

¿Qué sabemos “científicamente” de los Consejos de Administración con presencia de consejeros representantes de fondos de capital privado (private equity / venture capital)?

AUTOR

Carlos Losada

Profesor del Departamento de Dirección General y Estrategia y codirector del Programa para Consejeros Esade-PwC.

Ruth V. Aguilera

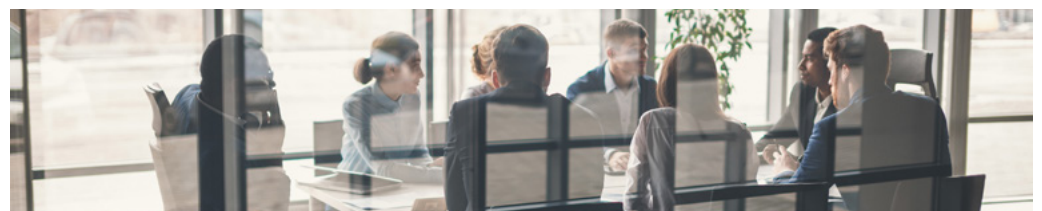
Presidenta del Research Advisory Board del Centro de Gobierno Corporativo de Esade. Esade Visiting Professor & Corporate Governance Researcher.

Noviembre 2022

Nota previa a la serie de artículos: de la “ciencia” a “orientar decisiones” de gobierno corporativo

Una crítica del mundo empresarial sobre la investigación académica en “management” es su irrelevancia para solventar los problemas reales que tienen los presidentes, directivos y expertos en gestión. Es una crítica quizás algo exagerada, pero con un punto de razón: en ocasiones las investigaciones abordan temas poco relevantes para el mundo empresarial; en otras se buscan “obviedades ya descubiertas por la práctica directiva”; en otras son tan abstractas que su utilidad práctica es baja o muy baja; en otras la imposibilidad de generalizar (“universalizar”) los hallazgos es tan alta que solo en contextos muy limitados puede ser útil, ... Esta crítica es más acusada en unos ámbitos que en otros: “finanzas”, “marketing”, “operaciones”, ... salen mejor parados que otros ámbitos como “liderazgo”, “estrategia” y especialmente el “gobierno corporativo”.

Sin embargo, lo que se sabe “científicamente”, aunque sea poco y provisional (mientras mejores investigaciones no lleguen) hay que considerarlo a la hora de tomar decisiones. El conocimiento con fundamento académico al menos sirve para ponerte en “alerta”: cuando uno se separa de lo que sugiere este conocimiento es conveniente pensarlo “dos veces” y tener buenas razones para hacerlo. Por ello, en esta serie de artículos, intentamos acercar el conocimiento “científico” que se dispone sobre la relación entre “tipo de propiedad” (familiar, de inversores institucionales, ...) y gobierno corporativo (especialmente los consejos de administración). Intentaremos “hacerlo útil” para presidentes, consejeros y consultores. Ambicionamos hacer un puente entre ciencia y acción en materia de buen gobierno.



Para ello vamos a “universalizar” aquello que se sabe por las investigaciones empíricas. Estas siempre tienen unas limitaciones claras por la muestra y el método que se emplea en la observación de la realidad. Por ello, lo que se afirma en estas investigaciones está limitado a un espacio geográfico, a un “subsegmento” de la realidad observada, a un tiempo determinado, ... en definitiva a unas condiciones que limitan su validez universal. En esta serie de artículos suponemos que esas condiciones no limitan o lo hacen en una medida reducida la validez de las conclusiones de las investigaciones¹.

Con este fin nos vamos a apoyar en la “metainvestigación” realizada por Federo, Ponomareva, Saz, Aguilera y Losada (2020). En ella se intenta recopilar de manera exhaustiva el conocimiento científico existente que busca explicar cómo el tipo de propiedad afecta al comportamiento de los consejos.

LA PERSPECTIVA DE ALGUNOS “PRACTITIONERS”. En este artículo de la serie sobre tipos de propiedad y consejos de administración introducimos un apartado nuevo dando entrada a la visión de los practitioners a los que les hemos consultado por su experiencia para contrastarla con la investigación científica. EN este caso el valor es más anecdótico, aunque tiene la fuerza del realismo de docenas de consejos observados desde la perspectiva de un fondo de capital privado y permite el contraste con la aportación científica.



¹ Puede ser conveniente desarrollar algo más esta “advertencia o precaución”:

1. Profundizar en las limitaciones de un estudio es muy importante: la mayoría de las investigaciones indican sus limitaciones y las precauciones a tomar si se quieren “universalizar” (generalizar) sus hallazgos. Estos son válidos (de una manera científica) dentro de un contexto muy delimitado: país, sector, tamaño y antigüedad de la compañía, ... en el que se produjo la investigación. Fuera de ese específico contexto es arriesgado afirmar la validez de los hallazgos científicos. EL rigor académico debe llevar a la consideración de estas variables de contingencia.
2. Es importante cuando se utilizan investigaciones académicas no confundir lo observado (“esto es lo que hay”: la descripción de la realidad) con una sugerencia normativa (“esto es lo que hay que hacer”).
3. Es necesario no inferir de una relación entre variables (por ej.: el entorno de la compañía y con la innovación) como relaciones de causa-efecto. En la mayoría de los casos estamos ante simples correlaciones de las que no se puede deducir causalidad.

La investigación sobre los fondos de capital privado y los consejos de administración

(A continuación pasamos revista a las investigaciones existentes de manera ordenada. Si el lector quiere ir directamente a recomendaciones, le sugerimos pasar al apartado “CONCLUYENDO: DÓNDE PONER LA ATENCIÓN”)

Nos referimos en este artículo a las peculiaridades propias de los consejos de administración en que hay una presencia directa de los fondos de “capital privado” (private equity / venture capital -PE/VC-: por motivos de facilitar la lectura se denominarán fondos de capital privado) y que, a su vez, estos caracterizan el accionariado de la compañía.

La diferencia más importante de los fondos de capital privado en comparación con otros tipos de propiedad representada en el consejo es la combinación de las habilidades financieras y comerciales de sus consejeros.

Los gestores de este tipo de fondos tienden a invertir en empresas en las primeras etapas de su ciclo de vida empresarial; a tener un horizonte de tiempo más largo y menos presiones de liquidez que los inversionistas institucionales, lo que les permite desarrollar un conocimiento altamente especializado y, por ende, desean ejercer sus derechos en la toma de decisiones sustanciales (Mitzner y Schweizer, 2014). Por ello quieren participar en los consejos de administración de las empresas de su portafolio de inversiones (Filatotchev, 2006). Esto es especialmente cierto en las empresas ubicadas en los sistemas legales alemán y escandinavo (Cumming, Schmidt y Walz, 2010): en estos casos las compañías tienen más probabilidades de tener consejeros representantes de los fondos de capital privado que en el mundo anglosajón.

A. Funciones y estructura del consejo

Hemos localizado muy pocas contribuciones específicas sobre las peculiaridades de la estructura del consejo de una empresa con presencia sustancial de . Sin embargo, por el activismo de los fondos de capital privado y su

alta implicación en la estrategia es de suponer que todas las funciones ligadas a esta serán muy desarrolladas por el consejo: no solo la elaboración de la estrategia y su supervisión (a través de los KPI más estratégicos para el fondo), sino todo tipo de decisiones de calado estratégico (modificaciones sustanciales de portafolios de producto, diversificación de mercados M&A, inversiones sustanciales,...). De hecho, Fried, Bruton y Hisrich (1998) proporcionaron evidencia empírica que indica **que los consejos de administración de las empresas respaldadas por fondos de capital privado están más involucrados en la formación y evaluación de estrategias que otros tipos de empresas.**

Si a este dato del activismo de los consejeros se le añade que suelen ser consejos de administración algo mayores que el promedio (Shekhar & Stapledon, 2007), parece lógico pensar que los consejos dispondrán de una estructura más desarrollada, al menos en un mayor porcentaje que los consejos no participados por fondos de capital privado. Esta predecible estructura más elaborada se caracteriza por ejemplo con una presencia más frecuente de comisiones especializadas: de auditoría y control, de N&R,... pero también específicas de estrategia o de internacionalización o alternativamente de grupos de trabajo dentro del consejo, más o menos estables, como por ejemplo de desarrollo e innovación.

Coherente con estas funciones y maneras de hacer, los consejos con representantes de fondos en su seno están también caracterizados por la **separación de los puestos de director ejecutivo y presidente del consejo** (Nahata, 2019). Esta estructura da un poder mayor del consejo sobre el management, algo buscado por muchos fondos de capital privado que activamente desean orientar la compañía y en consecuencia desean influir directamente en el comportamiento del equipo directivo (a través de un esquema de incentivos ligado a objetivos y coherente con la estrategia por ellos deseada).

LA PERSPECTIVA DE ALGUNOS “PRACTITIONERS”.

Sería necesario considerar diferencias según las políticas de inversión de cada fondo: cada uno tiene estrategias diferenciadas de volumen de inversión y tamaño de empresa objetivo, así como tiempos de salida y estrategias específicas que aplicará a la compañía en que invierte. Sin embargo,

generalizando, podemos decir que las afirmaciones provenientes de la academia son corroboradas por los practica totalidad de los practitioners consultados. Rara vez mantienen en una misma persona el rol de presidente del consejo y máximo ejecutivo excepto en situaciones muy limite que se dan con muy poca frecuencia. Así mismo el consejo tiene un rol más importante que antes de la incorporación del fondo de capital privado. Para este, el consejo es un instrumento claro de gobierno y es el espacio natural donde ejerce su influencia, su poder, especialmente cuando han entrado en la propiedad de la compañía pagando una prima por el control. Este poder pueden facilmente compartirlo con otros fondos de capital privado con los que hayan realizado la operación de entrada a la compañía siempre que su filosofía de trabajo y marco temporal estén alineados. En la practica totalidad de los casos, cuando las compañías tienen una dimension suficiente se crean dos comisiones: la comisió de auditoría, control y la de nombramientos y retribuciones (que suele presidir uno de los independientes puestos por fondo).

B. Composición

Como hemos dicho, los fondos de capital privado tienden a estar más involucrados en la toma de decisiones estratégicas y suelen ser muy activos en los consejos ante decisiones de este tipo (Rosenstein et al. 1993). Para hacer esto posible, **persiguen explícitamente obtener puestos en el consejo de administración** (Wright, Thompson y Robbie, 1996). Tener representación en el consejo, permite a los fondos ganar una comprensión más profunda de la empresa y su negocio.

Los consejos con representación de fondos de capital privado tienden a estar compuestos por **más consejeros independientes**, buscando perfiles de consejeros que realmente puedan aportar el valor deseado a la estrategia buscada para la compañía (Filatotchev, 2006). Junto con la ya comentada separación de roles entre el máximo ejecutivo y presidente del consejo (Nahata, 2019) este rasgo ayuda a **configurar un consejo de mayor peso y más independiente**.

Por ello parecen lógicos los hallazgos de Boni et ál. (2012): fondos de capital privado influyen en el proceso de selección de los consejeros, son activos pues consideran que los

nombramientos son una variable clave para la consecución de un consejo alineado con sus objetivos. Esto es más importante en los casos en los que los consejeros tienen vínculos estrechos con el fundador (Bengtsson & Hsu, 2015), lo que es notablemente más común en el contexto anglosajón (Bonini, Alkan, & Salvi, 2012).

El mayor tamaño de los consejos con presencia de fondos de capital privado (Shekhar & Stapledon, 2007) quizás se explica también por la existencia de un capital más diverso (Filatotchev, 2006).

LA PERSPECTIVA DE ALGUNOS “PRACTITIONERS”.

También en el caso de la composición del consejo podemos decir que las afirmaciones provenientes de la academia son corroboradas por los practitioners consultados: se buscan explícitamente y como elemento central las posiciones en el consejo con el nombramiento de dominicales y más independientes buscando como ha quedado dicho un consejo más fuerte, con rol más relevante en la compañía. Normalmente no suelen permanecer los anteriores consejeros previos a la entrada del fondo en el consejo, aunque esta practica varia mucho de la estrategia de inversión que se realice y de los acuerdos que se hayan establecido en el proceso de compra con los propietarios anteriores. En el caso de que estos se mantengan en el consejo, su rol (su peso) queda definido en un “shareholder agreemen” – suele darse en el caso de empresasa familiares. LA entrada en el consejo del del fondo es una oportunidad para una renovación estratégica global. Cada fondo de capital privado tiene prácticas distintas pero es frecuente que se entre con uno de los socios o más en función de la relevancia o especificidad de la inversión. En uno de los casos consultados, la práctica era incorporar dos consejeros “dominicales” (a veces más). Estos consejeros suelen ser socios del fondo con una distribución de roles importante: uno de los socios tiene una involucracion mucho más fuerte -normalmente el que ha llevado la operación- y el otro permite hacer de contraste manteniendo una distancia mayor (incluso afectiva respecto a la compañía). En ocasiones se incorporan tambien como dominicales jóvenes profesionales en formación. Tradicionalmente muchos fondos infravaloran el capital acumulado por la anterior propiedad. Sin embargo, en una de las entrevista, uno de los fondos de capital privado con más experiencia nos afirmo su consciencia clara de los grandes costes de

la salida de presidente / fundador anterior: “son personas que a veces necesitas 3 o 4 profesionales para sustituir su aportación”. A demás en ocasiones “son la verdadera alma de la empresa, la encarnación de su propósito. El resto de los consejeros con los que el fondo renueva el consejo suelen ser independientes. En ellos se busca el conocimiento del sector o de funciones específicas (digitalización, internacionalización, sostenibilidad,...). Su papel es propiamente el de asesor. Por eso suelen tener un peso menor que los dominicales y se siente claramente vinculados al fondo aunque tengan una independencia más o menos limitada y ciertamente un criterio independiente, por el cual se les selecciona. En general, con la entrada del fondo, si se tiene el control, suele haber cambio del máximo directivo.

C. Procesos del consejo

Como ya hemos avanzado, hay constatación empírica de **una mayor involucración de los consejos con presencia de fondos de capital privado en las decisiones estratégicas**. Si bien Fried, Bruton y Hisrich (1998) proporcionaron evidencia empírica que indica que los consejos de las empresas con presencia de fondos de capital privado están más involucrados en la formación y evaluación de estrategias que otros tipos de empresas. A esto se añade un dato importante: Wang y Song (2016) señalaron que el horizonte temporal de los fondos es considerablemente mayor que los inversores institucionales, pero más corta que la de los fundadores solitarios (lone founders).

Como corolario es evidente que la función de supervisión gana peso. Hay datos que permiten afirmar que el monitoreo de los fondos puede implicar costes en cuanto que existe una necesidad de un nuevo equilibrio entre los directivos y el consejo en su función controladora (Wright, Thompson y Robbie, 1996). En línea con esto, Rosenstein et al. (1993) mostró que los fondos de capital privado más grandes, y probablemente con más recursos, controlan de manera más estricta; sin embargo, en las nuevas empresas, la presencia de los fundadores en los consejos podría contrarrestar el poder y la influencia de los inversores de los fondos de capital privado en esta función de control, así como en otras funciones, lo que apunta a tensiones entre los consejeros

dominicales nombrados por los fundadores y aquellos nombrados por el fondo.

Dicho esto, solo unas pocas investigaciones han examinado la lucha de poder entre los fondos y los fundadores en los consejos y sus implicaciones para los resultados de las empresas. En el apartado siguiente se recogen los 2 estudios localizados.

LA PERSPECTIVA DE ALGUNOS “PRACTITIONERS”.

También aquí hay coincidencia entre practitioners y académicos: la involucración del consejo en la estrategia es mucho mayor que en otros consejos. Es más, en opinión de los entrevistados la dinámica de los consejos parece que varía sustancialmente. Influye mucho el objetivo del fondo (los x múltiplos del EBITDA a conseguir). En la fase inicial el consejo dedica bastante tiempo a la composición y funcionamiento de un equipo directivo. No es infrecuente que los fondos de capital privado tengan un plan inicial para el primer año o menos que suele salir de la “due diligence” realizada antes de la adquisición del capital por el fondo. En función de la filosofía y el propio propósito del fondo hay temas a los que se les presta especial atención (propósito, sostenibilidad,...) el ritmo de reuniones suele ser mayor (9-11 reuniones al año). A la vez se introducen “buenas prácticas en los procesos de funcionamiento del consejo”: seguimiento de los acuerdos consejo a consejo; monitorización de la actividad ; actualización sistemática del diagnóstico estratégico; seguimiento de la competencia directa; seguimiento de proyectos estratégicos; seguimiento (incluso en temas personales) del máximo directivo y de su equipo; revisión sistemática de KPI, especialmente financieros,...). En general se considera que tanto el consejo como el management quedan sometidos a una mayor disciplina y control con la entrada del fondo.

IMPACTO DEL CONSEJO CON PRESENCIA DE FONDOS DE CAPITAL PRIVADO EN EL COMPORTAMIENTO ORGANIZATIVO DEL CONJUNTO DE LA COMPAÑÍA

Filatovchev (2006) identificó como una característica de este tipo de consejos una relación de oposición entre los consejeros que representaban al fondo y los fundadores. Wang y Song (2016), por su parte, examinaron la interacción entre ambos grupos de consejeros. Sus hallazgos sugieren que la presencia del fondo en los consejos de administración

puede disminuir los efectos negativos en los resultados de la compañía asociados con un alto control por parte del fundador. Esto podría explicar, al menos en parte, la mencionada oposición.

Pitchbook, Oct 2022

Concluyendo: ¿dónde poner la atención?

Más allá de las advertencias mencionadas al inicio del artículo, el conocimiento expuesto sigue siendo útil para la toma de decisiones, en muchas ocasiones como un “input” más, pero un “input” que requiere ser atendido.

En el caso de las empresas con fondos de capital privado, las aportaciones académicas nos orientan hacia qué áreas prestar atención. Los consejos con presencia de consejeros dominicales de fondos son un ejemplo paradigmático del conflicto natural e inevitable de visiones sobre la empresa y en consecuencia sobre su estrategia y su gobierno. De manera estructural (“permanente”) se da un conflicto de intereses que nace de un marco temporal distinto y unos objetivos últimos distintos. **La salida más o menos programada en el tiempo y con unos requerimientos de rentabilidad preestablecidos se contraponen de manera permanente a proyectos personales / empresariales sin límite explícito en el tiempo y con un modelo de empresa y de su propósito que solo se articula parcialmente bien con el modelo y estrategia que requieren los fondos.**

Debido a ello, el consejo de administración adquiere más relevancia que en otros modelos de gobierno de compañías y por ello requieren:

- estar más involucrados en la formación y evaluación de estrategias que otros tipos de empresas
- una estructura del consejo más elaborada
- una separación de los puestos de director ejecutivo (consejero delegado) y presidente del consejo

Todo ello suele conllevar un tamaño de mayor del consejo, factor que casa mal con consejos altamente involucrados

en la estrategia (Judge & Zeithal, 1992; Goodstain et al, 1994). Esto genera una contraposición que suele conducir a aumentar las dinámicas disfuncionales en los consejos. La consecuencia es que la elección de consejeros es incluso más relevante que en otros modelos de propiedad de empresas. Así, como ya hemos recogido:

- los fondos de capital privado persiguen explícitamente obtener puestos en el consejo de administración
- e influyen en el proceso de selección de los consejeros
- la diferencia más importante de los los consejos con representación de los fondos en comparación con otros tipos de propiedad es la combinación de buenos conocimientos financieros y comerciales de sus consejeros

Todo ello suele conllevar una configuración de un consejo de mayor peso y más independiente.

Estas son reflexiones y áreas de especial atención cuando se quiera mejorar el gobierno corporativo de empresas con presencia de consejeros dominicales de fondos de capital privado.

Bibliografía

- Bengtsson, O., & Hsu, D. H. (2015). Ethnic matching in the US venture capital market. *Journal of Business Venturing*, 30(2), 338–354.
- Bonini, S., Alkan, S., & Salvi, A. (2012). The effects of venture capitalists on the governance of firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 21–45
- Cumming, D., Schmidt, D., & Walz, U. (2010). Legality and venture capital governance around the world. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 54–72.
- Federo, R., Ponomareva, Y., Aguilera, R. V., Saz-Carranza, A., & Losada, C. (2020). Bringing owners back on board: A review of the role of ownership type in board governance. *Corporate Governance: An International Review*, 28(6), 348–371.
- Fried, V. H., Bruton, G. D., & Hisrich, R. D. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of business venturing*, 13(6), 493–503.
- Judge Jr, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of management Journal*, 35(4), 766–794.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic management journal*, 15(3), 241–250.
- Filatovchev, I. (2006). Effects of executive characteristics and venture capital involvement on board composition and share ownership in IPO firms. *British Journal of Management*, 17(1), 75–92.
- Mietzner, M., & Schweizer, D. (2014). Hedge funds versus private equity funds as shareholder activists in Germany—Differences in value creation. *Journal of Economics and Finance*, 38(2), 181–208
- Nahata, R. (2019). Success is good but failure is not so bad either: Serial entrepreneurs and venture capital contracting. *Journal of Corporate Finance*, 58, 624–649
- Shekhar, C., & Stapledon, G. (2007). Governance structures of initial public offerings in Australia. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1177–1189.
- Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., & Taylor, N. T. (1993). The CEO, venture capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing*, 8(2), 99–113.
- Wang, T., & Song, M. (2016). Are founder directors detrimental to new ventures at initial public offering? *Journal of Management*, 42(3), 644–670
- Wright, M., Thompson, S., & Robbie, K. (1996). Buy-ins, buy-outs, active investors and corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 4(4), 222–234