



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES**

**LA EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN
EUROPA DESDE 2009**

Autor: Alfredo de Zavala Gancedo
Director: Lourdes Fernández Rodríguez

Madrid
Junio 2014

Alfredo
De Zavala
Gancedo

LA EVOLUCIÓN DEL CAPITAL RIESGO EN EUROPA DESDE 2009



Índice

Resumen y Abstract	Página III
Introducción	Página 1
Objetivo.....	Página 1
Metodología.....	Página 1
Estado de la cuestión.....	Página 1
Partes principales del TFG.....	Página 1
1. Capital Riesgo	Página 3
1.1. Definición del Capital Riesgo.....	Página 3
1.2. Breve Historia del Capital Riesgo.....	Página 3
2. Inversiones	Página 5
2.1. Año 2009, Caída Masiva de la Inversión.....	Página 5
2.2. Año 2010, Una Recuperación Significativa.....	Página 7
2.3. Año 2011, Haciendo Frente al Cambio.....	Página 9
2.4. Año 2012, En aguas pantanosas.....	Página 11
2.5. Año 2013, Las Mejoras Económicas Dificultan la Inversión.....	Página 14
3. Desinversiones	Página 16
3.1 Año 2009, Fuerte Freno a las Desinversiones.....	Página 16
3.2 Año 2010, Sólida Recuperación de la Actividad.....	Página 16
3.3 Año 2011, La Recuperación Se Detiene.....	Página 17
3.4 Año 2012, Sigue la Paralización.....	Página 18
3.5 Año 2013, El Auge de la Desinversión.....	Página 20
4. Captación de capital	Página 22
4.1 Año 2009, Pausa en la Actividad.....	Página 22
4.2 Año 2010, Un Desplome Anunciado.....	Página 22
4.3 Año 2011, El Rebote Se Estanca.....	Página 23
4.4 Año 2012, Una Historia de Dos Caras.....	Página 24
4.5 Año 2013, El <i>Fundraising</i> Se Dispara.....	Página 26
5. Rendimiento	Página 27
5.1 Año 2009, Sufre la Rentabilidad.....	Página 27
5.2 Año 2010, El Rebote de la Revalorización Continúa.....	Página 27
5.3 Año 2011, El momento de la verdad: Alfa y Beta.....	Página 28
5.4 Año 2012, La Incertidumbre Condena los Resultados.....	Página 29
5.5 Año 2013, Vuelta a la Normalidad.....	Página 30
6. Conclusión	Página 31
Anexos	Página 34
Anexo 1: Valor (en millones de euros) y numero de <i>LBOs</i> en Europa desde 1981 hasta 2009.....	Página 34
Anexo 2: Emisión de deuda para transacciones <i>LBO</i> 1999-2009 (en miles de millones de dólares).....	Página 34
Anexo 3: Valor de operaciones <i>LBO</i> 1995-2009 (en miles de millones de dólares).....	Página 35

Anexo 4: Número de operaciones por tamaño 2003-2009.....	Página 35
Anexo 5: Operaciones <i>buyout</i> por tipo de transacción 2003-09.....	Página 36
Anexo 6: Crecimiento de <i>buyouts</i> a nivel mundial 2009-10 por tamaño de operación.....	Página 36
Anexo 7: Múltiplos de compra de <i>LBOs</i> en Europa 2010 (<i>xEBITDA</i>).....	Página 37
Anexo 8: Emisión de bonos <i>high yield</i> 2010 (en miles de millones de dólares).....	Página 37
Anexo 9: Crecimiento global del valor de inversiones <i>buyout</i> por área geográfica 2009-2011.....	Página 38
Anexo 10: Crecimiento de <i>buyouts</i> a nivel mundial 2009-11 por tamaño de operación.....	Página 38
Anexo 11: Crecimiento de <i>buyouts</i> a nivel mundial 2009-12 por tamaño de operación.....	Página 39
Anexo 12: Crecimiento global del valor de inversiones <i>buyout</i> por área geográfica 2012-2013.....	Página 39
Anexo 13: Porcentaje de inversiones <i>buyout</i> en Europa por tipo de compra 2013.....	Página 39
Anexo 14: Crecimiento global de la captación del capital riesgo por área geográfica 2009-2010.....	Página 40
Anexo 15: Promedio del número de meses en cerrar un fondo 2004-2010.....	Página 40
Anexo 16: Expectativas de los gestores de fondos de capital riesgo respecto a las desinversiones en Europa 2011.....	Página 40
Anexo 17: Crecimiento de <i>fundraising</i> por tipo de fondo en Europa 2011-12.....	Página 41
Glosario.....	Página 42
Bibliografía.....	Página 43

Resumen

Desde su aparición en los años 80, el capital riesgo o *private equity* ha sido reconocido como una de las actividades más rentables dentro de la industria financiera. Destacable por su carácter cíclico, el capital riesgo ha sufrido una de sus peores etapas en los años posteriores a la crisis de 2008. Durante este periodo, descendieron tanto las inversiones como las desinversiones, la captación de capital y la rentabilidad, y muchos fondos no fueron capaces de sobrevivir ante este duro panorama. Sin embargo, los datos que han salido a la luz en el último año ya muestran una clara recuperación. Aun así, es difícil saber si la industria recuperará el esplendor del que disfrutó a principios del siglo XXI.

Palabras clave: capital riesgo, *private equity*, inversión, desinversión, captación de fondos, rentabilidad.

Abstract

Since its inception back in the 80's, private equity has been recognized as one of the most profitable sectors of the financial industry. Renowned for its cyclicity, private equity has suffered one of its most tough and complex eras in the years following the 2008 meltdown. During this period of time, investments, exits, fundraising and returns all suffered, leading many funds worldwide to bankruptcy. However, the data available for last year already shows clear signs of recovery. Nevertheless, it is still uncertain if the industry will recover the brilliant reputation and returns private equity had before the financial crisis that hit the world in 2008.

Key words: private equity, investments, exits, fundraising, returns

Introducción

Objetivo

El objeto de este proyecto de investigación es analizar la evolución en Europa de los fondos *buyout* desde 2009 hasta la actualidad. En concreto, se estudian las tendencias en las inversiones, las desinversiones, la captación de capital y el rendimiento de estos fondos durante este periodo. Los fondos *buyout*, que conforman un segmento de actividad en la industria del capital riesgo, son fondos que invierten en empresas establecidas mediante el uso de apalancamiento o deuda.

Metodología

Para lograr el objetivo del trabajo, se ha estudiado brevemente la historia del capital riesgo y se han analizado las razones por las que la industria cambió a partir del año 2009, así como las nuevas tendencias del mercado (captación de capital, gestión de inversiones, etc.) en el nuevo entorno económico. También se han analizado datos sobre la supervivencia de los fondos de capital riesgo en los últimos años para finalmente describir la situación actual. Para la realización del proyecto se han utilizado informes publicados por la industria y entrevistas con profesionales de la misma.

Estado de la cuestión

El año 2008 supuso un punto de inflexión para todo el planeta en general y para la industria financiera en particular. Lo que comenzó como una desaceleración económica, causada por la desconfianza en las actividades inmobiliarias del sector bancario, acabó siendo la mayor crisis a escala mundial que se recuerda desde el año 1929. Las empresas financieras sufrieron algunos de los peores años de su historia y el capital riesgo no fue una excepción. Para aprender de los errores e intentar asegurar un futuro mejor, es importante investigar y analizar las razones por las que la industria del capital riesgo experimentó un sufrimiento tan acentuado en los años posteriores a la crisis.

Partes principales del TFG

El proyecto se estructura en siete partes. En la primera parte se define la industria objeto de estudio: el capital riesgo. En segundo lugar se repasa brevemente la

historia de la industria desde su origen hasta la actualidad. El tercer punto hace referencia a las inversiones que se realizaron en Europa durante el periodo comprendido entre los años 2009 y 2013. Los puntos cuatro, cinco y seis recogen un análisis similar al del punto tres, pero centrados en la desinversión, la captación de fondos y la rentabilidad de los mismos. Por último, en el punto siete se extraen las principales conclusiones.

1. Capital Riesgo

1.1 Definición del Capital Riesgo

Capital riesgo o *private equity* es el nombre que recibe la industria comprendida en el sector de la gestión de activos que invierte en valores que, por norma general, no cotizan en los mercados organizados. Las inversiones de *private equity* se caracterizan por tener un riesgo relativamente alto, muy poca liquidez y una vida finita, normalmente entre tres y siete años. Los fondos de capital riesgo buscan invertir en empresas de diversos tamaños en las que puedan tener un control parcial o total de la empresa, y por tanto pueden influir en las decisiones estratégicas de la misma (Talmor 4).

En su nivel más alto, la industria del capital riesgo se puede dividir en fondos *buyout* y fondos *venture*. La diferencia entre los dos reside en la estrategia de inversión. Los fondos *buyout* se centran en empresas establecidas y utilizan deuda además de capital social. Por otra parte, suelen invertir cantidades más grandes que los fondos *venture*. Los fondos *venture* invierten en “startups” o empresas muy “jóvenes” sin utilizar deuda. En ambos casos, los gestores del fondo de capital riesgo juegan un papel importante en las empresas en las que han invertido y, en la mayoría de los casos, entran a formar parte del consejo de la compañía (Talmor 4).

1.2. Breve Historia del Capital Riesgo

La industria del capital riesgo, al igual que otros negocios, está caracterizada por ser cíclica. Desde que surgió en los años 80, el capital riesgo ha vivido tres grandes auges: año 1989, año 2000 y año 2007 (ver Anexo 1). En cada una de estas ocasiones, la expansión fue el resultado directo de la inventiva, la capacidad de adaptación y de innovación de la industria en un ámbito de rápidos cambios en la realidad del mercado. Cada repunte terminó en recesiones precipitadas, hasta que las firmas de capital riesgo se centraban en nuevos temas mundiales y volvía a empezar el ciclo de crecimiento (Talmor 6).

En los años 80, financiándose principalmente con bonos basura, la industria del capital riesgo se nutrió de la venta de empresas con una mala gestión y de

desinversiones corporativas. Esta expansión se vio frenada por el colapso del mercado de bonos *high-yield*¹ (Talmor 6).

Después de unos años de baja actividad, el mercado de capital riesgo volvió a coger fuerza, esta vez basando sus ganancias en el crecimiento económico, medido por el Producto Interior Bruto, o PIB, de los países. Las empresas reunían cada vez más capital y llevaban a cabo operaciones más agresivas y arriesgadas. En esta ocasión, el estallido de la burbuja punto com en el año 2000 fue la causante del cambio de ciclo. No obstante, la industria tardó poco en recuperarse: en el año 2003, el número de operaciones de *private equity* superaba los niveles más altos de antes de la crisis tecnológica (Talmor 6).

Durante la primera década del siglo XXI, la industria del capital riesgo se aprovechó de los bajos tipos de interés y de la burbuja del crédito para romper todos los récords en cuanto a número de operaciones. La búsqueda de mayores rentabilidades por parte de los inversores condujo a un incremento drástico de financiación para la industria y a la “edad de oro” del *private equity*. Las operaciones eran cada vez más grandes y complejas, llegando al punto álgido en el valor de *Leveraged Buyouts*, o *LBOs* (compra de activos usando apalancamiento), en el año 2007 (ver Anexo 1). Finalmente, la “edad de oro” llegó a su fin en el año 2008, con la crisis de deuda, que a su vez desembocó en una crisis económica a nivel mundial (Talmor 7).

¹ Los bonos *high-yield* tienen una calificación crediticia inferior a los bonos corporativos con grado de inversión y a los bonos del Tesoro. Debido al mayor riesgo de impago, estos bonos pagan un mayor rendimiento que los bonos de grado de inversión (“High-Yield Bond Definition”).

2. Inversiones

2.1. Año 2009, Caída Masiva de la Inversión

En el año 2009, la noticia más importante del sector, y posiblemente del panorama económico mundial, fue la crisis de crédito, que redujo rápidamente el número y tamaño de operaciones de capital riesgo. La emisión de deuda para *LBOs* desapareció de la noche a la mañana, con un descenso de aproximadamente 96 por ciento (ver Anexo 2) como consecuencia de una mayor aversión al riesgo por parte de bancos e inversores. En Europa, el múltiplo² medio de deuda descendió desde 6,1 veces *EBITDA*³ en 2007 a 4,1 veces en 2009, a la vez que la contribución media de capital subía de un 34 por ciento en 2007 a un 56 por ciento en 2009 (Bain 2010 PE report 4).

El descenso en el acceso al crédito supuso un menor número de operaciones de capital riesgo en todo el mundo. En los años 2006 y 2007, el valor aproximado de operaciones *LBO* fue de 500 mil millones de dólares y, en tan sólo dos años, este número descendió hasta los 81 mil millones de dólares. Sólo en Europa, este descenso supuso un decrecimiento del 62 por ciento (Tasa de Crecimiento Anual Compuesto, o TCAC) y la vuelta a niveles de 2001, cuando la industria del capital riesgo era solamente una fracción del tamaño de 2009 (ver Anexo 3).

En los mercados desarrollados de Europa y Norteamérica, el declive fue más grave que en el resto del mundo. La economía se encontraba en una gran depresión de profundidad y severidad desconocidas. Los inversores de capital riesgo, y de cualquier otra industria, se mostraban reacios a confiar en sus modelos de valoración en un momento en el que había tanta incertidumbre. Sin el apoyo de los modelos, los fondos de capital riesgo estaban siendo más cautos que nunca a la hora de llevar a cabo operaciones. El resultado final fue que la incertidumbre económica, el reducido acceso a una deuda más cara y la variabilidad de las valoraciones dificultaron enormemente las operaciones de *private equity* en todos los sectores (“PE desde el 2009 al presente”).

² Los múltiplos sirven para expresar el valor de una empresa en función de una magnitud financiera de la misma, por ejemplo, diez veces el beneficio neto.

³ *EBITDA* equivale a las siglas en inglés de beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Esta situación llevo a un cambio claro en las tendencias a la hora de invertir en capital riesgo. Antes de la crisis, las operaciones *LBO* de más de diez mil millones de dólares podían llegar a representar hasta un cuarto del total de las operaciones de PE. No obstante, en los años 2008 y 2009, ninguna operación superó la barrera de los diez mil millones de dólares. Aunque algunos inversores esperaban que las operaciones de tamaño medio o pequeño ocuparían este vacío, el hecho es que también sufrieron un duro descenso tanto en valor como en número. Aun así, la tendencia dominante durante 2009 fue una transición hacia operaciones más pequeñas. En el año 2007, las operaciones de menos de 500 millones de dólares ni siquiera llegaban al 20 por ciento del total de operaciones de capital riesgo. En tan solo dos años, este porcentaje se aproximó al 50 por ciento del total (ver Anexo 4).

Además, en 2009 también se experimentó un cambio en cuanto al tipo de operaciones que se llevaban a cabo. En Europa, la proporción de operaciones público-a-privado no creció tanto como en Estados Unidos antes de la crisis. No obstante, en el año 2009, este tipo de operaciones descendieron hasta el nivel más bajo en siete años. También sufrieron un descenso, aunque más leve, las operaciones *sponsor-a-sponsor* (operaciones entre fondos de *private equity*), perjudicadas por el bajo nivel de crédito y los altos costes de endeudamiento. Aun así, este tipo de operaciones todavía representaban el 30 por ciento del total de operaciones de *private equity* en la Unión Europea (ver Anexo 5).

Los fondos de capital riesgo ajustaron sus estrategias de inversión a las oportunidades que presentaba el año 2009. Una de las principales tendencias fue una mayor participación en operaciones *carve-out*. Este tipo de operaciones consisten en que una empresa vende solamente una división de la compañía, que pasa a operar por su cuenta como una empresa independiente (“Carve-Out Definition”). Un *carve-out* permite a los fondos de *private equity* comprar empresas más pequeñas y, por lo tanto, gastar menos capital. Ante la falta de acceso a deuda durante la crisis, las operaciones *carve-out* se convirtieron en las más populares entre todos los *buyouts* que tuvieron lugar en Europa en 2009 y fueron las que más crecieron comparado con el año 2007 (ver Anexo 5).

Esta mayor popularidad de las operaciones *carve-out* queda reflejada en el hecho de que la mayor adquisición de capital riesgo que tuvo lugar en Europa fue la

compra por parte de CVC Capital Partners de la filial europea de AB InBev, un fabricante de cerveza a escala global, por la que se pagó cerca de tres mil millones de dólares (Ernst & Young 2010 GPE 6).

2.2. Año 2010, Una Recuperación Significativa

A principios de 2010, el panorama de las inversiones en capital riesgo empezaba a recuperarse. El valor de las operaciones *buyout* creció un 160 por ciento en Europa en comparación con el año anterior. Sin embargo, teniendo en cuenta todo el capital del que disponían los fondos de *private equity* para invertir, aproximadamente 500 mil millones de dólares a nivel global, se esperaba un nivel de inversión considerablemente más alto (Bain 2011 PE report 1).

La incertidumbre sobre la recuperación económica provocó que los fondos de capital riesgo mostraran una mayor preferencia por invertir en industrias con una menor exposición a fluctuaciones cíclicas y con mejores perspectivas de crecimiento a largo plazo. A principios de año, la mayoría de los fondos tenía en mente invertir en el sector energético y en el sanitario. No obstante, una creciente confianza en la economía animó a los fondos a estudiar operaciones en todos los sectores (Bain 2011 PE report 2).

En relación al tamaño de las operaciones, los *buyouts* de entre 500 millones de dólares y cinco mil millones de dólares fueron los que experimentaron mayor crecimiento. Por otro lado, el año 2010 siguió sin presenciar operaciones de las denominadas *megadeals*, de más de diez mil millones de dólares (ver Anexo 6). Este dato muestra que, a pesar del alto nivel de capital disponible para los fondos, las oportunidades atractivas todavía eran muy limitadas o incluso inexistentes en el ámbito de las empresas más grandes.

En cuanto al tipo de operaciones, *sponsor-a-sponsor* siguió con su tradicional popularidad en Europa, aunque el crecimiento comparado con el año anterior no fue espectacular. A la vez, una menor representatividad de operaciones *carve-out* confirma que, en el año 2010, los fondos europeos de capital riesgo tenían capacidad de comprar empresas de mayor tamaño que en 2009. Por lo tanto, los

fondos se centraron en comprar empresas enteras en vez de divisiones de una compañía (Bain 2011 PE report 2).

Una de las principales tendencias en la industria durante 2010 fue la gran competencia entre fondos, que desembocó en una subida general de los precios de las operaciones. Esta competencia tuvo su origen en la gran suma de capital comprometido que necesitaba ser invertido urgentemente y en la aparición de una gran cantidad de nuevos fondos de capital riesgo (Bain 2011 PE report 4).

Normalmente, cuando un *private equity* cierra un fondo, tiene alrededor de cinco años para invertir ese dinero. Durante los años previos a la crisis, el nivel de captación de capital fue más alto que nunca y, con la llegada del año 2008, las inversiones en capital riesgo sufrieron una enorme bajada tanto en número de operaciones como en valor. Por esta razón, muchos fondos tenían una gran presión por realizar operaciones durante 2010 y competían ferozmente entre ellos por las mejores oportunidades, inflando los precios de las transacciones. En Europa, los múltiplos de compra se situaron en 9,2 veces *EBITDA*, cerca del nivel histórico del 2007 (ver Anexo 7).

La situación se presentaba complicada para los fondos de *private equity* en 2010. Algunos de ellos decidieron no entrar en la batalla por las operaciones debido a los altos precios, y prefirieron guardar capital para ayudar a financiar las empresas en su cartera y evitar tener que captar más fondos en un momento con tanta incertidumbre económica.

Otra de las tendencias características de la industria en 2010 fue un mercado de deuda más fuerte. La emisión de bonos *high-yield* creció durante el año, aunque hubo ciertas turbulencias en el mercado por inseguridad acerca del mercado de deuda soberana en Europa (ver Anexo 8). Esto permitió un mayor uso de deuda en las operaciones que se cerraron en 2010. En Europa, los múltiplos de deuda se situaron en 4,4 veces *EBITDA*, 0,4 puntos más que el año anterior, y el porcentaje de capital social utilizado en los *LBOs* bajó dos puntos porcentuales, hasta el 51 por ciento. Estos datos, no obstante, aun se encontraban lejanos de los máximos históricos del 2007, reflejando todavía cierta preocupación en la economía (Bain 2011 PE report 8).

A pesar de esta subida en la emisión de bonos, los bancos todavía se mostraban reacios a prestar dinero. El aumento de los requerimientos de capital y liquidez establecidos en los acuerdos de Basilea III preocupaba a las entidades bancarias, por lo que solamente estaban tranquilos financiando activos de altísima calidad. En resumen, a pesar de que el mercado de deuda mejoró ligeramente en Europa en el 2010, los prestamistas se volvieron mucho más exigentes que en años anteriores, limitando el crecimiento de la industria del capital riesgo (“Private Equity desde 2009 al presente”).

2.3. Año 2011, Haciendo Frente al Cambio

Continuando con el año 2011, el nivel de inversiones fue similar al del año anterior. En Europa, la industria se contrajo un dos por ciento en términos de valor de operaciones *buyout* (ver Anexo 9). También se mantuvo constante la búsqueda de operaciones en todos los sectores. Los sectores que experimentaron un mayor crecimiento de inversiones fueron los de venta al por menor, tecnología y entretenimiento, mientras que el sector financiero, el sanitario y el de bienes de consumo fueron los que vieron una menor actividad que el año anterior (Bain 2012 PE report 2).

En relación al tamaño, las operaciones siguieron concentradas en las medianas empresas, con un valor entre 500 millones de dólares y cinco mil millones de dólares. Aunque las transacciones de entre cinco mil y diez mil millones de dólares crecieron un 61 por ciento, las mega-operaciones de más de diez mil millones, de las que se oían hablar entre los años 2005 y 2007, siguieron sin aparecer (ver Anexo 10). El rápido crecimiento de inversiones en empresas de tamaño medio, en una época con tanto afán inversionista, refleja que las mejores oportunidades se encontraban en este segmento del mercado.

En cuanto al tipo de operación, la proporción de transacciones *sponsor-a-sponsor*, históricamente la preferida en Europa, creció hasta representar la mitad de las operaciones en términos de valor. Demuestra la importancia de estas transacciones en Europa que cuatro de las diez compras más grandes del año a escala mundial fueron operaciones *sponsor-a-sponsor* entre fondos europeos. Las

transacciones público-a-privado⁴ redujeron su peso en Europa, bajando hasta solamente un cinco por ciento del total de *buyouts* en términos de valor. La regulación europea dificulta este tipo de operaciones pero además la crisis de deuda en la eurozona durante la segunda mitad del año supuso un obstáculo adicional para transacciones tan grandes (Ernst & Young 2012 GPE 19).

Siguiendo con la tendencia del año anterior, la competencia por las inversiones más atractivas fue extremadamente feroz. Los fondos de capital riesgo acumulaban mucho *dry powder*⁵, y la mayoría se tenía que invertir en cuestión de 12 a 24 meses. Además, se unieron a las pujas corporaciones que buscaban adquisiciones estratégicas. Después de haber acumulado caja los últimos años en previsión de una fuerte crisis económica, muchas empresas buscaban crecer o conseguir una ventaja competitiva a través de adquisiciones. Toda esta competencia mantuvo los precios altos, aunque en Europa bajaron ligeramente los múltiplos de operaciones *LBO*: los compradores pagaron 8,6 veces *EBITDA*, ligeramente menos que las 9,2 veces *EBITDA* que había que gastarse en 2010, pero mucho más que los que se pagaba al comienzo de la crisis (Bain 2012 PE report 5).

Como consecuencia de esta creciente competencia por invertir, los gestores de los fondos de capital riesgo tuvieron que dedicar más tiempo a entablar buenas relaciones con dueños de empresas e intermediarios, como bancos comerciales o de inversión. El objetivo de los fondos era incrementar la probabilidad de ser elegido como comprador. Además, creció la necesidad de ser más eficiente en el proceso de *due diligence*⁶ para agilizar los procesos de compra (Bain 2012 PE report 7).

Las inversiones en capital riesgo sufrieron un punto de inflexión entre la primera y la segunda mitad del 2011. Durante los primeros seis meses, los mercados de deuda eran favorables para los fondos de capital riesgo. Siguiendo con la tendencia del año 2010, la emisión de bonos *high-yield* continuó creciendo, llegando a niveles que no se veían desde la crisis de 2008. La disponibilidad de deuda más barata permitió a los gestores participar en operaciones más arriesgadas que el año anterior y utilizar menos capital social (Ernst & Young 2012 GPE 17).

⁴ Empresas que cotizan en bolsa y son adquiridas por un inversor privado.

⁵ Liquidez de los inversores en el fondo que los gestores se han comprometido en invertir.

⁶ Investigar una empresa antes de firmar un contrato.

El segundo semestre del año comenzó con un fuerte aumento del coste de la deuda y una drástica bajada en la disponibilidad de la misma en Europa. La situación en Grecia, que se acercaba a la quiebra, intensificó la preocupación de los mercados de un posible contagio a otros países de la eurozona. Con cada nuevo titular pronosticando una hecatombe en Europa y su efecto devastador en la economía mundial, los mercados de deuda soberana sufrían una crisis mayor (Ernst & Young 2012 GPE 18).

La financiación de operaciones *LBO* en Europa se convirtió en una misión imposible. Los gestores de los fondos en la eurozona no podían conseguir deuda a ningún precio, incluso las operaciones con activos de mayor calidad se encontraron con problemas para obtener un préstamo. Aunque el Reino Unido sintió los efectos de la crisis de deuda, la situación era razonablemente buena en algunos de los países que no participaban en el Euro, como la zona Nórdica, Europa del Este o Turquía (Bain 2012 PE report 10).

2.4. Año 2012, En Aguas Pantanosas

El titular del año 2012, en cuanto a inversiones en capital riesgo se refiere, es el envejecimiento del *dry powder*. La presión por cumplir el compromiso entre los gestores de los fondos y los inversores de invertir el dinero en aproximadamente cinco años chocaba con el bajo número de operaciones atractivas. Los gestores se arriesgaban a perder mucho dinero en comisiones y su credibilidad y reputación, por lo que competían ferozmente por cada oportunidad atractiva de inversión.

A medida que se acercaba la expiración del plazo de inversión, había una creciente preocupación de que algunos fondos cederían ante la presión comprando el mayor número de activos posible, centrándose más en seguir cobrando comisiones de gestión que en la calidad de los activos. La tentación era aún mayor para los gestores con peores resultados, seguramente con pocas esperanzas de cerrar otro fondo. No obstante, también existía la posibilidad de que los inversores, después de haber estado pagando comisiones de gestión durante años, concedieran una prórroga para invertir el *dry powder* ("Private Equity desde 2009 al presente").

Como consecuencia de la creciente presión por invertir, los fondos de capital riesgo estuvieron activos en todos los sectores durante el año 2012. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento y la seguridad, ambas escasas en los últimos años y que eran la principal preocupación de los gestores, hicieron que los fondos se centraran más en los sectores energético y sanitario (Bain 2013 PE report 6).

La fuerte demanda de servicios sanitarios a escala mundial hacía este sector muy atractivo para el capital riesgo. La mayoría de las operaciones se centraron en proveedores y servicios. En Europa, los fondos buscaban invertir en residencias de ancianos y en laboratorios médicos, que permitían aprovechar las ventajas de comprar suministros más baratos y transportarlos entre países. También había un interés considerable en Europa por especialistas como clínicas dentales, de fertilidad o de cirugía estética. La mayoría de estos segmentos estaban altamente fragmentados, ofreciendo oportunidades de crecimiento tanto orgánico como a través de fusiones y adquisiciones, también conocidas como operaciones *M&A*, siglas de "*Mergers and Acquisitions*".

La insaciable demanda de energía a escala mundial hizo de este sector uno de los más populares para el capital riesgo en el año 2012. En Europa, los gestores se aprovecharon de los incentivos gubernamentales a las energías renovables para invertir en esta parcela. Además, el envejecimiento de las infraestructuras en las plantas energéticas de todo el continente iba a requerir una fuerte reinversión a corto plazo para mantener las fábricas operativas. Por esta razón, los fondos de *private equity* exploraron oportunidades para comprar compañías suministradoras de piezas de recambio y de esta forma sacarle partido a la situación (Bain 2013 PE report 31-33).

Continuando con la tendencia que se había visto los años anteriores, desde que la crisis de 2008 hiciera desaparecer las mega-operaciones, las transacciones completadas en el año 2012 se mantuvieron en el rango de 500 millones de dólares y cinco mil millones de dólares. No obstante, se empezó a observar que un porcentaje mayor de las operaciones se cerraban en el extremo superior del mercado medio, signo de que la industria del capital riesgo se empezaba a recuperar (ver Anexo 11).

Entre los años 2008 y 2011, el mercado europeo y el norteamericano, las dos zonas donde el *private equity* había sido más fuerte históricamente, habían seguido tendencias similares. No obstante, el año 2012 fue muy duro para Europa; la crisis de deuda soberana, déficits insostenibles y una gran austeridad por parte de los gobiernos fueron los principales propulsores de este cambio. Muchos gestores pensaron que la complicada situación económica iba a conducir a los bancos que se encontraban en apuros a vender activos para reducir su apalancamiento. Sin embargo, una vez más, las predicciones fallaron y los precios se mantuvieron altos (Bain 2013 PE report 7).

Los fondos de capital riesgo pagaron, de media, 9,6 veces EBITDA en el año 2012, peligrosamente cerca del récord histórico registrado en el año 2007: 9,7 veces EBITDA. El tipo de operación más popular fue, una vez más, *sponsor-a-sponsor*. Los vendedores tenían la motivación de los altos múltiplos y los compradores la necesidad de poner a trabajar su *dry powder*. En total, un 61 por ciento de las operaciones *buyout* en Europa fueron entre fondos de *private equity* (Bain 2013 PE report 8).

El número de operaciones de capital riesgo en Europa decreció un siete por ciento, mientras que el valor de las mismas se redujo un 19 por ciento en comparación con el año anterior. No obstante, estos datos enmascaran un hecho: el norte del continente se mantuvo razonablemente bien en cuanto a inversiones, mientras que el sur sufrió un periodo terrible. La sólida economía alemana fomentó la inversión en capital riesgo en el país, al igual que la fuerte libra esterlina, que se mantuvo al margen de los problemas de deuda en la zona euro. Al mismo tiempo, el número de transacciones de Francia, Italia y España fue casi inexistente, y la situación empeoraba a medida que se anunciaban nuevas medidas de austeridad, subidas de impuestos, o que la prima de riesgo había alcanzado cimas nunca antes vistas (Bain 2013 PE report 7).

En las zonas donde el contexto económico estaba muy deteriorado, los dueños de empresas no querían desprenderse de sus activos hasta que las circunstancias se volvieran más favorables. Esto causó una gran diferencia entre lo que estaban dispuestos a pagar los compradores y la cantidad que esperaban recibir los vendedores. Por ejemplo, BC Partners y Blackstone Group decidieron no subir su

oferta por Iglo Foods Group, la mayor empresa de comida congelada de Europa, más allá de los dos mil quinientos millones de dólares. Por otro lado, Premira, el dueño de Iglo Foods, tampoco redujo su precio de dos mil ochocientos a tres mil millones de dólares. Al final, no llegaron a un acuerdo para cerrar la operación y, dos años después, Iglo Foods sigue en la cartera de Premira (Primak).

2.5. Año 2013, Las Mejoras Económicas Dificultan la Inversión

Los gestores de fondos de capital riesgo entraron en el año 2013 con tranquilidad, principalmente debido a un clima económico más calmado. Después de varios años en los que la inversión se había mantenido constante en niveles relativamente bajos, varios factores sugerían que el único camino posible era una subida en el número y valor de operaciones:

- Un año más, los fondos de *private equity* tenían un alto nivel de *dry powder* que necesitaban poner a trabajar con rapidez.
- Se preveía que una situación económica más estable llevaría a compradores y vendedores a acercar posturas en cuanto al precio de los activos.
- Por último, con los tipos de interés cercanos a cero, los gestores esperaban poder contar con deuda a precio bajo para financiar sus inversiones.

No obstante, las previsiones resultaron ser erróneas. Aunque el valor de los *buyouts* en Europa sí subió un 36 por ciento, el número de operaciones descendió un seis por ciento. Las transacciones *sponsor-a-sponsor* también fueron las más vistas en Europa en el 2013. Además, también tuvieron un papel importante las compras de divisiones o partes de una empresa, conocidas como *carve-out*. Las operaciones público-a-privado fueron escasas y, sobre todo, tuvieron lugar en el primer trimestre del año, antes de que la bolsa despegara y llevara las valoraciones de empresas públicas más allá del alcance de los fondos de *private equity*. En resumen, el año 2013 vio menos operaciones que el año anterior pero fueron más caras (ver Anexos 12 y 13).

Ante todo pronóstico, la vertiginosa subida en las bolsas europeas, una mayor estabilidad económica y el bajo coste de la deuda, que en teoría deberían haber incrementado el flujo de inversiones en capital riesgo, causaron una subida de

precios difícil de asumir para los fondos de *private equity*. Ante la subida de precios, los gestores tuvieron que volverse más selectivos y centrarse en empresas que ofrecieran mucha seguridad y, por tanto, justificaran altos desembolsos (Bain 2013 PE report 7).

A medida que avanzaba el año 2013, los gestores se fueron encontrando más tranquilos con su *dry powder* más viejo. Por ejemplo, un *private equity* europeo llamado Bridgepoint, que necesitaba invertir el 24 por ciento de uno de sus fondos antes de Noviembre 2013, fue capaz de negociar una extensión de un año con sus proveedores de capital. En general, este hecho reforzó la tendencia de abandonar operaciones poco seguras que no justificaran un alto precio (Dunkley).

3. Desinversiones

3.1. Año 2009, Fuerte Freno a las Desinversiones

El año 2009 trajo una gran caída en las desinversiones en los mercados de capital riesgo. En Europa, el valor de estas operaciones durante 2009 fue de aproximadamente 31 miles de millones de dólares⁷, menos de la mitad que en 2008, cuando el valor de las desinversiones en *private equity* rondó los 70 miles de millones de dólares. El método más popular para llevar a cabo estas salidas en Europa fue la venta a corporaciones, seguido de la venta a otros fondos de capital riesgo (Ernst & Young 2010 GPE 15).

La razón principal por la que estos eran los métodos favoritos es que permitían a los fondos devolver más rápidamente los beneficios a sus inversores que una salida a bolsa. Devolver la inversión con celeridad y seguridad fue especialmente importante en el año 2009, cuando la economía presentaba una gran incertidumbre y la confianza había bajado rápidamente. Consecuentemente, el valor de las salidas a bolsa en Europa descendió aproximadamente un 96 por ciento entre 2007 y 2009 (Ernst & Young 2010 GPE 15).

3.2. Año 2010, Sólida Recuperación de la Actividad

Entrando en el año 2010, el miedo a una nueva recesión y al colapso del sistema bancario europeo menguó. Consecuentemente, una mayor confianza en los mercados acercó posturas entre los vendedores de activos de capital riesgo y potenciales compradores, como mercados de valores, corporaciones u otros inversores de *private equity*. Después de un año 2009 con un número reducidísimo de ventas, esta creciente seguridad condujo a una sólida recuperación de las desinversiones en Europa (Bain 2011 PE report 10).

Se pueden destacar varias motivaciones de los gestores de fondos para deshacerse de activos de sus carteras. En primer lugar, muchos sentían la necesidad de obtener plusvalías antes de intentar una nueva captación de capital. Al mismo tiempo, había cierta presión por devolver dinero a los inversores para recuperar su confianza después de un turbulento año 2009 en la industria del capital riesgo.

⁷ Esta cifra es equivalente al billón de dólares americano.

Por último, y quizás más importante, las valoraciones de los activos de alta calidad demostraron robustez en los mercados, ofreciendo la posibilidad de vender por un precio alto (Bain 2011 PE report 10).

No obstante, aquellos fondos que buscaban desinvertir se encontraron con ciertas dificultades. La mejor situación macroeconómica hacía pensar que las empresas que habían acumulado efectivo durante los años anteriores buscarían crecer mediante fusiones y adquisiciones, pero estas previsiones no se cumplieron. En Europa, el valor de operaciones de *M&A* creció solamente un 10 por ciento respecto al 2009, año en el que este tipo de transacciones tuvieron un protagonismo nulo. Este tímido crecimiento, que tuvo su origen en las dudas acerca del futuro de la economía, tuvo un efecto directamente proporcional en el aumento de ventas estratégicas a corporaciones. Las salidas a bolsa tampoco tuvieron un buen año. En Europa, varias ofertas públicas de venta tuvieron que ser retiradas, entre ellas la compañía “New Look”, minorista de moda con sede en el Reino Unido y “Merlin Entertainments Group”, la mayor empresa de parques de atracciones en todo el continente europeo (MacDonald).

Las ventas *sponsor-a-sponsor* acapararon la mayor parte de la atención de las desinversiones en *private equity* durante el año 2010. La mezcla de las ganas de muchos gestores por vender parte de sus carteras con la gran cantidad de *dry powder* que otros fondos necesitaban invertir fue una combinación perfecta. Además, a medida que este tipo de operaciones fueron acaparando protagonismo durante el año, un creciente número de fondos de capital riesgo miraron a esta alternativa con entusiasmo (Bain 2011 PE report 13).

3.3. Año 2011, La Recuperación Se Detiene

Al principio del año 2011, las condiciones para la venta de activos de *private equity* parecían óptimas. Aproximadamente un 60 por ciento de los gestores de capital riesgo en Europa esperaban deshacerse de, al menos, una de las empresas en su cartera durante el año. Además, una mayoría muy considerable esperaba que los tres canales tradicionales de venta –salidas a bolsa, ventas estratégicas a corporaciones y traspasos a otros fondos de capital riesgo – experimentaran una actividad superior a la del año anterior. La gran cantidad de *dry powder* en manos

de los fondos de capital riesgo y los altos niveles de caja que las corporaciones habían ahorrado durante la crisis auguraban un buen año para los vendedores de activos de *private equity* (ver Anexo 16).

Aunque el primer trimestre del año fue relativamente tranquilo, es importante tener en cuenta que históricamente esto es algo normal. En el segundo trimestre, la desinversión en capital riesgo cumplió con creces las expectativas que había a principios de año. El valor de las operaciones *sponsor-a-sponsor* alcanzó niveles no vistos desde antes de la crisis, las ventas de activos a compradores estratégicos, corporaciones, se dispararon a niveles récord y el apetito por las salidas a bolsa creció fuertemente. Era un gran momento para vender y los gestores de fondos estaban aprovechando para devolver algo de dinero a sus inversores. Por ejemplo, los fondos que se cerraron después de 2004 prácticamente no habían tenido oportunidad de vender alguna de sus empresas y los inversores estaban deseando ver beneficios en efectivo (Ernst & Young 2012 GPE 21).

Sin embargo, lo que empezó de forma tan prometedora en la primera mitad del año 2011, se desinfló repentinamente durante los últimos seis meses del año por miedo a una posible recesión, a la crisis de deuda soberana en Europa y a la volatilidad de los mercados. Una gran mayoría de las salidas a bolsa programadas para la segunda mitad del año fueron pospuestas y el valor de las restantes fue aproximadamente un 60 por ciento menor que en los seis primeros meses de 2011. Las ventas estratégicas descendieron paulatinamente cuando las corporaciones decidieron acumular efectivo ante la incertidumbre económica y la volatilidad desembocó en una creciente diferencia entre los precios que los fondos de *private equity* estaban dispuestos a pagar y lo que esperaban recibir, por lo que las ventas *sponsor-a-sponsor* sufrieron gravemente (Ernst & Young 2012 GPE 21).

3.4. Año 2012, Sigue la Paralización

El año 2012 fue una continuación de la segunda mitad del año anterior en cuanto a desinversiones en capital riesgo. Los fondos europeos vendieron un 25 por ciento menos de activos que en el año 2011 con un valor total un 34 por ciento menor. Los gestores encontraron dificultades en dos de los tres canales tradicionales de venta, sobre todo en operaciones estratégicas. Aunque seguía siendo el método

preferido por los fondos de capital riesgo, este tipo de transacciones estuvieron muy por debajo de su potencial en 2012. La incertidumbre macroeconómica en Europa enfrió las operaciones de fusiones y adquisiciones, reduciendo las ventas a través de este canal un 32 por ciento respecto al año anterior (Bain 2013 PE report 13).

Las salidas a bolsa en Europa sufrieron especialmente durante el año 2012. Los mercados de valores solamente fueron capaces de respaldar cuatro salidas a bolsa de empresas en manos de fondos *buyout*, con un valor total de 1,4 mil millones de dólares a lo largo del año. Aun así, una salida a bolsa europea consiguió meterse entre las cinco ofertas de venta pública respaldadas por fondos de capital riesgo de mayor tamaño a escala mundial: la venta de Ziggo por parte de Cinven y Warburg Pincus (Ernst & Young 2013 GPE 22).

Si bien la venta de activos de *private equity* fue complicada a causa de los débiles mercados de salidas a bolsa, y fusiones y adquisiciones, los gestores de fondos sí encontraron compradores en otros fondos de capital riesgo. En Europa, este tipo de operaciones descendieron un 21 por ciento respecto al año anterior, aunque esta caída fue todavía más acentuada en las transacciones por otros canales de venta. Siguiendo con la tendencia de los últimos tres años, las operaciones *sponsor-a-sponsor* siguieron creciendo como porcentaje de desinversiones totales en el continente (Bain 2013 PE report 15).

La debilidad del mercado de salidas en el año 2012 magnificó tres grandes problemas que los gestores de fondos habían sufrido desde la crisis del 2008:

- Un número cada vez mayor de activos a la espera de ser vendidos
- Las continuas presiones por devolver capital a los inversores
- La decreciente probabilidad de obtener rentabilidad por las grandes empresas que los fondos habían adquirido durante los años del auge de la industria y que seguían devaluándose en sus carteras

Una de las consecuencias más significativas de este fenómeno fue el alargamiento del periodo medio de inversión. Por norma general, los fondos de *private equity* buscan mantener sus activos entre tres y cinco años. Durante el año 2012, esta media se alargó hasta llegar a los 5,1 años, 18 meses más que en 2007 (Bain 2013 PE report 17).

3.5. Año 2013, El Auge de la Desinversión

Rompiendo con una tendencia negativa que se había establecido en los últimos años, y gracias al optimismo macroeconómico que se había instaurado en los mercados, 2013 fue un año fantástico para aquellos que buscaban vender activos de capital riesgo. Dejando a un lado 2007, año que probablemente no se vuelva a repetir para la industria financiera en general, la desinversión en *private equity* fue la más robusta que jamás había visto la industria. Europa fue la región que experimentó el crecimiento más rápido de todo el planeta: el número y el valor de operaciones de venta subió un 24 por ciento y 15 por ciento respectivamente. Con este avance, el continente europeo alcanzó al potente mercado norteamericano en cuanto al número de desinversiones realizadas en el último año (Bain 2014 PE report 9).

Sorprendentemente, las operaciones *sponsor-a-sponsor* cedieron cierto protagonismo en el año 2013. No obstante, esto no se debió a la falta de interés por parte de otros fondos de capital riesgo, sino a la impresionante fuerza que presentaban los compradores estratégicos y las salidas a bolsa. En este caso, las ventajas de vender a otros fondos *buyout*, como una mayor rapidez en el proceso y una mayor certeza de completar la transacción satisfactoriamente, quedaron en un segundo plano (Bain 2014 PE report 10).

Las condiciones para las ventas estratégicas, históricamente el mayor canal de ventas para los activos de *private equity*, fueron muy favorables en 2013. Al haber pasado los últimos años reduciendo costes y el tamaño de sus balances, muchas corporaciones empezaron el año con altísimos niveles de efectivo y reducida deuda. Todo esto condujo a un fuerte interés por crecer mediante fusiones y adquisiciones y a una subida en las operaciones estratégicas del nueve por ciento en número y un cuatro por ciento en valor (Ernst & Young 2014 GPE 14-15).

Para los vendedores de capital riesgo, lo que de verdad marcó la diferencia en el año 2013 fue el mercado de salidas a bolsa. En Europa, el resurgir de este tipo de operaciones fue especialmente impactante: los fondos de capital riesgo captaron un total de 17,8 mil millones de dólares a través de salidas a bolsa, casi ocho veces más que los 2,3 mil millones del año anterior. Además, el número de ofertas

públicas de venta en la región fue aproximadamente cinco veces más grande que en 2012. Es significativo resaltar que más de la mitad de las cien desinversiones de mayor tamaño del año a escala mundial fueron a través de salidas a bolsa. Aun así, y a pesar de este tremendo éxito, este canal de venta continuó siendo menos utilizado que las transacciones estratégicas o *sponsor-a-sponsor* (Ernst & Young 2014 GPE 13-14).

4. Captación de Capital⁸

4.1. Año 2009, Pausa en la Actividad

En los años previos a la crisis de 2008, el capital riesgo gozaba de una gran fama entre los inversores, popularidad que se veía reflejada en el creciente nivel de capital que se confiaba a los gestores de *private equity*. Sin embargo, el año 2009 supuso un giro radical en este aspecto, ya que los fondos de capital riesgo a escala mundial ni siquiera alcanzaron a captar el 40 por ciento de los fondos que habían conseguido en el año anterior. Además, según Preqin⁹, los gestores de *private equity* tardaron aproximadamente seis meses más en cerrar sus nuevos fondos que en 2007. Esta falta de confianza por parte de los inversores desembocó en un abandono de los intentos de captar nuevos fondos por parte de algunos gestores (Bain 2010 PE report 9).

En el año 2009, se habló mucho de la decisión de los inversores de reducir su exposición al capital riesgo. Irónicamente, la razón de este fenómeno fue el hecho de que las inversiones en *private equity* generalmente tuvieron una mayor rentabilidad que el resto de las carteras de los inversores. Esto causó que los límites establecidos para la asignación al capital riesgo se sobrepasaran, reduciendo el interés de los inversores (Ernst & Young 2010 GPE 19)

El fondo más grande que se cerró en 2009 fue CVC European Equity Partners V, un fondo europeo con más de 14 mil millones de dólares captados. La gestora, CVC, es una de las más grandes y respetadas del mundo. Este dato demuestra que durante los primeros años de la crisis, los inversores no buscaban alejarse completamente del *private equity*, sino que buscaban fondos con experiencia y resultados demostrados que aportaban más confianza (Ernst & Young 2010 GPE 21).

4.2. Año 2010, Un Desplome Anunciado

En 2010, según Preqin, los fondos de capital riesgo a escala mundial recaudaron un 23 por ciento menos de capital que en 2009, un año ya complicado de por sí.

⁸ Normalmente, en la industria del capital riesgo, al hablar de captación de capital se utiliza el término inglés: *fundraising*.

⁹ Preqin es una consultora e investigadora que ofrece noticias y datos de inversiones alternativas, como capital riesgo o fondos hedge.

Europa fue la región que más sufrió, con una reducción del 46 por ciento respecto al año anterior (ver Anexo 14). Probablemente, la incertidumbre sobre la economía en el futuro próximo fue el detonante de esta bajada.

Por segundo año consecutivo, este descenso causó que los fondos de *private equity* consiguieran captar mucho menos capital del esperado. Además, los gestores tardaron mucho más en cerrar nuevos fondos. En el punto álgido del boom del capital riesgo, en el año 2007, se tardaba un año de media en cerrar un nuevo fondo. Tres años después, en 2010, esta cifra había subido hasta los 21 meses (ver Anexo 15).

Varias razones explican la evolución de estas tendencias durante el año 2010. En primer lugar, los inversores en capital riesgo establecieron sus límites de asignación al *private equity* el año anterior, cuando la perspectiva acerca de la industria era terrible. Además, sentían una enorme incomodidad por la gran cantidad de capital que ya se habían comprometido a aportar y que los fondos aún no habían puesto a trabajar. Por otro lado, la rebaja en la valoración de carteras de *private equity* que tuvo lugar en 2009 había desembocado en una menor confianza en la industria por parte de los inversores. El miedo a volver a sufrir más depreciaciones si la situación económica empeoraba todavía estaba muy presente. Igual de importante fue el hecho de que la baja oferta de activos de calidad y el limitado número de desinversiones daban una sensación de estancamiento en la industria. Esta situación se vio más acentuada en los mercados tradicionales, Europa y Norteamérica, y en los fondos de mayor tamaño. Por esta razón, los inversores de *private equity* cambiaron sus esfuerzos hacia otras zonas geográficas, como Asia y América Latina, y hacia fondos de menor tamaño, más concentrados en el segmento medio del mercado (Bain 2011 PE report 16-19).

4.3. Año 2011, El Rebote Se Estanca

Al comienzo de 2011, había un sentimiento generalizado de que la industria se recuperaría después de haber tocado fondo en 2010. Después de haber reducido dramáticamente su participación en *private equity* el año anterior, los inversores estaban listos para apostar por el capital riesgo de nuevo. La ligera recuperación que había experimentado la desinversión durante la segunda mitad de 2010 les

había aportado un colchón de capital para asignar a la industria. Más de la mitad de los inversores entrevistados por Preqin esperaban incrementar su compromiso con fondos de *private equity* (Preqin Special Report 4).

Los primeros seis meses del año confirmaron este sentimiento positivo. Aunque había muchos fondos buscando capital, cada vez un número mayor de ellos fue cerrando a medida que conseguían los compromisos por parte de inversores que los gestores habían estado buscando. En términos globales, 180 fondos cerraron en el primer trimestre del año, y 198 de ellos lo consiguieron en el segundo. Además, los niveles de capital que la industria lograba captar también estaban subiendo (Preqin Special Report 4).

No obstante, el creciente miedo relacionado con el exagerado nivel de deuda de los países de la eurozona y la consiguiente volatilidad de los mercados que surgieron en la segunda mitad del año truncaron la positiva evolución en la captación de capital. La vuelta a la incertidumbre y la consecuente paralización de la desinversión cerraron el grifo de las distribuciones a inversores que, a principios de año, habían impulsado la mejora en los niveles de *fundraising* (Preqin Special Report 4).

Sorprendentemente, el bajo nivel de capital captado durante el tercer trimestre sufrió un contundente rebote durante los últimos tres meses del año 2011 y Europa acabó como la única región del mundo con más *fundraising* en este periodo que en los tres primeros meses. La explicación aportada por Preqin se centra en una mayor confianza por parte de los inversores en determinados fondos europeos a los que habían identificado como los más capaces para aprovecharse de la turbulenta situación económica. Una vez más, esto demuestra que aunque la industria del capital riesgo europeo sufrió mucho después de la crisis de 2008, fueron sobre todo los fondos con peores resultados los que soportaron un mayor castigo (Preqin Special Report 4).

4.4. Año 2012, Una Historia de Dos Caras

A pesar de que el número de fondos que buscaban capital era el más alto que se había visto desde el año 2008, no se experimentaron cambios drásticos en cuanto

al *fundraising* durante 2012. Es cierto que los fondos *buyout* fueron capaces de captar un 12 por ciento más de capital que el año anterior, pero la cantidad total que consiguieron reunir seguía por debajo del 50 por ciento de los niveles que había entre 2006 y 2008 (ver Anexo 17). Poniéndolo en perspectiva, el volumen que los fondos europeos fueron capaces de captar durante el periodo de cuatro años entre 2009 y 2012 fue tan solo un 40 por ciento de lo que se captó en los cuatro años anteriores, de 2005 a 2008 (Acanthus 13).

El año 2012 tuvo dos caras muy distintas en cuanto al *fundraising*. Por un lado, una minoría de fondos fueron capaces de cumplir sus objetivos de captación de capital rápidamente y con aparente facilidad. De hecho, el fondo *buyout* más grande que se cerró en Europa ese año, el “BC European Cap IX”, consiguió captar 6,5 miles de millones de euros, 500 millones por encima de su objetivo (“BC European Capital”).

Por otro lado, la gran mayoría de fondos tuvieron que esforzarse más que nunca para cumplir sus objetivos, algunos de ellos incluso viéndose obligados a desistir de su intento. Por ejemplo, tres de los seis fondos *buyout* europeos más grandes que se cerraron en el año 2012 tuvieron que conformarse con captar entre un 70 y un 80 por ciento de lo que recaudaron en su último fondo. Los factores diferenciales fueron, sobre todo, los resultados de los fondos en el pasado y la estabilidad y experiencia de los equipos de inversión. Aunque los gestores con mayor éxito fueron capaces de cerrar sus fondos en menos de un año, muchos de ellos sobrepasando sus expectativas de captación de capital, el tiempo medio para completar el *fundraising* en Europa fue aproximadamente 18 meses. Esta cifra es similar a lo que la industria había experimentado durante los años previos (Bain 2013 PE report 22).

Según Preqin, la principal restricción con la que los inversores de *private equity* se encontraron fue que estaban muy cerca de sus límites establecidos para asignar al capital riesgo. Algunos incluso lo habían superado. Por otro lado, ya se habían comprometido a dar grandes cantidades de capital a fondos que todavía no los habían requerido, por lo que había cierto miedo entre inversores a quedarse sin liquidez. El descenso en la desinversión no estaba ayudando a revertir esta situación. Algunos gestores, se dieron cuenta de estas circunstancias y fueron

capaces de identificar nuevas fuentes de financiación distintas a las tradicionales. Por ejemplo, “EQT Partners”, un fondo *buyout* nórdico, alcanzó su objetivo de recaudar 4,75 miles de millones de euros en parte gracias a que triplicaron el capital proveniente de fondos soberanos, que son de propiedad Estatal, de inversión asiáticos (Bain 2013 PE report 24).

4.5 Año 2013, El *Fundraising* Se Dispara

El año 2013, por fin, supuso la confirmación de la salida de la crisis en cuanto al *fundraising*. Los fondos europeos lograron captar un 48 por ciento más de capital que el año anterior, demostrando la confianza de los inversores de que el continente había conseguido dejar atrás sus problemas con la deuda soberana y la moneda común. En su conjunto, 2013 fue el mejor año desde la crisis financiera para aquellos gestores que buscaban recaudar capital. Además, los fondos *buyout* fueron los que obtuvieron un mayor crecimiento, con un 89 por ciento más de capital conseguido por aproximadamente el mismo número de fondos que el año anterior. Como reflejo de esta tendencia, cabe destacar que el fondo más grande que se cerró en 2013 fue el “CVC European Equity Partners VI”, que consiguió captar dos mil millones de dólares más de lo que se había propuesto inicialmente en tan sólo seis meses (Ernst & Young 2014 GPE 19).

La principal razón de este crecimiento fue la confianza de los inversores. Según Preqin, un 90 por ciento de sus encuestados dijeron que el capital riesgo cumplía o excedía sus expectativas de rendimiento y el 98 por ciento esperaban que el *private equity* continuara superando a los mercados de valores. Además, por tercer año consecutivo, el dinero que recibieron gracias a las desinversiones superó con creces al dinero que invirtieron en 2013; por cada dólar que los gestores pidieron para realizar operaciones devolvieron 2,10 dólares a sus inversores.

5. Rentabilidad

Cuando se habla de rendimiento en capital riesgo es vital tener en cuenta que este tipo de inversiones están pensadas para crear valor a lo largo de años. Por lo tanto, no tiene sentido hablar de cuánto dinero ha ganado o perdido un fondo de *private equity* en un trimestre, por ejemplo. Incluso cuando se habla del rendimiento de los fondos en un año se suele hacer referencia a las desinversiones que se han llevado a cabo ese año, o de rebajas en la valoración de carteras de los fondos.

5.1. Año 2009, Sufre la Rentabilidad

En el año 2009, la necesidad de aportar más capital social desembocó en una menor rentabilidad por operación a un año. Al ser más *junior*¹⁰ que la deuda, utilizar un mayor porcentaje de capital social supone un incremento en coste de financiación y, consecuentemente, una menor rentabilidad. Esta situación se vio acentuada a su vez por el encarecimiento de la deuda. Sirve como ejemplo de este encarecimiento a escala mundial el hecho de que en el primer semestre de 2009, el *spread*¹¹ entre los préstamos *LBO* en Estados Unidos y el LIBOR se llegara a situar en 650 puntos básicos, más del doble de los niveles registrados a mediados de la década (Bain 2010 PE report 4). No obstante, el bajo número de desinversiones que tuvieron lugar en el año 2009 redujo la representatividad de los datos de rentabilidad a un año.

5.2. Año 2010, El Rebote de la Revalorización Continúa

En el año 2010, los fondos de capital riesgo empezaron a salir del profundo agujero en el que habían caído después de la crisis de 2008 a medida que el rendimiento a un año empezó a remontar. Para muchos inversores, los fondos de *private equity* fueron los que contribuyeron de una forma más positiva a sus carteras, ya que la rentabilidad del capital riesgo superó sustancialmente a la de inversiones en bolsa o en renta fija. Habiendo sufrido el mayor golpe durante la recesión, los fondos

¹⁰ *Junior* se refiere a la jerarquía de, en este caso, el capital. Significa que esta subordinado a la deuda.

¹¹ *Spread* es una palabra inglesa muy utilizada en el ámbito financiero que se refiere a la diferencia entre dos porcentajes

buyout de mayor tamaño registraron las más intensas revalorizaciones al alza en los últimos años, superando a los más pequeños con un retorno a un año del 24 por ciento (Bain 2011 PE report 19).

Dentro de este grupo, los fondos más antiguos fueron menos sensibles a las revalorizaciones debido a que ya habían desinvertido una parte considerable de sus activos, y por lo tanto la rentabilidad en esas operaciones era “fija”. Por otro lado, los fondos más nuevos que habían desinvertido un porcentaje bajo o incluso nulo de sus carteras eran mucho más sensibles a estas crecientes valoraciones, y por tanto obtuvieron rendimientos más altos en 2010. Es importante recordar que este “efecto” tuvo un resultado opuesto el año anterior, ya que a los fondos más maduros no les afectaron las revalorizaciones a la baja y viceversa (Bain 2011 PE report 21).

5.3. Año 2011, El Momento de la Verdad: Alfa y Beta

La rentabilidad de los fondos de capital riesgo durante la primera mitad de 2011 fue sólida, continuando con la recuperación que había comenzado el año anterior. A medida que las valoraciones subían, las ganancias a corto plazo seguían la misma dirección. Sin embargo, las condiciones que habían provocado esta recuperación en la rentabilidad estaban cerca de terminar y la probabilidad de que se volvieran a repetir era escasa. La implosión de los mercados de valores en 2008, y la bajada en las valoraciones habían llevado a muchos gestores a revalorizar sus carteras drásticamente a la baja. Esto permitió, durante los años posteriores a la crisis, que los fondos de capital riesgo apreciaran paulatinamente el valor de sus activos y obtuvieran ganancias consistentes. Entrando en el 2011, estos activos ya tenían un valor de tasación muy cercano a su valor intrínseco, por lo que esta fuente de rentabilidad estaba próxima a acabarse (Bain 2012 PE report 21).

Por otro lado, no estaba claro como la beta¹² iba a afectar a los resultados de los fondos de capital riesgo en los próximos años. La combinación de factores en los que los gestores habían confiado en el pasado para ayudar a incrementar la

¹² Beta se refiere a la volatilidad de un activo comparada con la volatilidad del mercado. Este concepto implica que el valor de ciertos activos cambia solamente porque el valor del mercado cambia.

rentabilidad –crecimiento del PIB, expansión de los múltiplos y el apalancamiento –no parecían muy favorables mirando hacia el futuro. Esta incertidumbre era especialmente fuerte en los mercados desarrollados, donde la frágil situación económica apuntaba a la posibilidad de una nueva recesión. Además, los múltiplos ya eran considerablemente altos en 2011 por lo que la probabilidad de que siguieran creciendo era remota y la deuda disponible era cara y escasa. Con esta debilidad de las fuentes tradicionales de beta, los gestores tuvieron que poner un mayor esfuerzo en generar alfa¹³ para poder mantener el histórico alto rendimiento en la industria (Bain 2012 PE report 23).

Una tendencia significativa en Europa fue la creciente diferencia en rentabilidad entre los fondos con mejores resultados y peores resultados. Los fondos cerrados desde el año 2009 presentaban una diferencia de 28,7 puntos porcentuales entre aquellos gestores que se encuentran en el cuartil superior y los que caen en el cuartil inferior. Aquellos fondos que captaron su capital en años anteriores a 2009 presentaron diferencias más reducidas, si bien significativas. Estos datos reforzaban la idea de que la beta no ha servido para obtener rendimiento en los años posteriores a la crisis de 2008 y sacaron a relucir la importancia del gestor en la industria del capital riesgo (Preqin Special Report 4).

Analizando el efecto que tuvo el tamaño de las inversiones de *private equity* en la rentabilidad de las mismas durante 2011, el segmento de las empresas medianas en Europa destacó sobre los demás. Este fragmento de la industria ha tenido consistentemente un rendimiento mayor que otras geografías o fracciones del capital riesgo hasta el punto de poder considerarla inmune a la crisis. Esto demostró la sostenibilidad que determinadas inversiones mostraron en el continente Europeo en tiempos de gran fragilidad de la economía y del sector (Akina 14).

5.4. Año 2012, La Incertidumbre Condena los Resultados

El año 2012 acabó con una rentabilidad media del 5,5 por ciento a un año, el dato más débil desde 2008. Teniendo en cuenta que el número de desinversiones en

¹³ Alfa se usa para cuantificar la rentabilidad que aporta un gestor por sus propias decisiones (selección de activos, momento de inversión, etc.).

Europa fue significativamente bajo, esta reducción en el rendimiento solamente puede mostrar una revalorización a la baja de empresas que todavía se encontraban en las carteras de los fondos. La causa de esto fue que, durante este periodo, los mercados temían una posible quiebra de algún país de la eurozona y una segunda recesión. Los fondos que se centraban en Europa y Asia fueron los que experimentaron más volatilidad en sus valoraciones, así como los fondos *buyout* de mayor tamaño, en parte porque suelen usar más deuda en sus operaciones (Bain 2013 PE report 25).

La rentabilidad a largo plazo de los fondos *buyout*, sin embargo, continuó superando ampliamente el rendimiento de los mercados de valores a cinco y diez años. Los fondos europeos se impusieron sobre una mezcla de las bolsas más importantes del continente con una ventaja de siete puntos porcentuales. Los gestores que se encontraban en el cuartil superior en cuanto a rentabilidad vencieron a esta misma mezcla de bolsas por unos sorprendentes 19 puntos porcentuales (Bain 2013 PE report 27).

5.5. Año 2013, Vuelta a la Normalidad

Los fondos de capital riesgo tuvieron beneficios sólidos a un año durante 2013 y fueron considerablemente más altos que en 2012. Los fondos *buyout* tuvieron un rendimiento excepcional y en Europa obtuvieron un 13 por ciento de media. Además, los resultados también experimentaron una mejora significativa a largo plazo. La rentabilidad anual a diez años terminó el año en 14,4 por ciento, 5,7 puntos porcentuales más que en el nivel más bajo después de la recesión. El principal causante de este crecimiento en la rentabilidad fue la fuerte revalorización a la baja de las carteras de fondos después de la crisis. Al hacer estas actualizaciones del valor de sus empresas, los gestores fueron excesivamente pesimistas, por lo que las ventas de sus activos terminaron aportando más beneficio del esperado (Bain 2014 PE report 23).

6. Conclusión

La industria del capital riesgo, una de las más rentables de la últimas décadas, al menos en el sector financiero, ha sufrido enormemente durante los años posteriores al comienzo de la crisis. Sin embargo, en 2013 ha mostrado algunos brotes verdes que apuntan hacia la recuperación del *private equity*. La pregunta que inevitablemente surge de esta aparente vuelta a la normalidad es si la industria volverá en los años venideros a sus periodos de esplendor o si, por el contrario, la crisis de 2008 ha modificado la dinámica de la industria y apunta hacia una rentabilidad más moderada y sostenible.

Las inversiones, ya en el año 2009, sufrieron una caída masiva que hizo temblar los cimientos del capital riesgo. La incertidumbre y los sucesivos contratiempos económicos a los que se enfrentó Europa fueron los principales motivos por los que la cifra de las inversiones no conseguían remontar el vuelo. El año 2013, que debía haber supuesto un punto de inflexión por la fortaleza económica que mostró el continente, tampoco manifestó la recuperación que se esperaba. Irónicamente, la mejora económica disparó los precios de adquisición de las compañías, medidos en términos de la ratio “valor empresa/EBITDA” hasta límites difíciles de asumir por los gestores del capital riesgo.

Algunas de las posibles causas del aumento en precios son:

- Presión de los gestores por consumir los fondos existentes antes del fin de su periodo de inversión. Si no invierten la totalidad del capital comprometido por los inversores, lo más probable es que el siguiente fondo sea menor al haber perdido cierta confianza por parte de éstos. Esta situación desembocaría en una reducción de la capacidad inversora de los fondos, así como de las comisiones de gestión que constituyen los ingresos de las gestoras.
- Convicción de los gestores de que están invirtiendo en la fase baja del ciclo con unas expectativas de mejora en el EBITDA de las compañías tales que en uno o dos años la ratio “valor empresa/EBITDA” decrezca, reduciendo con ello el precio relativo de adquisición.
- Aumento en la disposición de los bancos y de los prestamistas del mercado de capitales al capital riesgo a suministrar mayores niveles de deuda,

medidos por la ratio “Deuda Financiera Neta/EBITDA”. Cuanta más deuda esté disponible, los gestores tendrán una mayor capacidad para pagar precios más altos y habrá una mayor contribución del apalancamiento a la generación de rentabilidad en las inversiones.

- Existencia de un gran número de competidores, que surgieron y captaron sus fondos en los años previos a la crisis, atraídos por los altos rendimientos de la industria, que compiten por las mismas inversiones.

Probablemente las causas en el encarecimiento de las transacciones haya que encontrarlas en una combinación de, al menos, varias de las anteriores.

Las desinversiones, que también habían tocado fondo durante la crisis, sí que sintieron los efectos de la recuperación parcial de la economía y en 2013, los gestores fueron capaces de vender sus activos a precios altísimos. Aunque presuntamente las ventas de unos fondos de capital riesgo a otros fondos de *private equity*, las llamadas operaciones secundarias, se estancaron por los elevados precios, otros canales de desinversión como las ventas a compradores estratégicos y, en especial, las salidas a bolsa, sí ofrecieron una gran oportunidad de desinversión. La fortaleza de las ventas a corporaciones se basa en que, durante la crisis, muchas empresas se desendeudaron y acumularon liquidez, con lo que tenían recursos para pagar mayores precios. Por otro lado, la bolsa sufrió un fuerte impulso por la altísima liquidez mundial, suministrada por los bancos centrales, que ha creado un entorno único para las salidas a bolsa.

Por otro lado, el rendimiento de los fondos de capital riesgo ha vuelto a mostrarse muy superior al de la renta fija y las inversiones en bolsa. Este hecho se une a la confianza que han mostrado los inversores en fondos de capital riesgo durante 2013 al volver a acercarse a los niveles de *fundraising* que existían antes de la crisis.

En general, esta seguridad que muestran los inversores hacia la industria sería razonable o no dependiendo del origen de la subida de precios. Si la razón radica en un mayor número de competidores, los altos precios de compra y venta deberían desembocar en una menor rentabilidad a la obtenida hace años, cuando los fondos invertían barato y desinvertían caro. Si la industria no fuera capaz de corregir este exceso de competidores, seguramente sería difícil recuperar el gran

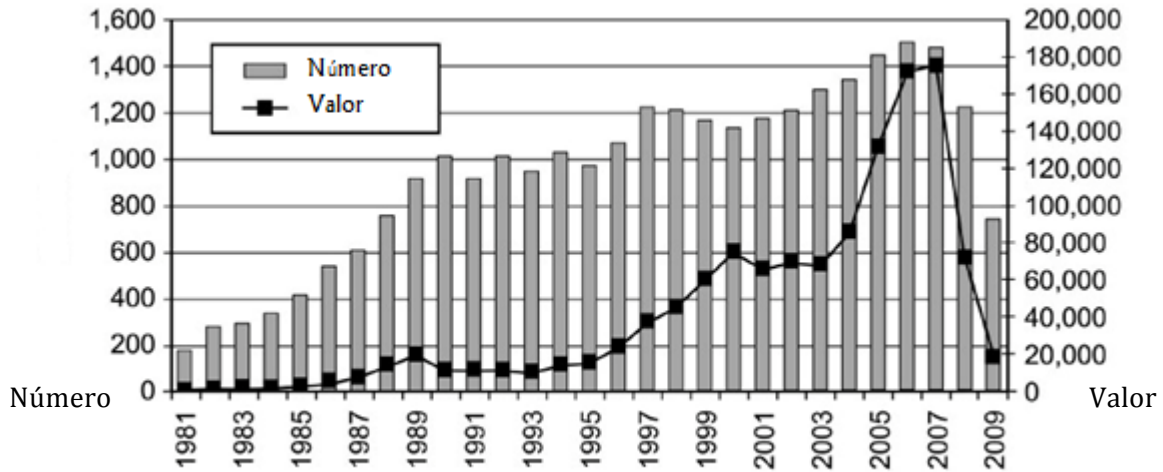
esplendor mostrado por el capital riesgo en los primeros años del siglo XXI. Por otro lado, si la causa es un mayor acceso a deuda duradero en el tiempo o que las inversiones están teniendo lugar en la fase baja del ciclo, lo más probable es que los fondos sean capaces de mantener los históricamente altos datos de rendimiento.

Lo que sí parece más claro en cuanto a la rentabilidad es que el bajo rendimiento de algunos gestores durante la crisis está limitando su capacidad para levantar nuevos fondos. Por lo tanto, la tendencia parece orientada hacia la desaparición de estos fondos y a una reducción de la competencia y de los precios al haber menos compradores. Por otro lado, en un entorno de precios altos, la vía más segura para obtener altas rentabilidades, y la que más valoran los inversores, es la capacidad de los gestores de mejorar la rentabilidad de las empresas en las que participan, también conocido como alfa. Este será probablemente el factor clave para los ganadores de la industria del *private equity* en el futuro.

Uno de los aspectos en los que este trabajo muestra cierta debilidad es en el análisis de la rentabilidad de los fondos. En el capital riesgo, una industria de ciclo plurianual, la rentabilidad exacta de una inversión no se sabe hasta la venta de la empresa, entre cuatro y seis años después de la compra. Por lo tanto, el análisis del rendimiento de las operaciones que se han realizado en los últimos años durante el periodo de la crisis será mucho más completo en el futuro, cuando ya se hayan cerrado todas las transacciones que están teniendo lugar en el momento. Por otro lado, la mayoría de los fondos de capital riesgo no cotizan en bolsa, por lo que hay cierta opacidad en cuanto a la exactitud de los datos de sus operaciones.

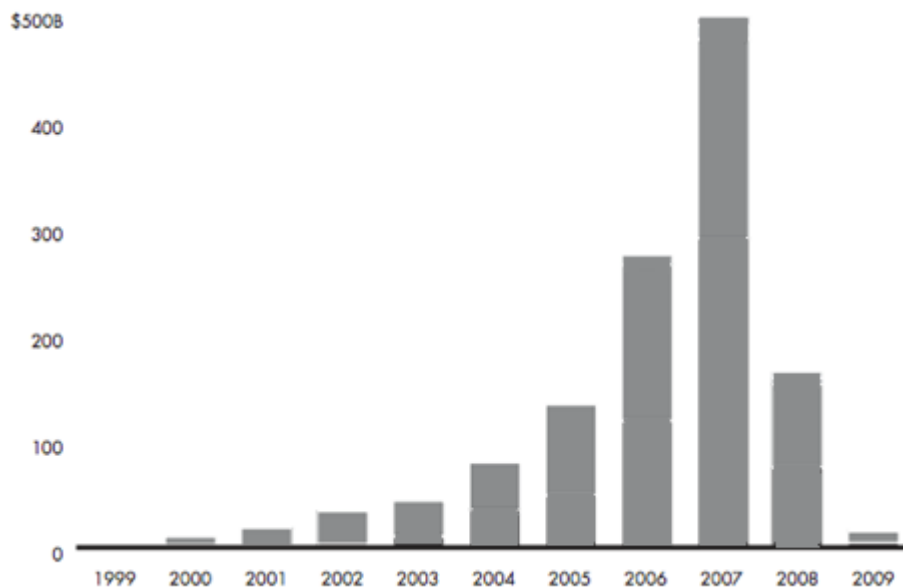
Anexos

Anexo 1: Valor (en millones de euros) y número de LBOs en Europa desde 1981 hasta 2009



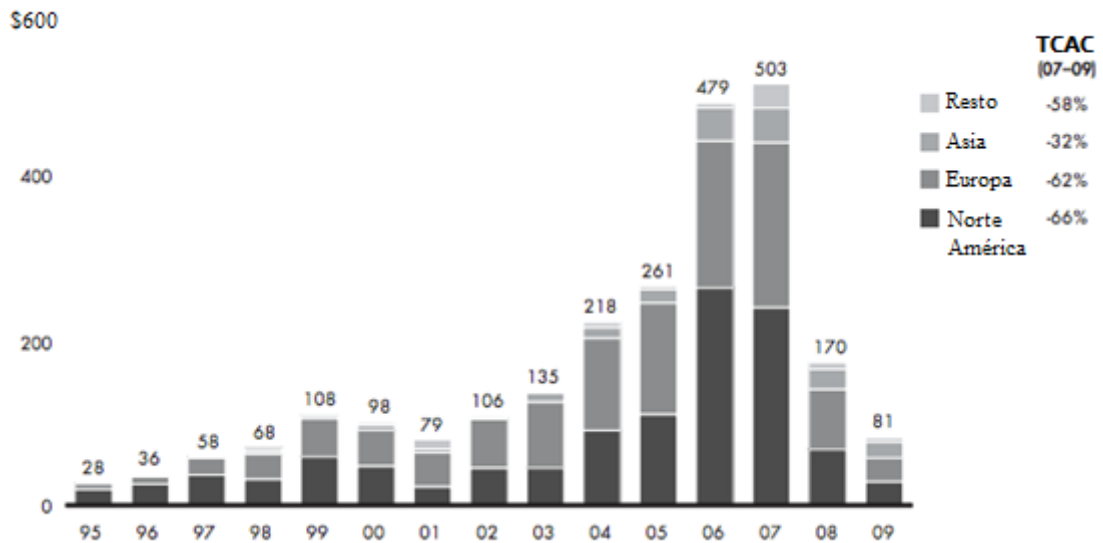
Fuente: <http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/leveraged-buyouts-and-recession?page=1>

Anexo 2: Emisión de deuda para transacciones LBO 1999-2009 (en miles de millones de dólares)



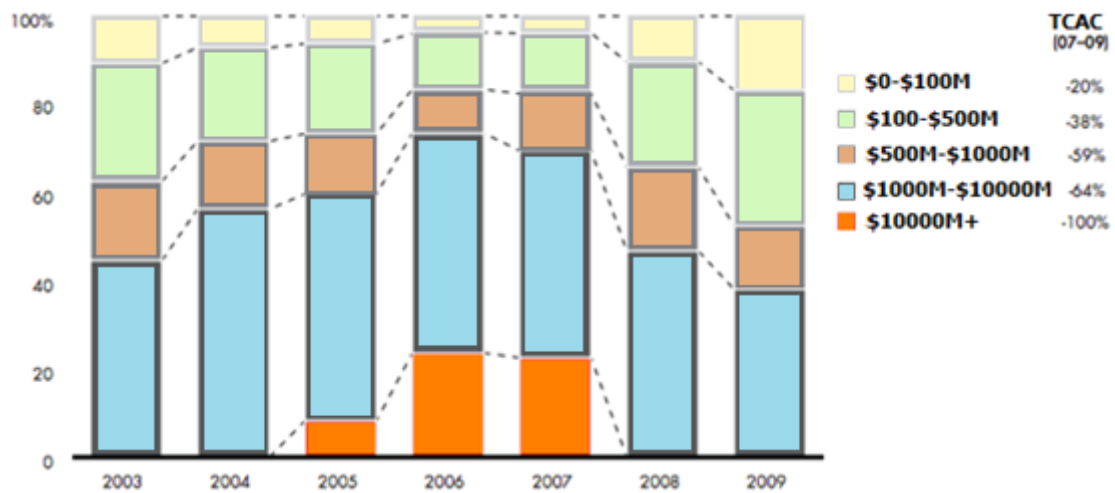
Fuente: Thomson Reuters
Elaboración propia

Anexo 3: Valor de operaciones LBO 1995-2009 (en miles de millones de dólares)



Fuente: Thomson Reuters

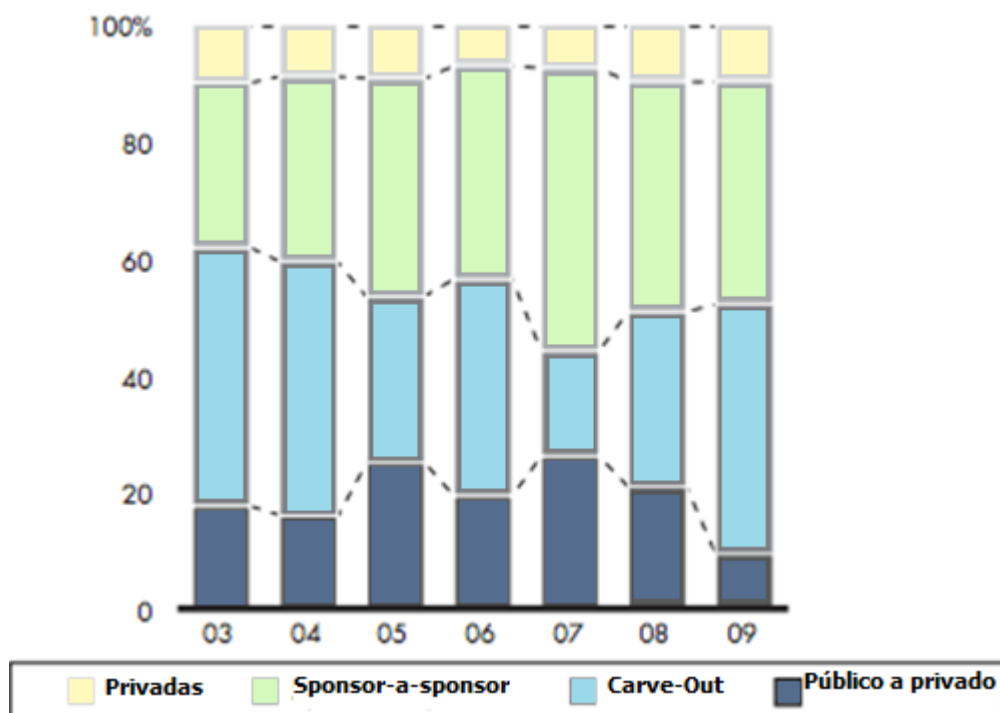
Anexo 4: Número de operaciones por tamaño 2003-2009



Fuente: Thomson Reuters

Elaboración propia

Anexo 5: Operaciones *buyout* por tipo de transacción 2003-09



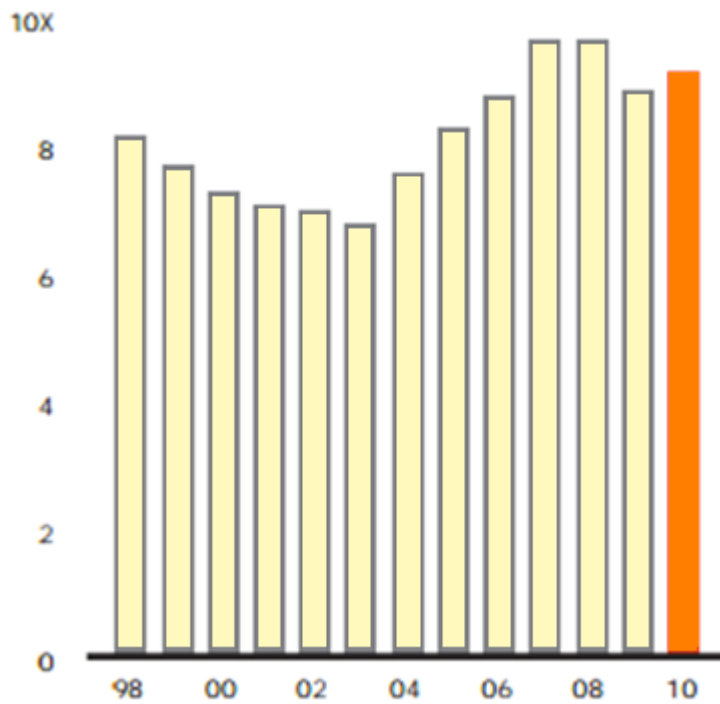
Fuente: Thomson Reuters
Elaboración propia

Anexo 6: Crecimiento de *buyouts* a nivel mundial 2009-10 por tamaño de operación

	TCAC (07-09)	TCAC (09-10)
<\$100M	-28%	1%
\$100-500M	-47%	79%
\$500-1.000M	-67%	474%
\$1.000-5.000M	-66%	226%
\$5.000-10.000M	-76%	1%
>\$10.000M	-100%	n/a

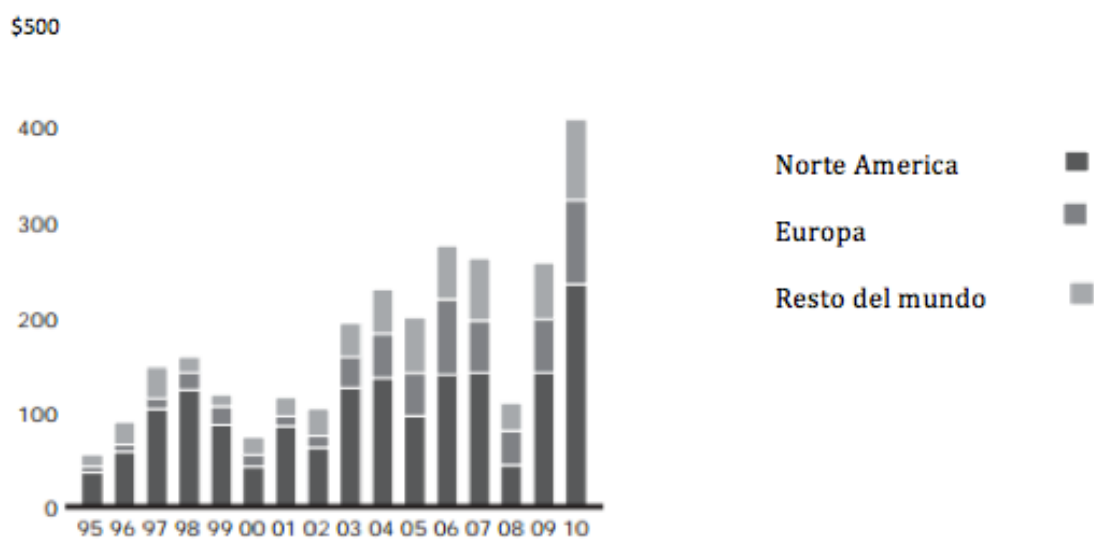
Fuente: Dealogic
Elaboración propia

Anexo 7: Múltiplos de compra de LBOs en Europa 2010 (xEBITDA)



Fuente: Bain 2011 PE report 6
Elaboración propia

Anexo 8: Emisión de bonos *high yield* 2010 (en miles de millones de dólares)



Fuente: Bain 2011 PE report 7

Anexo 9: Crecimiento global del valor de inversiones *buyout* por área geográfica 2009-2011

	TCAC (10-11)	TCAC (09-11)
Norte América	-5%	67%
Asia-Pacífico	32%	41%
Europa	-2%	58%
Resto del mundo	-13%	70%

Fuente: Dealogic
Elaboración propia

Anexo 10: Crecimiento de *buyouts* a nivel mundial 2009-11 por tamaño de operación

	TCAC (10-11)	TCAC (09-11)
<\$100M	-3%	3%
\$100-500M	-5%	33%
\$500-1.000M	-14%	116%
\$1.000-5.000M	-1%	80%
\$5.000-10.000M	158%	61%
>\$10.000M	n/a	n/a

Fuente: Dealogic
Elaboración propia

Anexo 11: Crecimiento de *buyouts* a nivel mundial 2009-12 por tamaño de operación

	TCAC (11-12)	TCAC (09-12)
<\$100M	-7%	0%
\$100-500M	-13%	15%
\$500-1.000M	-18%	56%
\$1.000-5.000M	14%	53%
\$5.000-10.000M	39%	53%
>\$10.000M	n/a	n/a

Fuente: Dealogic
Elaboración propia

Anexo 12: Crecimiento global del valor de inversiones *buyout* por área geográfica 2012-2013

	TCAC (12-13)
Norte América	24%
Asia-Pacífico	-2%
Europa	36%
Resto del mundo	-48%

Fuente: Dealogic
Elaboración propia

Anexo 13: Porcentaje de inversiones *buyout* en Europa por tipo de compra 2013

	2013
Privada	10%
<i>Sponsor-a-sponsor</i>	52%
<i>Carve-out</i>	35%
Público-a-privado	3%

Fuente: Base de datos de Bain
Elaboración propia

Anexo 14: Crecimiento global de la captación del capital riesgo por área geográfica 2009-2010

	TCAC (09-10)
Norte América	-19%
Asia-Pacífico	14%
Europa	-46%
Resto del mundo	34%

Fuente: Preqin
Elaboración propia

Anexo 15: Promedio del número de meses en cerrar un fondo 2004-2010

Año	Número de meses
2004	9
2005	11
2006	11
2007	12
2008	15
2009	18
2010	21

Fuente: Preqin
Elaboración propia

Anexo 16: Expectativas de los gestores de fondos de capital riesgo respecto a las desinversiones en Europa 2011

	Porcentaje
Gestores que planeaban vender al menos una empresa de su cartera	55%
Gestores que esperaban mejores condiciones en salidas a bolsa	80%
Gestores que esperaban mejores condiciones en ventas estratégicas a corporaciones	70%
Gestores que esperaban mejores condiciones en ventas a otros fondos de capital riesgo	70%

Fuente: Transatlantic Private Equity
Elaboración propia

Anexo 17: Crecimiento de *fundraising* por tipo de fondo en Europa 2011-12

	TCAC (11-12)
Buyout	12%
Venture	-24%
Inmobiliario	-3%
Distressed PE	10%
Otros	8%

Fuente: Preqin
Elaboración propia

Glosario

Alfa: se usa para cuantificar la rentabilidad que aporta un gestor por sus propias decisiones (selección de activos, momento de inversión, etc.).

Beta: la volatilidad de un activo comparada con la volatilidad del mercado. Este concepto implica que el valor de ciertos activos cambia solamente porque el valor del mercado cambia.

Bonos *high-yield*: bonos que tienen una calificación crediticia inferior a los bonos corporativos con grado de inversión y a los bonos del Tesoro. Debido al mayor riesgo de impago, estos bonos pagan un mayor rendimiento que los bonos de grado de inversión.

Dry Powder: liquidez de los inversores en el fondo que los gestores se han comprometido en invertir.

EBITDA: equivale a las siglas en inglés de beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

Fondos *buyout*: fondos dentro de la industria del capital riesgo que invierten en empresas establecidas mediante el uso de apalancamiento o deuda.

Fondos *venture*: fondos dentro de la industria del capital riesgo que invierten en “startups” o empresas muy “jóvenes” sin utilizar deuda

Fundraising: captación de fondos.

Leveraged Buyouts o *LBOs*: compra de activos usando apalancamiento.

Operaciones *carve-out*: operaciones consisten en que una empresa vende solamente una división de la compañía, que pasa a operar por su cuenta como una empresa independiente.

Operaciones *sponsor-a-sponsor*: operaciones entre fondos de capital riesgo.

Private Equity: capital riesgo.

Spread: palabra inglesa muy utilizada en el ámbito financiero que se refiere a la diferencia entre dos porcentajes.

Ventas estratégicas: ventas a corporaciones con intereses estratégicos.

Bibliografía

- Acanthus. *European Mid-Market Fundraising Review*. Rep. N.p.: n.p., 2013. Print.
- Akina. *Quo Vadis – Special Edition, European Private Equity*. Rep. N.p.: n.p., Jan. 2011. Print.
- Bain & Company. *Global Private Equity Report 2010*. Rep. N.p.: n.p., 2010. Print.
- Bain & Company. *Global Private Equity Report 2011*. Rep. N.p.: n.p., 2011. Print.
- Bain & Company. *Global Private Equity Report 2012*. Rep. N.p.: n.p., 2012. Print.
- Bain & Company. *Global Private Equity Report 2013*. Rep. N.p.: n.p., 2013. Print.
- "BC European Capital IX Closes at €6.5bn Hard-cap." *Www.unquote.com*. N.p., 21 Feb. 2012. Web. 16 May 2014.
- Brigham, Eugene F., and Joel F. Houston. *Fundamentals of Financial Management*. Mason, OH: South-Western, 2013. Print.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. *Essentials of Investments*. New York: McGraw-Hill / Irwin, 2010. Print.
- "Carve-Out Definition | Investopedia." *Investopedia*. N.p., n.d. Web. 15 Feb. 2014.
- Dunkley, Dan. "Bridgepoint Secures Extra Time on 2008 Fund." *Financial News*. N.p., 15 Aug. 2013. Web. 15 May 2014.
- Ernst & Young, *2010 Global Private Equity Watch*. Rep. N.p.: n.p., 2010. Print.
- Ernst & Young, *2012 Global Private Equity Watch*. Rep. N.p.: n.p., 2012. Print.
- Ernst & Young, *2013 Global Private Equity Watch*. Rep. N.p.: n.p., 2013. Print.
- Ernst & Young, *2014 Global Private Equity Watch*. Rep. N.p.: n.p., 2014. Print.
- "High-Yield Bond Definition | Investopedia." *Investopedia*. Web. 15 Feb. 2014.
- MacDonald, George. "New Look Board Meets as Doubts Rise over IPO." *Drapers*. N.p., 12 Feb. 2010. Web. 15 May 2014.
- Preqin. *Preqin Special Report: European Private Equity*. Rep. N.p.: n.p., Mar. 2012. Print.
- Primack, Dan. "Private Equity Deals." *CNNMoney*. Cable News Network, 20 June 2012. Web. 15 May 2014.
- "Private Equity desde 2009 al presente." Entrevista personal. 10 Jan. 2014.
- Talmor, Eli, and Florin Vasvari. *International Private Equity*. Chichester: Wiley, 2011. Print.