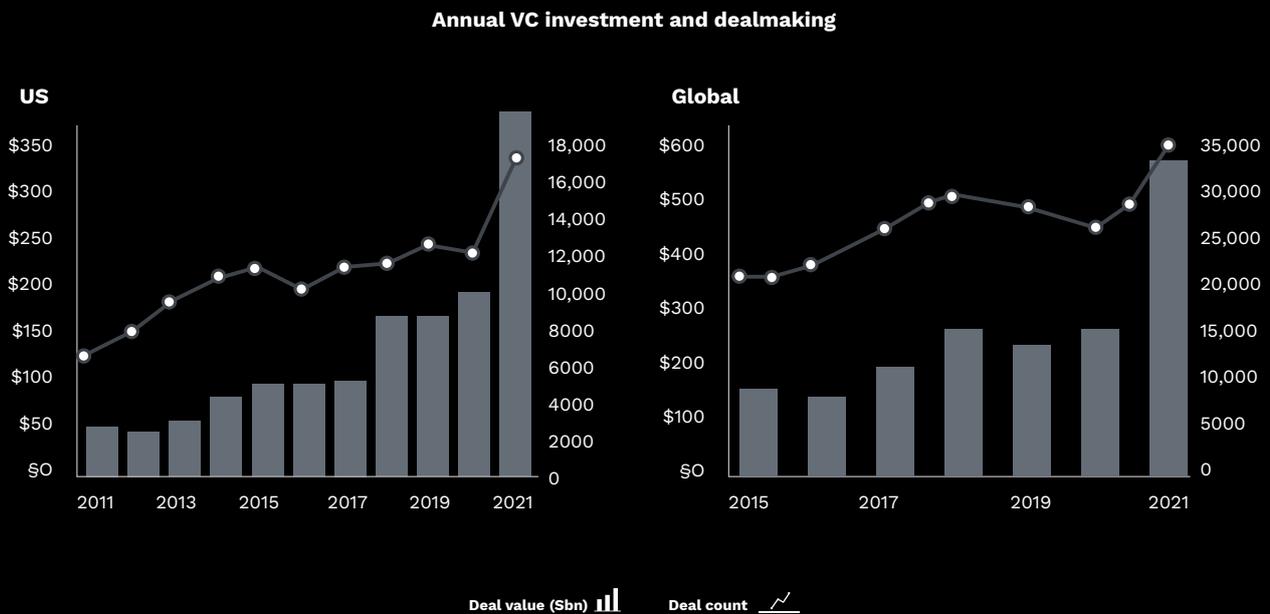
cifra correspondiente a los promedios ponderados de capital es 1,05. Las PME en euros frente al MSCI Europe ofrecen medias casi idénticas. Los PME son apreciablemente más bajos en las cosechas desde la década de 2000.

Una nota final sobre Private Equity en 2021 y 2022

2021 fue un año récord de inversiones para el Private Equity, en especial, para el Venture Capital. El exceso de liquidez de los mercados generados por las medidas implementadas por los gobiernos

y los cambios de conducta de los consumidores debido al COVID-19, disparó la cantidad de dinero que se inyectó en nuevas empresas en 2021

Gráfica 1



Fuente: Financial Times. Venture Monitor

Sin embargo, la nueva realidad parece estar llegando a los mercados. Empresas emblemáticas que obtuvieron importantes inversiones de fondos de capital de riesgo han visto caer sus valuaciones de manera drástica. Klarna, la fintech que otorga préstamos personales, mandó señales de alarma al sector cuando obtuvo financiamiento con una valuación de USD 5,7 miles de millones de dólares u 87% menos que hace un año. De manera similar, Affirm, empresa americana con una oferta de valor similar a Klarna, vio su valuación caer en la misma proporción con respecto a noviembre de 2021. De acuerdo con la mayoría de los inversionistas de riesgo consultados por el Financial Times, los sectores que probablemente resultarían en las mayores decepciones son: las empresas de entrega

ultrarrápida, como Gopuff y Gorillas, que se han propuesto llevar a los clientes sus artículos de abarrotes en tan solo 20 minutos; fintechs que se embarcaron en una costosa campaña para construir grandes negocios de consumo; y empresas basadas en blockchain que se han visto atrapadas en el colapso de las criptomonedas. Aunque no hay nada escrito y la moneda aún está en el aire.

En general, no hay nada malo en querer invertir en mercados privados de inversión o en empresas privadas, sólo hay que ser consciente de los distintos pros y contras, de las comisiones, y asegurarnos de estar muy bien diversificados y dimensionar las inversiones en función del tamaño del mercado y del riesgo.

Referencias

David C. Brown y Shaun William Davies, *Moral Hazard in Active Asset Management*, Journal of Financial Economics, Vol. 125-2, 2017, páginas 311-325, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.010>.

Franzoni, Francesco, Nowak, Erick and Phalippou, Ludovic, *Private Equity Performance and Liquidity Risk*, The Journal of Finance, Vol. 67, 2012, páginas 2341-2373. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01788.x>

Harris, Robert S., Jenkinson, Tim y Kaplan, Steven Neil, *How Do Private Equity Investments Perform Compared to Public Equity?* Darden Business School Working Paper No. 2597259, Junio 15, 2015. <https://ssrn.com/abstract=2597259> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2597259>

GBM