



UN REPASO A LA HISTORIA DEL CAPITAL RIESGO Y UNA MIRADA HACIA SU FUTURO A PARTIR DE SU FUNCIONAMIENTO Y AGENTES PROTAGONISTAS

ANDREU GUILANYÀ MERCADÉ

LIC & MBA 2005 – Esade Business School

Director of Strategic Development – Cognita Schools Group

DAVID ANTONIO MAZAIRA FONT

LIC & MBA 2005 – Esade Business School

Senior Associate – The Carlyle Group

INTRODUCCIÓN

El presente artículo está dividido en dos grandes bloques. El primero de ellos pretende establecer de forma didáctica el marco conceptual que define la industria del capital riesgo, los diversos agentes que participan de ella y las principales interrelaciones que se establecen entre ellos. El segundo tiene por objeto realizar un breve repaso por la historia contemporánea de la industria, identificando su evolución y principales tendencias, para a partir de las mismas tratar de dibujar sus expectativas a futuro, recalando en particular en el mercado español.

¿QUÉ SE ENTIENDE POR CAPITAL RIESGO? CONCEPTO GENÉRICO

Si bien el concepto de capital riesgo suele utilizarse con cierta diversidad de acepciones, podría definirse en su forma clásica como la actividad consistente en la realización de una inversión de carácter financiero en compañías que no están cotizadas en mercados de capitales¹ mediante instrumentos de distinta naturaleza, habitualmente en forma de capital y con menor frecuencia en forma de deuda o de híbridos entre ambas. La situación y las necesidades específicas que presentan las compañías receptoras de dichas inversiones financieras, y de las cuales por tanto se benefician, pueden resultar de

¹ No obstante, y fundamentalmente como consecuencia del notable crecimiento experimentado por la industria del capital riesgo en los últimos años, encontramos fondos de capital riesgo que extienden su actividad también a compañías cotizadas en mercados de capitales. Es lo que se conoce en términos anglosajones como «*public to private*» o «*P2P*».



lo más variadas: desde el desarrollo de nuevos productos o la entrada en nuevos mercados hasta una reestructuración accionarial o financiera. Finalmente, cabe destacar, como tercer elemento fundamental en la caracterización del capital riesgo, que la finalidad de la inversión en cuestión es la obtención de un beneficio, ya sea de tipo económico o bien de tipo social.

¿QUÉ TIPO DE INVERSORES EN CAPITAL RIESGO ENCONTRAMOS? NATURALEZA DE LAS INVERSIONES SEGÚN EL CICLO DE VIDA DE LA COMPAÑÍA

Según se desprende de la definición anterior, podemos clasificar las inversiones en función de las necesidades de la compañía receptora, las cuales dependerán del ciclo de vida del producto / servicio que ofrece en que se encuentre la misma. En función de ello, encontraremos también inversores de diferente naturaleza. Así pues, podemos diferenciar entre:

○ **Capital Semilla o *Seed Capital*:**

- La compañía se encuentra en una fase incipiente de gestación, siendo prácticamente poco más que una idea de negocio. El nivel de riesgo del proyecto es muy elevado y por tanto sus probabilidades de éxito notablemente bajas.
- Los inversores más comunes en un primer estadio suelen ser los denominados por sus siglas en inglés «FFF» («*family, friends and fools*») es decir familia, amigos y locos). También encontramos a los «*business angels*» (asimilable contemporáneo en el mundo de los proyectos empresariales a la figura de los mecenas artísticos del Renacimiento), quienes al margen de la propia financiación suelen aportar también sus conocimientos y redes de contactos para dar forma al negocio. Finalmente, y como fruto del notable desarrollo vivido por las nuevas tecnologías de la información en los últimos años, el fenómeno del «*crowdfunding*» o financiación colectiva, está cobrando cada vez más protagonismo.

○ **Desarrollo Inicial o *Early Stage*:**

- La compañía ha superado ya la fase de gestación y ha dado inicio efectivo a su actividad. Todavía sigue existiendo un cierto riesgo en la viabilidad del proyecto. Se espera que a lo largo del presente estadio la sociedad consiga alcanzar el punto de equilibrio (*break-even*) en cuanto a resultados.
- Al margen de encontrar también las dos últimas figuras inversoras («*business angels*» y «*crowdfunding*») que mencionamos en la fase anterior, destacan en particular las sociedades denominadas «*venture capital*» (o por sus siglas «*VC*»), pioneras en el desarrollo de las actividades de capital riesgo.



○ Capital Expansión o *Growth Capital*:

- Se trata de una fase en la que la compañía necesita de recursos (entre otros financieros) para expandir su proyecto, por ejemplo creciendo en los mercados y productos ó servicios donde ya está presente, o bien entrando en nuevos mercados y desarrollando nuevos productos ó servicios, o cuantas combinaciones entre todas ellas puedan existir.
- También se asocian a este tipo de inversiones las compañías de «*venture capital*» anteriormente mencionadas, si bien las compañías a las que habitualmente se las conoce como «*private equity*» pueden encajar perfectamente también en este capítulo.

○ Adquisición con Apalancamiento Financiero o *Leveraged Buy-Out*:

- La compañía en cuestión se encuentra en fase de madurez, generando un nivel de beneficios atractivo y recurrente y por tanto presentando un nivel de riesgo relativamente bajo, lo cual propicia que la inversión en la misma se financie en parte relativamente relevante con otros recursos al margen de capitales propios (por ejemplo con deuda bancaria).
- Las sucesivas operaciones de esta naturaleza que eventualmente puedan producirse tras la primera compra (enajenando la participación a otros fondos de capital riesgo) se denominan «*secondary buy-out*», «*tertiary buy-out*», etc.
Por otra parte, cabe destacar que resulta habitual el equipo directivo participe de la toma de participación de la compañía (lo cual incentiva el esfuerzo de la posterior gestión y genera confianza en la adquirente), dando lugar a:
 - MBO (*Management Buy-Out*): Cuando los directivos adquirentes pertenecen ya a la compañía adquirida.
 - MBI (*Management Buy-In*): Cuando los directivos adquirentes no pertenecen a la compañía adquirida.
 - BIMBO (*Buy-In Management Buy-Out*): Cuando parte de los directivos adquirentes pertenece a la compañía adquirida mientras que la otra parte no pertenece a la misma.
- Este tipo de inversiones es el que ha tenido mayor visibilidad y popularidad en los medios en los últimos años, a tenor del tamaño tanto de los actores que han protagonizado las adquisiciones (los clásicos «*private equity*» a los que hacíamos referencia anteriormente) como de las compañías que han sido compradas. Apuntar también el papel que en estas operaciones juegan los fondos proveedores de instrumentos híbridos entre deuda y capital, como por ejemplo la deuda mezzanine.

○ Situaciones Especiales:

- Existen también compañías de capital riesgo especializadas en invertir en compañías que se encuentran en situaciones particularmente complejas en las que su

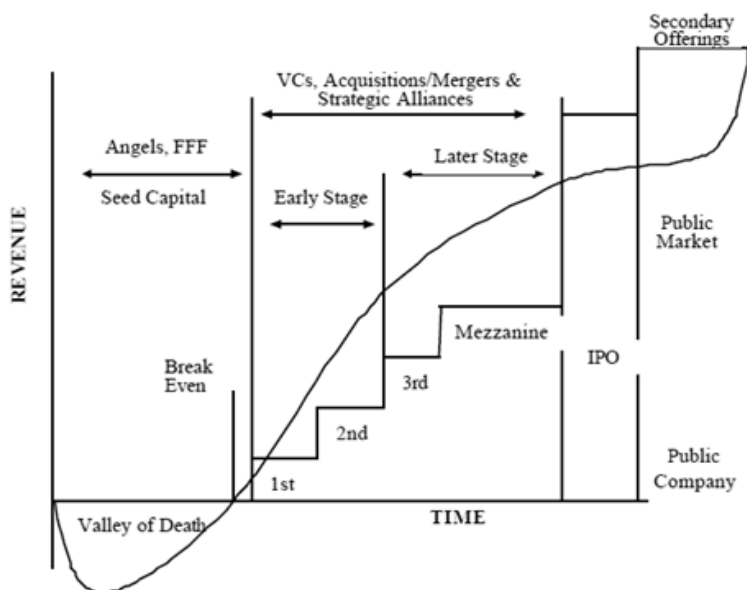


viabilidad financiera está seriamente en entredicho («*distressed*»). Se trata de inversiones de alto riesgo y que por tanto, en caso de resultar exitosas, deberían presentar un nivel de retorno notablemente elevado.

Regresando a la definición genérica de capital riesgo inicialmente expuesta, recordemos que se caracteriza, en principio, de inversiones en compañías no cotizadas en mercados de capitales; son precisamente los mismos, una de las principales alternativas hacia donde suele darse el siguiente paso dentro del ciclo de vida de la compañía que hemos desarrollado en la presente sección. En efecto, y al margen de otras compañías de la misma naturaleza o bien compañías industriales, las compañías de capital riesgo pueden encontrar en los mercados de capitales la oportunidad de hacer líquida su inversión.

Así pues, y a modo de conclusión, incluimos un gráfico que ilustra el ciclo de vida de la compañía y la evolución de sus ingresos, relacionándolos a su vez con buena parte de los conceptos que se han relatado:

GRÁFICO 1



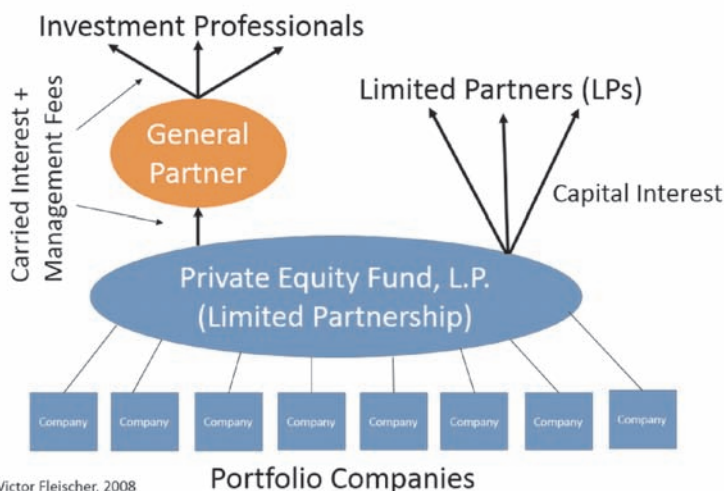
Fuente: Mario W.Cardullo (1999).

¿CÓMO FUNCIONA UNA COMPAÑÍA DE CAPITAL RIESGO? AGENTES INTERVINIENTES Y PRINCIPALES ASPECTOS FINANCIEROS A CONSIDERAR

El siguiente diagrama nos presenta de forma esquemática el funcionamiento de una compañía de capital riesgo:

GRÁFICO 2

Fund Structure



Fuente: Victor Fleisher (2008).

En la parte central se presenta al «*private equity fund*» o «fondo de capital riesgo» que es el vehículo mediante el cual se realizarán las inversiones («*investments*») en las diversas compañías que aparecen en la parte inferior. Dependiendo del tamaño del fondo, y atendiendo al principio de la diversificación del riesgo, suelen situarse entre 8 y 12 y suelen pertenecer a sectores diversos (a menos que se trate de un fondo especializado en compañías de un sector concreto, hecho poco frecuente).

En la parte superior, nos encontramos a los accionistas de dicho fondo. Se trata de los «*LP – Limited Partners*», inversores institucionales de muy diversa naturaleza (desde fondos soberanos aseguradoras hasta «*family offices*», pasando por fondos de pensiones y compañías aseguradoras entre otros).

Estos inversores depositan su confianza en la compañía de capital riesgo («*Private Equity Firm*» ó «*GP – General Partner*»), la cual se responsabiliza de gestionar el fondo de capital riesgo y las inversiones realizadas por el mismo. Sus intereses económicos están alineados con los de los *LPs* ya que también participan del éxito que pueda derivarse de dichas inversiones. En efecto, la retribución del equipo directivo de la compañía de capital riesgo viene por dos vías:

- «*Carried Interest*» o Participación en Beneficios: Están ligados, como anticipábamos, al éxito de las inversiones y representan la principal vía de ingresos para la compañía de capital riesgo. Suelen estar alrededor del 20% de los beneficios generados (el otro 80% sería para los *LPs*), una vez superada una barrera mínima de retorno («*hurdle rate*»). Ésta se sitúa habitualmente entre el 7% y el 8% anual de la inversión inicial y va a parar íntegramente a los *LPs*.



- «*Management Fees*» u Honorarios de Gestión: Están ligados al importe de los fondos gestionados y deberían contribuir a mantener los costes fijos de estructura y gestión del fondo. Suelen oscilar entre el 1.0% y el 2.5% de los fondos bajo gestión.

Habitualmente, la duración del fondo de capital riesgo suele oscilar entre un período de 5 y 7 años. Tras el mismo, la compañía de capital riesgo tiene el compromiso de reembolsar los fondos aportados por los inversores junto con los beneficios que se espera generen las inversiones realizadas. La imposibilidad de hacer líquidas las inversiones, por ejemplo a causa de un período de adversidad en la economía, puede obligar a dilatar dichos plazos o bien a asumir retornos de la inversión inferiores a los esperados.

En cambio, en un escenario en el que las inversiones realizadas hayan tenido éxito (lo que se conoce en terminología anglosajona como «*track record*»), asumiendo un entorno económico posterior *ceteris paribus*, debería resultar favorable a la posibilidad que la compañía de capital riesgo pueda levantar capitales para constituir un nuevo fondo, bien invitando nuevamente a los mismos inversores o bien dando entrada a otros, o una combinación de ambos.

Son diversas las palancas de valor a través de las cuales los gestores del fondo de capital riesgo tratan de alcanzar los retornos esperados exigidos por sus accionistas. Por una parte, y en lo que respecta al activo, destaca la mejora y optimización de la gestión operativa de la compañía – en el sentido más amplio – con el objetivo de maximizar la generación de caja a lo largo del período de inversión, fundamentalmente medida por *EBITDA* (Beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones), *Capex* (inversión en inmovilizado) y Capital Circulante. Ello permite que el otro aspecto fundamental, la estructura de pasivo – basada en las consideraciones de apalancamiento financiero anteriormente descritas – genere también valor para el accionista dado que su contribución en fondos propios en el momento de la inversión es relativamente reducida en comparación con el importe de la misma a la salida, fruto del proceso de desapalancamiento financiero conseguido durante el período de la inversión. Si bien no suele considerarse con frecuencia en la evaluación de la inversión, otra potencial fuente de valor yace en lo que se conoce como «*multiple arbitrage*» o expansión de múltiplo, es decir la diferencia entre el múltiplo de salida y el múltiplo de adquisición (comúnmente medido en términos de veces *EBITDA*). Si la desinversión se prevé realizar a través de una colocación en el mercado de capitales, lógicamente dicho múltiplo estará ligado a las métricas de valoración del sector y a la situación y sentimiento general de dichos mercados llegado el momento.

Finalmente y en cuanto a las rentabilidades esperadas por este tipo de inversiones, lógicamente dependen del riesgo asociado a las mismas, si bien y por los motivos que se comentarán más avanzado el presente artículo, podríamos afirmar que han ido disminuyendo de forma progresiva a lo largo de los años. Así pues, mientras que en sus orígenes, los niveles de retorno esperado en la industria se situaban en promedio en el entorno de entre el 25% y el 30% anual, en la actualidad niveles cercanos al 20% pueden considerarse ya atractivos. Por otra parte, cabe destacar también una fórmula alternativa de medir la rentabilidad obtenida por el fondo: se trata del «*money multiple*»



(podría traducirse como «veces dinero») o «*cash on cash*», es decir la proporción entre los fondos obtenidos en el momento de la salida y los fondos invertidos inicialmente.

¿CUÁLES SON LOS ORÍGENES DEL CAPITAL RIESGO Y COMO HA EVOLUCIONADO LA INDUSTRIA? UN BREVE REPASO HISTÓRICO

Resulta interesante llevar a cabo un breve repaso histórico a los que fueron los orígenes del capital riesgo y así poner en contexto su situación actual y perspectivas de futuro, recalando en particular en el caso del mercado español.

De modo parecido a lo que sucede en otros ámbitos del mundo financiero, debemos fijarnos en la economía estadounidense para identificar los inicios de las actividades de capital riesgo. En efecto, fue en la década de los 50 y de los 60 cuando pueden identificarse las primeras actividades propias del concepto contemporáneo de capital riesgo en su estado más «puro», es decir inversiones en compañías en fase inicial de desarrollo que de acuerdo a los conceptos expuestos en la primera parte del presente artículo podrían clasificarse de actividades de «*venture capital*». Éstas solían estar protagonizadas no tanto por compañías privadas sino más bien por familias con importantes recursos económicos. Mención especial merece la notable actividad en el desarrollo de nuevos productos y tecnologías que ya por entonces vivía Silicon Valley en el estado de California, recibiendo parte de dichas inversiones.

A partir de los años 70 y entrados en los 80, el gobierno americano desarrolló un marco jurídico y normativo específico encaminadas a promover y facilitar las inversiones de capital riesgo. Es a partir de entonces que se empiezan a crear las primeras compañías privadas que se dedican a este tipo de actividades, tanto de «*venture capital*» como los primeros fondos de capital riesgo, registrándose las primeras grandes operaciones de la historia. En este sentido, destaca la firma Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR) considerada como la pionera en este tipo de actividades, y en la actualidad una de las más grandes a nivel mundial.

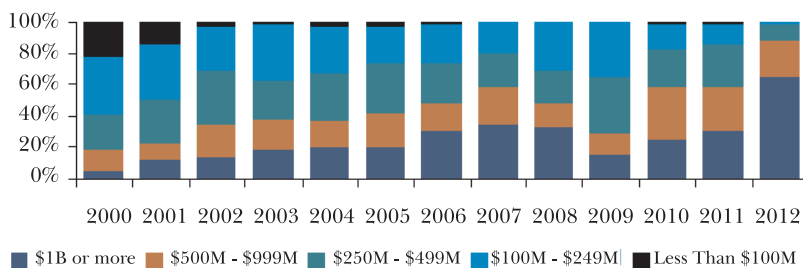
Tras un incremento notable en el número de adquisiciones apalancadas registrado en la última parte de la década de los 80, debido a una igualmente notable expansión del crédito, la primera parte de los 90 se caracterizó por una crisis de ahorro y crédito que disparó los costes de financiación y produjo un enfriamiento de la actividad. A partir de entonces (segunda mitad de los 90) la industria retoma de nuevo la senda del crecimiento y definitivamente se consolida, incrementando de forma notable su tamaño así como, si cabe, su grado de correlación con la evolución de la coyuntura económica y del mercado crediticio.

Los dos gráficos que incorporamos a continuación reflejan en buena medida ambos aspectos. En el primero de ellos, aparece el tamaño promedio de las operaciones de compra apalancada (LBOs) en EE.UU para el período 2000-2012. Tal y como se aprecia en el mismo, el tamaño promedio de las mismas muestra una tendencia creciente con el paso del tiempo, con la excepción del año 2009 fruto de la recesión económica a nivel mundial. Enlazando con este último elemento, el segundo (que comprende el mismo período) demuestra la importancia que la coyuntura económica y en particular



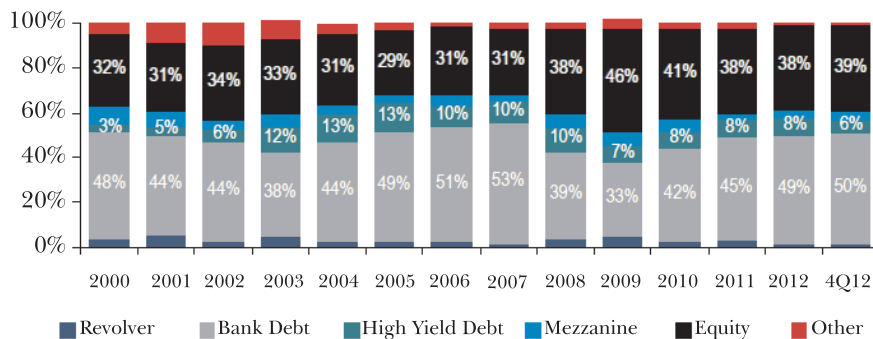
de las condiciones y fluidez del mercado crediticio. Así pues, en sendos períodos (2000-2003) y (2008-2009) tras la explosión de sendas burbujas (tecnológica y de crédito, respectivamente) se aprecia una reducción del peso de la deuda bancaria (*bank debt*) en las fuentes de financiación de las operaciones apalancadas de adquisición en EE.UU, obligando a las compañías de capital riesgo a incrementar su contribución en forma de capitales propios.

GRÁFICO 3



Fuente: S&P Financial Services.

GRÁFICO 4



Fuente: S&P Financial Services.

Como conclusión a esta revisión histórica, vemos algunas de las principales tendencias que caracterizan al mercado en la actualidad:

- Debido al notable crecimiento y desarrollo vivido por la industria en los últimos años, podemos decir que ha alcanzado un nivel de saturación en cuanto a compañías de capital riesgo notable, hecho que ha incrementado la competencia por las adquisiciones, llevando las valoraciones a niveles históricamente elevados y



por tanto reduciendo los niveles de retorno esperado de las inversiones desde el 25%-30% histórico hasta los entornos del 15%-20%.

- Como consecuencia de ello, las principales compañías del sector han optado por diversificar sus actividades hacia otros segmentos con menor competencia, por ejemplo convirtiéndose en proveedores de deuda en lugar de capitales propios. Otro segmento que ha ganado en popularidad también es el de la inversión en infraestructuras. Dado que dichas actividades presentan un nivel de riesgo inferior a la inversión tradicional, también deberían deparar retornos inferiores. En definitiva, se ha producido una transformación de lo que originalmente eran compañías de capital riesgo en compañías gestoras de un gran y diverso número de activos financieros.
- Otro factor que puede explicar un menor nivel de retorno esperado tiene que ver con el relevo generacional en las posiciones directivas de las que fueron compañías pioneras de estas actividades a finales de los 70s y principios de los 80s. Mientras que sus fundadores tenían un espíritu más «*venture capitalist*», las nuevas generaciones parecen tener una mayor aversión al riesgo y por tanto su enfoque está más caracterizado por estar en línea con el mercado que tratar de batirlo.
- Finalmente, cabe destacar la decisión de las grandes compañías del sector de listarse en los mercados de capitales / bolsas de valores, hecho que ha permitido que más allá de los inversores institucionales que mencionábamos anteriormente, sean también los inversores minoristas quienes puedan tener exposición directa a la industria del capital riesgo, y que las compañías puedan apelar a ellos para seguir expandiendo su base de activos bajo gestión.

¿CUÁL HA SIDO EL COMPORTAMIENTO DE LA INDUSTRIA EN ESPAÑA? PERSPECTIVAS DE FUTURO

La historia del capital riesgo en España presenta ciertos paralelismos con la que acabamos de relatar para el caso norteamericano; obviamente con sus diferencias en cuanto a tamaño así como en tiempos, derivadas del distinto grado de desarrollo de sus economías.

En efecto, los orígenes de las actividades de capital riesgo en España también se asocian con su visión más pura y por tanto ligada al «*venture capital*» o inversión en compañías en estadios iniciales de gestación. Si bien, al igual que en el caso norteamericano los pioneros no fueron compañías del ámbito privado, a diferencia de éste, fue la iniciativa pública quien se inició en el sector entrada la década de los 70, con la intención de impulsar el proceso de industrialización del país y la transformación de ciertas economías regionales desde los sectores primario (agricultura, ganadería y pesca) hacia el secundario.

Nuevamente, y del mismo modo que relatamos para el caso norteamericano, es gracias al desarrollo de un marco jurídico y normativo propio que las compañías privadas empiezan a interesarse por la industria del capital riesgo en la segunda parte de la década de los 80. En este sentido, destaca en particular la creación de la figura de las SGCR (Sociedad Gestora de Capital Riesgo), a través de la cual se promovía la inversión y ges-

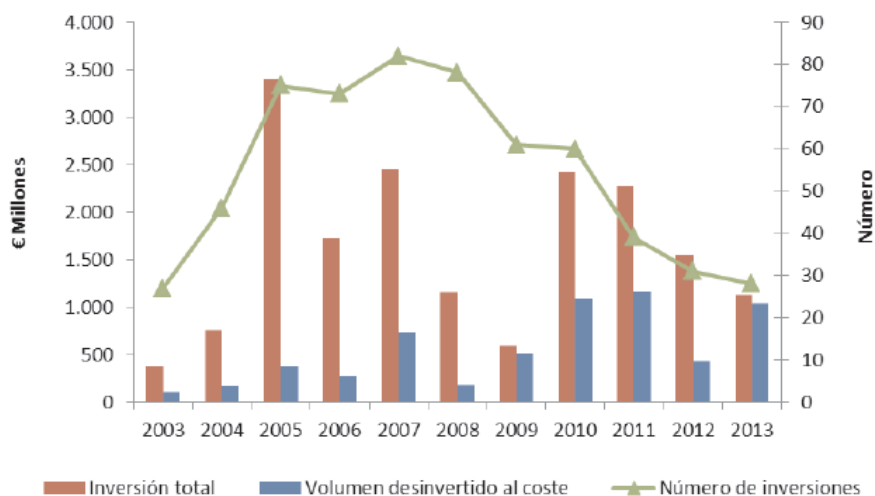
ción delegada (i.e. recursos de terceros) en lugar de recursos propios (SCR – Sociedad de Capital Riesgo), que era la fórmula que tradicionalmente se empleaba hasta entonces. Todo ello, juntamente con la entrada de España en la Unión Europea y la atracción de capital foráneo, impulsó notablemente la actividad privada, que a principios de los 90 ya tenía una preponderancia superior a la pública en términos de recursos gestionados. En lo que respecta a la tipología de operaciones, fueron ganando peso (en especial por parte de los agentes privados) de forma gradual las centradas en compañías en fase de expansión o consolidación (evolucionando poco a poco hacia el concepto con el que identificamos al capital riesgo en la actualidad), mientras que aquellas de capital semilla o arranque siguieron mayoritariamente acaparadas por la iniciativa pública.

La primera parte de la década de los 90 se caracterizó por ser un período de ralentización en el sector, tras el notable crecimiento vivido en los años precedentes. El tamaño promedio de las operaciones no obstante sí que siguió aumentando progresivamente y la figura de las SGCER se consolidó definitivamente, siendo pioneras en la realización de operaciones de adquisición apalancada.

La última parte de los 90 y el cambio de siglo vinieron marcados por el «boom» de las compañías tecnológicas y de internet, las cuales hicieron cambiar el foco de la industria desde empresas consolidadas a compañías *start-up* o en fase inicial de desarrollo. La actividad repuntó fuertemente desde el 1997 hasta el pinchazo de la burbuja en el año 2000, para posteriormente retroceder los 2 años siguientes.

El gráfico de la parte inferior nos muestra la evolución más reciente (2003-2013) de las actividades de capital riesgo en nuestro país, detallando tanto el número de operaciones / transacciones realizadas como los volúmenes de inversión asociados a las mismas y las des-inversiones que se han producido.

GRÁFICO 5



Fuente: ASCRI – www.webcapitalriesgo.com



En primer lugar, poner de manifiesto el notable incremento tanto en número de operaciones como de inversión acometida en el período comprendido entre los años 2003 y 2007. Destaca en particular, en lo que a volúmenes se refiere, el último período de 2005 a 2007 caracterizado por un «boom» de operaciones de adquisición fuertemente apalancadas (por encima de las 6.0x EBITDA) protagonizadas por grandes fondos de capital riesgo internacionales, algunas de ellas de compañías cotizadas (operaciones «*public-to-private*») destacando por tamaño la de Amadeus en el año 2005.

El segundo aspecto relevante a considerar, al igual que sucedió para el caso norteamericano, tiene que ver con las consecuencias de la explosión de la burbuja crediticia y la adversa situación económica del año 2009, las cuales contribuyeron a reducir tanto el número de operaciones como los volúmenes. No obstante, y a diferencia de la situación de EE.UU, dicha tendencia ha seguido en líneas generales a la baja a consecuencia tanto de la continuada recesión que ha vivido España desde entonces como de la escasez del crédito bancario y su alto coste, ligado a los elevados niveles registrados por la prima de riesgo, fruto de la desconfianza de los inversores en nuestra economía.

No obstante ello, parece que las perspectivas a futuro de la industria empiezan a vislumbrar signos esperanzadores. En efecto, tanto la recuperación en los indicadores económicos que está registrando España en el presente 2014 así como el restablecimiento progresivo de la confianza de los inversores en nuestro país, junto con un mercado crediticio que parece empezar a abrirse nuevamente, constituyen todos ellos elementos positivos para un nuevo período de bonanza en la industria. Así por ejemplo, la actividad registrada en el primer trimestre del 2014 duplicó la de su período comparable de 2013 en términos de inversión. Destacan también operaciones de desinversión de notable tamaño llevadas a cabo por grandes fondos internacionales, como las protagonizadas por Applus+ y e-Dreams Odigeo mediante sendas salidas a bolsa. Finalmente, parece que la actividad de «*fund-raising*» o levantamiento de nuevos fondos muestra indicios de recuperación, lo cual debería redundar en una mayor actividad a medio plazo.

AGRADECIMIENTO

Los autores del presente artículo quieren agradecer expresamente su apoyo y colaboración a Doña Luisa Alemany, directora del ESADE Entrepreneurship Institute y profesora del Departamento de Control y Dirección Financiera de ESADE Business School (Universidad Ramón Llull).

FUENTES BIBLIOGRÁFICAS

ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) / www.webcapitalriesgo.com
Revista Española de Capital Riesgo / www.recari.es
British Private Equity & Venture Capital Association / www.bvca.co.uk
National Venture Capital Association (US) / www.nvca.org



Deloitte – Estudios de Buy-Outs en España – (Prof. José Martí Pellón – Universidad Complutense).

Análisis de las mayores compras apalancadas (LBOs) en España, 2005-2007 (Prof. Luisa Alemany – Esade Business School).

España Capital Riesgo 2013: ¿Dónde estamos? ¿Cuáles son los deseos para el nuevo año? / Esade Business School (Esade Alumni 27/02/2013).

Technological Entrepreneurism: enterprise formation, financing and growth / Mario W. Cardullo. Baldock: Research Studies Press (1999).

Fleischer, Victor. Two and Twenty: Taxing Partnership Profits in Private Equity Funds, New York University Law, 2008.

The building blocks of LBOs – Bank of America Merrill Lynch (20 March 2013).

S&P Capital IQ Leveraged Commentary and Data, Standard & Poor's Financial Services LLC.

Barbarians at middle age – «The Economist» (April 19th 2014).