



ICADE BUSINESS SCHOOL

MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS

LA IMPORTANCIA DEL PRIVATE EQUITY COMO MECANISMO DINAMIZADOR DE FINANCIACIÓN

Una aproximación al desarrollo y expansión de las empresas a través
de operaciones de Buy Out

Autor: Alfonso del Río Fontanillo

Director: Luis Garvía Vega

Madrid

Julio 2015

Alfonso
del Río
Fontanillo

LA IMPORTANCIA DEL PRIVATE EQUITY COMO MECANISMO DINAMIZADOR DE FINANCIACIÓN



1. INTRODUCCIÓN.....	5
1.1. LA RELEVANCIA DEL PRIVATE EQUITY	5
1.2. OBJETIVO DEL ESTUDIO	5
1.3. METODOLOGÍA	5
2. APROXIMACIÓN ACADÉMICA AL PRIVATE EQUITY.....	7
2.1. DEFINICIÓN	7
2.2. ANTECEDENTES DEL MERCADO DE PRIVATE EQUITY	7
2.3. TIPOLOGÍA DE LAS OPERACIONES	8
2.3.1. Operaciones según la estrategia.....	8
2.3.2. Operaciones según la naturaleza.....	9
2.4. EL MODELO DE NEGOCIO. TIPOS DE SOCIEDADES.....	10
2.4.1. La Sociedad de Capital Riesgo.....	10
2.4.2. La Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo	10
2.5. ETAPAS DURANTE LA VIDA DE UN FONDO DE PRIVATE EQUITY.....	10
2.5.1. Fundraising	11
2.5.2. Inversión en participadas.....	11
2.5.3. Gestión de las inversiones.....	12
2.5.4. Desinversión y salida.....	13
2.6. ETAPAS DURANTE LA TRANSACCIÓN DE UNA EMPRESA PARTICIPADA.	13
2.6.1. Elaboración de un Plan de Negocio.....	13
2.6.2. Estructura de capital.....	14
2.6.3. Valoración de la empresa.	14
2.6.4. Establecimiento del precio.....	15
2.6.5. Salida	15
2.7. FUENTES DE FINANCIACIÓN.....	15
2.7.1. Deuda Senior.....	15
2.7.1.1. Préstamos Sindicados	15
2.7.1.2. Club Deal.....	15
2.7.2. Deuda Mezzanine	16
2.7.3. Préstamo Participativo	16
2.7.4. Bonos High Yield	17
2.7.5. Vendors Loan/Vendors Finance	17
3. ANÁLISIS DEL MERCADO DE PRIVATE EQUITY	18
3.1. ESTRUCTURA DEL MERCADO ORGANIZADO	18
3.1.1. Inversores.....	18
3.1.2. Fondos de Inversión. Intermediarios.....	18
3.1.3. Empresas con necesidades de financiación	18
3.2. EL CRECIMIENTO DE LOS INVERSORES INSTITUCIONALES	19
3.3. EL PAPEL DEL INVERSOR (LIMITED PARTNER).....	19
3.4. LA RELACIÓN ENTRE EL FONDO Y LAS EMPRESAS PARTICIPADAS	20
3.4.1. Incentivos de rendimiento.....	20
3.4.2. Mecanismos de control.....	21
3.5. LA RELACIÓN ENTRE EL FONDO Y LOS INVERSORES INSTITUCIONALES.....	21
3.5.1. Incentivos de rendimiento.....	22
3.5.2. Mecanismos de control.....	22
4. ESTUDIO SOBRE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE BUY OUT.....	23
4.1. PRINCIPALES CLAVES SOBRE LA RENTABILIDAD	23

4.2.1. Retribución fija. (Management fees).....	25
4.2.2. Retribución variable.....	26
4.2.2.1. Carried Interest.....	26
4.2.2.2. Transaction fees.....	27
4.2.2.3. Monitoring fees	27
5. ANÁLISIS DE UN CASO REAL DE UN FONDO DE PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA (MAYO 2015).....	28
5.1. INTRODUCCIÓN Y OBJETIVO	28
5.2. ANÁLISIS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA ESPAÑOLA	28
5.3. ANÁLISIS DEL MERCADO DE PRIVATE EQUITY ESPAÑOL.....	30
5.3.1. Inversión.....	30
5.3.2. Desinversión.....	30
5.3.3. Captación de fondos	31
5.4. SEGUIMIENTO DE LA CARTERA DE INVERSIÓN.....	32
5.4.1. Sumario y composición de accionistas.....	33
5.4.2. Valor añadido y principales logros hasta la fecha	33
5.4.3. Resumen de negocio	33
5.4.4. Valoración y salida.....	34
5.5. EVALUACIÓN DEL FONDO EN TÉRMINOS GENERALES	35
6. CONCLUSIONES.....	36
7. GRÁFICOS.....	38
8. TABLAS.....	39
9. REFERENCIAS	40

1. INTRODUCCIÓN

1.1. La relevancia del Private Equity

Los fondos de Private Equity juegan un creciente e importante papel como intermediarios financieros además de su relevante incidencia en el día a día de las empresas financiadas, desempeñando su labor en los equipos directivos y como asesores con intención de desarrollarlas e incrementar su valor.

Este sector maneja aproximadamente un trillón de dólares de capital. Las dos terceras partes de este capital están gestionadas por fondos de Buy Out, donde el apalancamiento puede multiplicar el tamaño de la inversión en tres o cuatro veces el capital aportado. En los principios del siglo XXI, estos fondos de Buy Out son responsables de cerca de un cuarto de toda la actividad de fusiones y adquisiciones mundial. (Metrick, Yasuda, 2007).

A pesar de la importancia significativa que tiene en nuestro entorno actual el desarrollo de las Finanzas Corporativas, una parte de las mismas, el Private Equity, recibe menos atención en la prensa financiera y en la literatura académica. Esta falta de atención se debe principalmente a la naturaleza del instrumento en sí mismo, ya que la información acerca de este tipo de operaciones es limitada y el análisis de nuevos desarrollos en este sector es bastante complicado debido a la privacidad que le caracteriza, ya que no requiere los mismos mecanismos de publicidad que sí son necesarios en operaciones que se realizan con empresas cotizadas.

1.2. Objetivo del Estudio

El objetivo de esta investigación es reflejar el panorama del sector de Private Equity en la actualidad aportando datos de relevancia para comprender y valorar las diferentes operaciones que se realizan en este mercado y sus principales características.

Este artículo presenta un análisis económico del mercado de Private Equity. En particular detalla cómo los contratos que se realizan en este sector pueden solucionar muchos de los inconvenientes relacionados con la selección de inversiones y los problemas de agencia que pueden tener los inversores a la hora de decidir aportar capital a una pequeña o mediana empresa.

Se analiza la evolución actual que tienen los fondos de Private Equity (prestando especial atención a las operaciones de Buy Out) para generar rentabilidad y cuál es la forma que tienen los gestores de los mismos (General Partners) de obtener beneficio mediante una aproximación a la estructura de honorarios que aplican y que difieren notablemente del esquema de comisiones que reciben los gestores en un fondo de inversión tradicional.

1.3. Metodología

Este estudio consta de cuatro secciones claramente diferenciadas que permiten aportar una visión de las características del Private Equity y de su aplicación práctica.

En la primera sección se abordarán los elementos principales que definen la organización de este mercado, sus características, su tipología y demás particularidades del sector, estructurando el contexto en el que se desarrolla este mecanismo de financiación.

La segunda sección refleja la estructura de este mercado organizado y las particularidades propias de la relación entre los intervinientes en las operaciones de Private Equity analizando los mecanismos de control existentes entre inversores, gestores del fondo y empresas financiadas para llegar a considerar este tipo de operaciones como un éxito de gestión y una alternativa a la financiación bancaria.

En relación a la tercera sección, se analiza la especificidad y evolución de la estructura de honorarios que obtienen los gestores de los fondos de Private Equity, en concreto los referidos a operaciones de Buy Out y su influencia en el aumento de la rentabilidad de las empresas participadas y en consecuencia mayor retorno para los inversores, haciendo un comparativo con las operaciones de Venture Capital.

Por último, en la cuarta sección, con el objeto de realizar una aproximación a las claves estudiadas en las secciones precedentes, se aporta un ejemplo práctico de un caso real destacando las características reflejadas en el análisis previo, aportando información sobre la manera que tiene un fondo de Private Equity de hacer el seguimiento de la rentabilidad de las participadas con los inversores, los datos relevantes y la forma en la que se refleja el beneficio. Para ello se ha contado con los datos reales (a fecha de Mayo de 2015) de un relevante fondo de Private Equity español, y un inversor institucional (Limited Partner) y que dada la estricta confidencialidad de este mercado y las inversiones (que actualmente están en curso) hace que cada vez que se aluda a esta información, nos refiramos a ellos como “El Fondo” y “El Inversor” respectivamente.

2. APROXIMACIÓN ACADÉMICA AL PRIVATE EQUITY

2.1. Definición

El Capital Riesgo según la ley 25/2005, de 24 de Noviembre que regula las entidades de Capital Riesgo, se define como: “Las entidades de Capital Riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de Bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Asimismo se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de Capital Riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de Marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas”.

La gran aportación de las empresas de capital riesgo es que proporcionan, aparte de capital para la inversión, una gestión de profesionales con mucha experiencia y una gran red de contactos con posibles Inversores Institucionales que permiten incrementar el valor de una empresa llevándola a obtener grandes beneficios. Es un mecanismo de financiación capaz de aportar recursos a las pequeñas y medianas empresas con el fin de ayudar a la entidad en su etapa de nacimiento, despegue, maduración o expansión.

Hay que hacer una primera aproximación a las diferencias sustanciales que nos podemos encontrar entre dos grupos diferentes de inversiones de Capital Riesgo, el Venture Capital y el Private Equity. La diferencia radica en el tamaño de la inversión y el grado de madurez de las empresas en las que se va a invertir.

El Venture Capital se refiere a inversiones que se realizan durante las fases tempranas. Se trata de inversiones en empresas que pertenecen a sectores de elevado crecimiento que normalmente están relacionados con la tecnología (aunque no siempre es el caso).

El Private Equity aborda todas las operaciones que implican una participación del inversor en el capital de una empresa que no cotiza en bolsa teniendo como uno de sus pilares fundamentales que se trate de una inversión de carácter temporal. Aunque el término Private Equity engloba todo este tipo de inversiones, se utiliza para referirse mayoritariamente a operaciones que se realizan en fases avanzadas del ciclo de vida de la empresa. Este tipo de empresas suelen pertenecer a sectores tradicionales con mercados que tienen un crecimiento normal o reducido. (Alemany, 2004).

2.2. Antecedentes del mercado de Private Equity

El origen del Capital Riesgo se sitúa después de la II Guerra Mundial en Estados Unidos como una manera que tenían las familias pudientes para recuperarse invirtiendo sus ahorros en negocios prósperos, apoyando el desarrollo de nuevas empresas. En esa década se crea la primera sociedad de capital riesgo con inversores cualificados denominada American Research

& Development Corporation (ARDC) creada en 1946. Estas nuevas sociedades surgieron al albur de la promulgación de la Ley de Inversión en Pequeñas empresas de 1958, que otorgaba beneficios y créditos a bajo coste a aquellas sociedades que aportaran recursos de forma temporal a pequeñas y medianas empresas. La primera gestora fue Draper Gaither & Anderson fundada en 1958. El arranque definitivo de este tipo de inversiones se produce a finales de los años 70 cuando los Fondos de Pensiones comienzan a invertir en este tipo de vehículos gracias a que se hizo una clarificación de la ley ERISA.

La primera vez que surge el capital riesgo en España a la vez que en Europa, es más tardía que en Estados Unidos. En 1972 aparece en España la primera entidad de Capital Riesgo denominada Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia, que recibía inyecciones de capital que procedían de entes públicos con el fin de mejorar las empresas de la Comunidad.

A partir de los años 90, se produce un cambio radical, aparecen sociedades de capital privado con un modelo de negocio mucho más cercano al de los países de nuestro entorno. Aunque a finales de los noventa e inicios del 2000, con la burbuja tecnológica, el modelo de financiación de Private Equity se ve fuertemente dañado.

Actualmente, después de unos buenos años para el Capital Riesgo con grandes operaciones apalancadas, este mundo se encuentra en estado de actualización y reorientación cobrando mayor valor las empresas semilla o Start-Up e incrementando su presencia en sectores de energías renovables y en sectores tecnológicos.

2.3. Tipología de las operaciones

Según Revello de Toro (2013) y Martí (2012), atendiendo al ciclo de vida de la empresa podemos clasificar el capital riesgo en diferentes categorías.

2.3.1. Operaciones según la estrategia

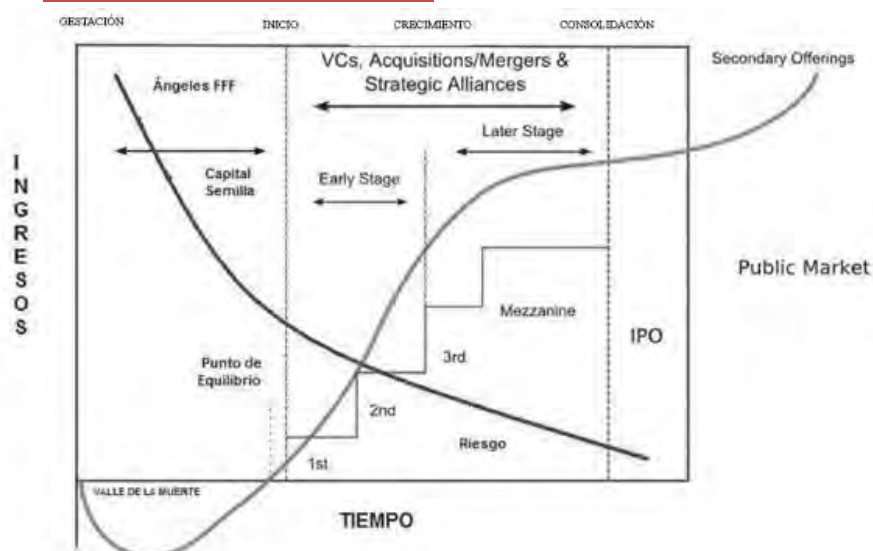
Capital Expansion: La estrategia en esta clase de operaciones, es desarrollar el crecimiento del proyecto. Esto implica que si el EBITDA aumenta, se genera valor, pero esto puede ser consecuencia de un crecimiento de ventas o de mejoras operativas que permitan mayor margen de EBITDA. (Si el crecimiento de EBITDA viene explicado principalmente por mejoras operativas, la inversión se conoce como Capital Reestructuración).

Build-ups: Son operaciones que consisten en adquirir una empresa que se encuentra en un sector muy atomizado (muchas pequeñas empresas), así desde aquí se van adquiriendo otras empresas del sector para ir integrándolas en la empresa original. El valor se obtiene por las sinergias que se generan en las adquisiciones. La adquisición se realiza a múltiplos bajos, y el múltiplo de desinversión a la salida es elevado siendo superior para una empresa que genera 100 millones de euros en ventas, que para una empresa que genera 20 millones de euros.

Start up: Son compañías de reciente creación pero con grandes posibilidades de crecimiento y desarrollo. Suelen ser empresas que han sido promovidas por individuos de carácter emprendedor que son capaces de generar empresas con un componente innovador que puede afectar a la tecnología, a la calidad, a la distribución, etc. Aparecen como una idea sobre un negocio inexistente que puede generar diferenciación atrayendo a fondos de Private Equity. Este tipo de negocios son los implementados por la figura del Venture Capital.

Semilla (Seed): Se refiere a aquellas empresas que requieren una aportación de recursos pero que se encuentran en una fase anterior al inicio de la producción. Suelen ser proyectos tecnológicos que quieren materializar su idea pero que no han entrado en fase de comercialización ni producción. La aportación de capital la suelen hacer los Business Angels.

GRÁFICO 1. CICLO DE VIDA DEL CAPITAL RIESGO



Fuente: Cadullo 1999. www.scielo.org

2.3.2. Operaciones según la naturaleza

LBO (Leveraged Buy Out): Es una compra apalancada. Las empresas que son objetivo de un LBO son aquellas cuyos flujos de caja son bastante predecibles y que cuentan con gran facilidad de convertir el EBITDA en caja disponible para poder pagar el servicio de la deuda (este servicio de la deuda incluye el pago de intereses, comisiones y amortización del principal) que se llama Cash Conversion. En este tipo de operaciones se genera valor ya que se produce un repago alto de la deuda con esta caja generada, por lo que el valor del Equity aumenta considerablemente.

MBO (Management Buy Out): Es la adquisición de una empresa por parte de un fondo de Capital Riesgo conjuntamente con el equipo directivo. En España, estas son las operaciones más habituales y es clave en la decisión de inversión conocer el equipo directivo con el que se va a ejecutar el plan de negocio.

MBI (Management Buy In): Es similar a la operación anterior, pero con una diferencia, se sustituye al equipo directivo por otro externo. Se da en los casos en los que el fondo de Private Equity tiene la posibilidad de contar con un equipo directivo que tenga un buen Track-Record y experiencia en ese sector que les está interesando. Estos directivos abandonan su empresa y se unen al proyecto ya que les ofrecen grandes incentivos para hacerlo. Debido a la alta complejidad de estas operaciones es menos habitual en España.

LBU (Leveraged Build Up): Consiste en la compra de una empresa para utilizarla como entidad catalizadora de una serie de adquisiciones tendientes a lograr un crecimiento rápido. Las adquisiciones se apoyan en un importante recurso al endeudamiento.

Secondary Buy Out: Son operaciones de compra apalancada en las que tanto el comprador como el vendedor son fondos de Capital Riesgo

Owners Buy Out: Consiste en operaciones en las que algún accionista o grupo de propietarios de la empresa, con funciones ejecutivas, adquieren mayor participación de la que poseían.

Buy In Management Buy Out (BIMBO): Operaciones Management Buy Out en las que el equipo gestor de la compañía adquirida se refuerza por un equipo externo, convirtiéndose ambos, en accionistas de la empresa.

Public to Private: Transacciones consistentes en la adquisición de una empresa que cotiza en un mercado organizado para su posterior exclusión de negociación mediante una oferta pública de adquisición por el 100% de las acciones.

2.4. El modelo de negocio. Tipos de sociedades.

2.4.1. La Sociedad de Capital Riesgo

La sociedad de Capital Riesgo es una sociedad anónima que invierte sus propios recursos en una cartera formada por participaciones minoritarias en empresas no cotizadas (empresas no financieras o Pymes innovadoras), aportando un valor añadido en forma de apoyo gerencial. No suele tener una duración limitada y pueden incrementar sus recursos mediante ampliaciones de capital. Sus gestores suelen ser asalariados, incentivados con participaciones en los resultados de su gestión.

2.4.2. La Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo

La Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo es una sociedad anónima cuyo objeto social es la administración y gestión de fondos de Capital Riesgo y de activos de Sociedades de Capital Riesgo. Está constituida por un grupo de especialistas con experiencia y prestigio en esta actividad financiera. Su labor consiste en la creación, promoción y gestión de fondos a cambio de una cantidad fija más una participación en las plusvalías que se produzcan en las desinversiones.

Como actividad complementaria, estas sociedades pueden encargarse de tareas de asesoramiento de empresas que estén vinculadas al ejercicio de su actividad principal.

La dirección y administración de los fondos de Capital Riesgo se rige por lo dispuesto en el Reglamento correspondiente a cada fondo, debiendo recaer necesariamente en una Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo o en una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva. Los fondos de Capital Riesgo son los vehículos de inversión y están limitados en el tiempo, así que cuando finaliza el plazo del fondo, éste debe ser liquidado.

2.5. Etapas durante la vida de un fondo de Private Equity

Gompers y Lerner (2001) analizaron las etapas de la vida de un fondo usando el esquema del ciclo seguido por el dinero. Este ciclo comienza con el levantamiento de capital (fundraising),

que se trata de un proceso largo en el que los inversores comprometen una serie de cantidades que serán invertidas por los gestores de Capital Riesgo. El ciclo continúa con el proceso de inversión en la empresa, en el que realiza el análisis, negociación, cierre de la operación, monitorización y control. Se sigue con el proceso de añadir valor a través de la gestión de las inversiones y finalmente se cierra el ciclo con la venta de las acciones de la empresa participada.

2.5.1. Fundraising

Es la etapa de creación de un vehículo de inversión de capital nuevo. Se necesita captar fondos y crear un compromiso. Para ello hay que atraer a los posibles inversores ofreciendo unos rendimientos de inversión superiores a los que ofrece el mercado financiero. Por este motivo, el Capital Riesgo ofrece un gran atractivo cuando las rentabilidades de los mercados financieros son bajas, por ejemplo, en la coyuntura actual en la que los bonos están ofreciendo rentabilidades negativas.

Entre las fuentes de financiación en Capital Riesgo, nos encontramos con los familiares y amigos, es lo que en la jerga del sector suelen llamar FFF (Family, Friends and Fools), ya que aunque es una fuente de financiación fácil, suele provocar problemas a la hora de gestionar y elegir las empresas participadas de la cartera, ya que si la inversión fracasa, puede generar problemas de carácter personal o familiar.

Otra fuente son las asociaciones de particulares que reúnen su capital y sus conocimientos para invertir en fondos de Capital Riesgo. Suelen ser personas cualificadas que entienden los riesgos que conllevan este tipo de inversiones y la forma de crear valor.

Por último nos encontramos con otro tipo de inversores (llamados institucionales) que son empresas aseguradoras, bancos, fondos, etc, que invierten en un fondo de Capital Riesgo con el objetivo de diversificar sus carteras, apoyar el tejido empresarial y por supuesto, obtener altas rentabilidades.

La creación de una buena idea de negocio es clave en esta etapa porque es fundamental para atraer el capital. Es muy importante definir el negocio y establecer una estrategia de crecimiento clara. Además el prestigio y conocimiento de los gestores de Capital Riesgo (su Track Record) hará más fácil conseguir una buena acumulación de capital en la creación del fondo.

2.5.2. Inversión en participadas

La clave para iniciar un proceso de inversión es saber crear valor. Hay que buscar las oportunidades de negocio y saber aprovecharlas. Esta etapa da comienzo con el estudio y el análisis de las oportunidades de inversión de la forma más exhaustiva posible ya que puede ser determinante para el éxito de la inversión.

Se tienen en cuenta diversos factores como el ciclo de la empresa, su fase de desarrollo, el sector, los competidores, el plan de negocio, el equipo directivo y otros aspectos.

En Private Equity es necesario saber cuál será la estrategia de entrada y salida, las relaciones entre los inversores y el equipo directivo y conseguir que se involucren todos los participantes

de la operación. Hay que evaluar el tiempo que va a durar la inversión y conseguir un buen proceso de negociación que facilite un plan de negocio.

Una vez realizada la inversión es necesario hacer un seguimiento y control periódico de los resultados de la empresa, para ello se suele utilizar la inversión por etapas (especialmente en caso de empresas innovadoras) ya que hay que controlar el riesgo.

Según Wang Zhou (2002) la financiación por fases, además de reducir el riesgo permitiendo invertir en fases más tardías, desempeña un papel muy importante a la hora de instar al emprendedor a dedicar el mayor esfuerzo posible al proyecto. En la inversión por etapas, los gestores del fondo no invierten todo el dinero que necesita la empresa en el primer momento. La aportación total se divide en diversas fases que se llaman rondas de financiación y que están ligadas a la consecución de una serie de hitos por parte de la empresa financiada. Cuando consiguen estos objetivos se está reduciendo el nivel de riesgo. Siempre que se cumplan estos hitos, la valoración en cada ronda adicional se va incrementando.

Según un estudio de Dávila (2001), la financiación por etapas afecta a la estrategia de crecimiento de las empresas. Cuando reciben esta modalidad de financiación, los recursos financieros desempeñan un papel dinámico que va cambiando a lo largo de la vida de la empresa. Además tiene impacto en la visión que tienen los inversores sobre el desarrollo de las participadas y de los gestores de los fondos ya que abrir nuevas rondas de financiación implica que se están consiguiendo objetivos y por lo tanto que hay éxito en el desarrollo de la empresa, lo que llevará a un mayor beneficio.

2.5.3. Gestión de las inversiones

La gestión de una empresa participada de un fondo de capital riesgo persigue el incremento de valor a través de implementar una serie de mejoras. Se puede resumir en tres fases durante el periodo de inversión. (Revello de Toro, 2013).

Plan de Toma de Control: Este plan se refiere a las acciones que se llevan a cabo en el momento en el que se compra la participada con el fin de que comience el proyecto. Estas acciones se refieren a cambios en el equipo directivo de la empresa, delimitación de responsabilidades corporativas, conocimiento del sistema interno de la participada y revisión de las condiciones contractuales entre otros.

Plan de los 100 días: Se refiere a la evaluación inicial de los fallos que se han encontrado en la empresa participada en el proceso de Due Diligence. Su objetivo implementar en un periodo a corto plazo, una batería de medidas como la revisión de los aspectos críticos del negocio, el desarrollo de sistemas clave para el buen funcionamiento y en definitiva igualar los objetivos finales de la empresa y del Private Equity.

Plan de gestión a largo plazo: Es un documento donde se detallan las principales acciones que se van a llevar a cabo a lo largo de la vida útil de la inversión. Las medidas que se aportan son de carácter estructural buscando mejorar la creación de valor de la empresa y optimizar la rentabilidad de la inversión. Se trata de implementar unas medidas que apoyen la expansión del negocio, la diversificación del producto, mejoras en el modelo de producción o en el modelo financiero por ejemplo.

2.5.4. Desinversión y salida

Las operaciones de Private Equity suelen tener un horizonte temporal de entre 5 y 10 años dependiendo del negocio o el sector. Es importante tener claro cuál va a ser el plan de salida de la inversión, ya que dependiendo de la empresa, el sector y los mercados se optará por un modelo u otro de desinversión.

Entre las principales estrategias de desinversión nos podemos encontrar:

Buy Backs: Consiste en la recompra de las acciones por parte de otros accionistas. Es un sistema útil para aquellos casos en los que es necesario desarrollar una empresa, pero los propietarios no quieren abandonarla. Este tipo de operaciones se realizan a través de la autocartera o con financiación a través de fondos ajenos.

Trade Sales: Este tipo de salida supone la compra de la empresa por otra compañía perteneciente al mismo sector. Las principales razones para hacer esto son la necesidad estratégica y la existencia de sinergias. Este tipo de empresas buscan desarrollarse desde un punto de vista industrial y convergen con los intereses financieros de un Private Equity que quiera dar salida a una inversión.

Secondary Buy Outs: Esta estrategia consiste en vender la empresa participada a otro fondo de Capital Riesgo. Al ser realizada entre dos fondos profesionales dedicados al mismo sector, se suele maximizar los plazos y el precio haciendo que este tipo de operaciones sean más ágiles.

Oferta Pública de Venta: Se refiere a la venta de acciones en un mercado organizado como la Bolsa. Cuando la empresa está suficientemente desarrollada, es una buena alternativa hacer la desinversión sacando sus acciones a Bolsa, que a su vez le dará acceso a mayor financiación y a mejores expectativas de crecimiento. Además, dentro de este tipo de salida se puede encontrar otra versión consistente en un proceso indirecto de salida a Bolsa mediante la fusión con una empresa cotizada.

Write off: Este tipo de salida se utiliza cuando nos encontramos ante operaciones en las que se reconoce que se va a perder totalmente la inversión. Se debe detectar a tiempo y proceder a la desinversión cuando es mayor el riesgo de pérdidas futuras que el valor mismo de la inversión.

2.6. Etapas durante la transacción de una empresa participada.

Valorar una compañía es un proceso complejo que requiere de una serie de fases que nos llevarán a la consecución de un precio final. Es necesario ser realista en el proceso de valoración ya que es un proyecto que se va a poner en marcha si la operación de compra sale adelante. Es necesario disponer de la mayor información posible de la empresa, no sólo los balances y cuentas de resultados, sino además, información del sector, de la industria, del producto, etc. (Revello de Toro, 2013).

2.6.1. Elaboración de un Plan de Negocio

Es el documento que analiza la oportunidad de negocio estudiando la viabilidad técnica, económica y financiera de la compañía desarrollando los procedimientos y estrategias necesarios para concretar un proyecto empresarial. Se debe recoger toda la información posible y establecer cuáles van a ser los objetivos. Es necesario evaluar el producto, la competencia y el mercado. Así como elaborar una predicción de gastos financieros.

2.6.2. Estructura de capital

Si el análisis del plan de negocio es favorable, se pasa a una evaluación de las necesidades financieras que va a requerir la empresa y verificar en qué elementos se van a emplear. Este estudio lo suele hacer el inversor del Private Equity que propondrá una solución financiera en función del riesgo del proyecto y la confianza en los conocimientos del emprendedor. Es imprescindible tener claro el tamaño de la operación y tener una idea del modelo de financiación.

2.6.3. Valoración de la empresa.

Se debe asignar un valor a la empresa, que no hay que confundir con el precio o su coste. El precio lo fijará la transacción si existe un comprador y un vendedor que se pongan de acuerdo. La compañía tendrá un determinado valor en función de su capacidad para generar beneficios futuros (Good Will) adicionales a lo que posee en un momento determinado. El valor de la empresa vendrá determinado por sus activos netos más el valor presente de sus beneficios futuros. Por lo tanto el análisis de la valoración de la compañía encontrará un valor justo, después de comparar la tendencias generales, en la valoración de las empresas que operan en el mismo negocio.

Según Alfonso Rojo (2010), uno de los métodos que se usan en la valoración de empresas de Capital Riesgo es el precio de la reciente inversión, que consiste en valorar la participada en función de la inversión que la Sociedad de Capital Riesgo hizo sobre la misma. Este valor de coste es limitado, ya que a medida que transcurre el tiempo, la capacidad de reflejar el valor de la inversión es menor.

Otro método es el múltiplo de beneficios, que calcula el valor multiplicando los beneficios por un número determinado de veces sobre la base de un ratio. El múltiplo que se selecciona se deja en manos del experto que debe considerar la idoneidad del mismo para el caso concreto.

El método de los activos netos se fundamenta en la valoración de los activos de la empresa. Es un método que es útil para compañías holding y empresas de inversión, ya que su valor deriva del que tienen sus activos más que de los beneficios que generan. También es útil para empresas con baja rentabilidad o que están en pérdidas.

El método de descuento de flujos de caja está basado en los rendimientos generados por la empresa e implica estimar el valor descontado de los flujos esperados. La ventaja de este método de valoración es que al basarse en los flujos de tesorería o rendimientos, es el que se adapta mejor a cualquier situación empresarial. El problema radica en tener que determinar el valor terminal y la tasa ajustada al riesgo del proyecto, que implica cierta subjetividad, por lo que es útil usarlo en paralelo con otros métodos de mercado.

Por último nos encontramos con el método de índice de referencia del sector, que se basa en que la rentabilidad de una empresa no variará la rentabilidad que ofrece el sector. Así, los inversores estarán dispuestos a pagar en función del nivel de facturación de la empresa o la cuota de mercado que represente.

El método de valoración más utilizado en la práctica es el descuento de flujos de caja (DCF). Aunque es común usarlo en contraste con métodos de comparación por múltiplos.

2.6.4. Establecimiento del precio

El valor es la cantidad obtenida tras un procedimiento técnico que viene respaldado por argumentos objetivos y contrastables. En cambio el precio es la cantidad de dinero que los compradores están dispuestos a pagar por un bien y que el vendedor considera adecuado para el mismo, por lo que surge de un proceso de negociación entre las partes.

2.6.5. Salida

En los procesos de Private Equity, al finalizar cada una de las etapas nos encontramos con una situación similar a la de cualquier compra-venta, la negociación. Es aquí donde se debe tener en cuenta un rango de valoración más o menos amplio derivado de un exhaustivo estudio y en base a diferentes escenarios o hipótesis. Con este rango de valoración se procederá a establecer una negociación del precio incorporando todos aquellos factores que no se han tenido en cuenta en la valoración metodológica.

2.7. Fuentes de financiación

Es necesario acceder al capital para posibilitar el crecimiento, por lo que las entidades públicas y privadas deben ayudar a las empresas para poder mantenerse operativas en los momentos más complicados. Las fuentes de financiación son la piedra angular del crecimiento y prosperidad de muchos negocios.

Cuando se tiene un proyecto de inversión atractivo con un buen plan de negocio y un equipo experimentado, en ocasiones es necesaria una financiación elevada y la oferta de inversores es reducida. En España se cuenta con empresas públicas y privadas que están destinadas a la inversión en compañías de nueva creación o a impulsar empresas maduras para poder favorecer la innovación y desarrollo.

Entre los organismos a los que se puede acudir para conseguir financiación, nos encontramos con CDTI (Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial), ICO (Instituto de Crédito Oficial), AXIS Participaciones Empresariales, INVEST in Spain, ENISA (Empresa Nacional de Innovación, S.A.), Entidades Financieras, ESBAN (Red Española de Business Angels), ASCRI (La Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) y el MAB (Mercado Alternativo Bursátil). (Revello de Toro, 2013).

2.7.1. Deuda Senior

La deuda senior es aquella facilitada por las entidades financieras. Se estructura de acuerdo a las necesidades de la operación de adquisición. Se articula de la siguiente manera.

2.7.1.1. Préstamos Sindicados

Se llega a un acuerdo de financiación con entre 2 y 3 entidades que se encargan de asegurar la operación en los importes y tramos establecidos. Estas entidades, posteriormente venden a otras entidades lo que se llama un ticket de deuda del préstamo sindicado, aumentando el pool de entidades entre 10 y 20.

2.7.1.2. Club Deal

En este caso no hay entidades que aseguren la operación. Se convoca un pool de bancos, se les presenta la operación y aquellos que les interesa participar comunican el importe y las condiciones a las que están dispuestos a entrar.

El proceso de Club Deal es mucho más lento ya que hay que ponerse de acuerdo con un gran número de entidades, pero es la forma más utilizada en la actualidad ya que hay muy pocos bancos que quieran correr el riesgo de asegurar un importe y luego tener problemas en la sindicación del préstamo.

2.7.2. Deuda Mezzanine

Es un tipo de deuda subordinada a la Deuda Senior tanto en garantías como en plazo. Normalmente permite apalancar la compra 1x veces EBITDA. Esto hace que si combinamos esta deuda con la deuda senior podemos alcanzar mayor apalancamiento. Además la carga financiera de la Deuda Mezzanine provoca un escudo fiscal, reduciendo el pago de impuestos (en caso de tener beneficio neto positivo), y por consiguiente hay más flujo de caja disponible para el servicio de la deuda senior.

La amortización es Bullet (es decir, el principal se devuelve a vencimiento), y con respecto al gasto financiero, por lo general, el 50% de los intereses son capitalizables a vencimiento (PIK) y el otro 50% pagables siempre que la compañía tenga caja para ello, de lo contrario se capitalizan a vencimiento, es decir Pay if you can (PIYC).

Los proveedores de este tipo de deuda son fondos especializados en este tipo de operaciones. Esta clase de deuda es usada por fondos de Private Equity o empresas de Middle Market que no tienen acceso a emisiones de deuda de High Yield (operaciones de menos de 300 millones de euros).

En un LBO financiado al 50% de Equity y al 50% de Deuda, la utilización de un tramo Mezzanine con un porcentaje del 15% (en sustitución del Equity) puede llegar a mejorar la TIR hasta un 5%.

Las principales características de la Deuda Mezzanine son:

- Repago del principal al vencimiento con un plazo entre 5 y 7 años.
- Gasto financiero: Euribor+ (12% - 13%).
- Tienen presencia en el Consejo de Administración de la empresa.

En la actualidad se está ampliando su utilización, ya que con la reducción del apalancamiento de la deuda senior, aumenta el importe del tramo de Deuda Mezzanine y a precios más baratos. Si antes entraban a partir de un apalancamiento superior de 4x -4,5x veces EBITDA, ahora entran con apalancamientos más bajos de 3x -3,5x veces EBITDA con lo que su riesgo es menor.

2.7.3. Préstamo Participativo

Tiene el mismo objetivo que la Deuda Mezzanine, que es aumentar el apalancamiento financiero. Contando con un 3,5x veces EBITDA en Deuda Senior, 1x EBITDA en Deuda Mezzanine y 1x EBITDA en Préstamo Participativo, se consigue aumentar sustancialmente el apalancamiento de la operación.

Son utilizados por los Private Equity para acometer su inversión con un mix de capital y Préstamo Participativo, ya que mejora la TIR de sus inversiones. El gasto financiero de estos préstamos no significa una salida de caja, ya que dicho gasto se capitaliza y se incorpora al

nominal del préstamo como más valor de este, pero es fiscalmente deducible con lo que se reduce el pago de impuestos.

2.7.4. Bonos High Yield

Consiste en emitir bonos para empresas que no tienen rating y se está utilizando bastante para la financiación de adquisiciones. Inicialmente se consigue financiación con Deuda Senior, pero con el compromiso de que en un año se cancelará por una emisión de bonos. Su vencimiento suele ser de entre 5 y 7 años con amortización Bullet y pago de intereses semestral o anual, con un coste de entre 7% y 8%. Este tipo de financiación es útil para operaciones de gran tamaño que superen los 300 millones de euros, y compite muy fuerte con la Deuda Mezzanine.

2.7.5. Vendors Loan/Vendors Finance

Es un préstamo que se solicita al vendedor, es decir, es un precio aplazado cierto. Al igual que el Préstamo Participativo, permite un endeudamiento adicional de 1x EBITDA.

Suele tener un carácter de financiación puente con un plazo de 18 a 24 meses, y en este plazo buscar un elemento de financiación sustitutivo. Su vencimiento es Bullet y el pago de intereses se capitaliza sobre el principal. Su coste se suele situar alrededor del 10%.

3. ANÁLISIS DEL MERCADO DE PRIVATE EQUITY

3.1. Estructura del mercado organizado

En el mercado de Private Equity, los Partnerships, son acuerdos en los que los socios directivos de un fondo de Capital Riesgo son denominados como General Partner, y los Inversores Institucionales se denominan Limited Partners.

Cada fondo de Capital Riesgo tiene un tiempo de vida limitado por contrato, generalmente 10 años. Durante los 3 primeros años, el capital del Limited Partner está invertido. A partir de ese momento, las inversiones son administradas y liquidadas gradualmente. Tan pronto como se produce la desinversión, se distribuyen las ganancias entre los Limited Partners en forma de dinero. Cada acuerdo está legalmente separado y se gestiona de manera independiente a los demás.

La mayoría de los fondos de Capital Riesgo suelen tener entre seis y doce senior managers que funcionan como General Partners. Además suelen emplear socios, que normalmente cumplen un ratio de uno por cada dos General Partners. Estos equipos de gente son personas especializadas en el sector con gran experiencia de inversión y gestión empresarial.

El mercado de Private Equity cuenta con tres principales actores, los inversores, los intermediarios y las empresas que requieren financiación.

3.1.1. Inversores

Los inversores más comunes suelen ser fondos de pensiones públicos y privados, fundaciones, bancos, SICAVs, compañías de seguros y banca de inversión. La mayoría de estos Inversores Institucionales optan por abordar esta clase de inversiones en Private Equity por motivos de rentabilidad, ya que esperan que el riesgo que toman se ajuste a los retornos que se ofrecen en este mercado de mejor manera que en otro tipo de inversiones, ya que el Private Equity cuenta con una diversificación que permite minimizar el riesgo. Otras razones que emplean estos Inversores Institucionales al optar por este instrumento es el aprovechamiento de economías de escala entre las inversiones en Private Equity y sus otras actividades, los bancos comerciales, por ejemplo, usan estas redes para ofrecer instrumentos de financiación a pequeñas y medianas empresas generándoles importantes oportunidades de negocio.

3.1.2. Fondos de Inversión. Intermediarios

A través de los acuerdos de inversión, los Inversores Institucionales se convierten en Limited Partners y un equipo especializado de Private Equity se convierte en General Partner. La mayoría de los General Partners son asociados en un fondo de Private Equity.

3.1.3. Empresas con necesidades de financiación

Las empresas en el mercado de Private Equity varían mucho en cuanto a tamaño y motivaciones para levantar capital, pero comparten algo en común, debido a que el mercado de Private Equity es una de las formas más caras de financiación, este tipo de empresas suelen ser aquellas que no pueden acceder fácilmente a la financiación a través de deuda o a través de los mercados financieros.

3.2. El crecimiento de los Inversores Institucionales

El mercado de Private Equity consiste en inversiones en empresas no cotizadas por parte de equipos profesionales. El crecimiento del Private Equity es un ejemplo de innovación organizacional que permite el desarrollo de determinadas empresas. El principal intermediario es el inversor institucional llamado Limited Partner, y los profesionales que gestionan el fondo de inversión con las diferentes aportaciones de los inversores institucionales, es lo que se denomina General Partner.

Según Stephen D. Prowse (1998), la importancia y crecimiento del Limited Partner como forma dominante de intermediación financiera es el resultado de las asimetrías de información y los problemas de incentivos en el mercado de Private Equity. Las ventajas de los Limited Partner están basadas en la forma en la que afrontan estos retos. El General Partner se especializa en buscar, estructurar y administrar las inversiones. Por otro lado los Limited Partners son los más activos accionistas que buscan el interés de la inversión procurándose mecanismos de control formal e informal dirigiendo estas compañías con el objetivo de cumplir sus intereses. Para ello emplean mecanismos contractuales y organizacionales para alinear los intereses del General Partner y del Limited Partner.

La principal razón del crecimiento explosivo de los mercados de Private Equity son las rentabilidades, que son muy superiores a las que se pueden conseguir en otro tipo de mercados. El mercado de Private Equity cuenta con mayor riesgo y es menos líquido que otros tipos de inversión, pero aquellos inversores institucionales que pueden soportar esta clase de riesgos y esta falta de liquidez, tienen en las rentabilidades que se ofrecen una mayor atracción.

3.3. El papel del Inversor (Limited Partner)

El éxito de este tipo de financiación y el fuerte crecimiento de los Limited Partners es paradójico. Ya que este tipo de fondos no es líquido durante la vida de la inversión, que en algunas ocasiones comprende hasta 10 años y durante este periodo, los inversores tienen muy poco control sobre el fondo. A pesar de ello, el gran aumento del número de Limited Partners sugiere que se produce un gran beneficio tanto para ellos como para las empresas en las que invierten.

El Private Equity se usa para financiar situaciones en las que los problemas en la empresa son especialmente severos. Para resolver esta situación, es necesario que los inversores hagan una Due Dilligence intensa y que consigan monitorizar al detalle cómo va la inversión después del desembolso inicial. Pero como son varias las compañías que acuden como Limited Partners, y todas ellas tienen expertos financieros, la solución es delegar estas actividades a un único intermediario, que potencialmente será más eficiente. La eficiencia de la intermediación dependerá, de cómo resuelvan los problemas entre los inversores últimos y los intermediarios. En el mercado de Private Equity, la reputación tiene un papel clave en la solución a este tipo de problemas, por los que es muy importante favorecer un buen Track Record, ya que de ello depende conseguir un buen levantamiento de fondos.

3.4. La relación entre el Fondo y las Empresas Participadas

El fondo suele recibir cientos de proposiciones de inversión cada año pero sólo un 1% de estos proyectos son seleccionados para la inversión. El éxito del fondo de Private Equity y de los General Partners es su habilidad para seleccionar los proyectos de forma eficiente. Esto no es fácil, y no es una ciencia, depende del criterio y experiencia que los General Partners han ido acumulando a lo largo de su trayectoria profesional gestionando empresas y actuando en el mercado de Private Equity.

Hay una fase inicial en la que se evalúan las propuestas y los proyectos de inversión, esto suele consumir poco tiempo, y el 90% de las posibles inversiones se rechazan. Las que consiguen pasar esta primera fase de escrutinio se someten a una segunda revisión en la que se emplean varios días. Se incluye información crítica que debe ser verificada y se revisan todas las hipótesis que se han realizado en el Plan de Negocio. Después de esto, la mitad de los proyectos suelen ser rechazados.

Aquellas propuestas que han superado estas dos primeras fases, se convierten en el objeto de una intensa Due Dilligence que puede llegar a durar hasta 6 semanas. Esto incluye visitas a las empresas, reuniones con los directivos, con empleados clave, con proveedores, etc. Además se cuenta con el apoyo de abogados, auditores y consultores del sector.

Una intensa Due Dilligence es necesaria porque si ésta es muy simple, no se dispondrá de suficiente información para hacer una evaluación adecuada de la inversión, ya que normalmente el equipo directivo de la empresa que busca financiación del Private Equity, cuenta con mucha más información que los posibles inversores. Esta asimetría en la información en connivencia con el hecho de que conseguir financiación a través del Private Equity es caro puede hacer que se generen problemas muy graves a la hora de apostar por una inversión y otra.

Para conseguir que los intereses de los inversores se alineen con los intereses del equipo directivo de la empresa existen una serie de mecanismos que pueden ser clasificados en dos categorías principales, incentivos de rendimiento y mecanismos de control de la empresa.

3.4.1. Incentivos de rendimiento

Los altos directivos de la empresa suelen tener grandes cantidades de acciones que implican gran parte de su compensación económica, pero con las sucesivas rondas de financiación, la participación de los directivos se diluye generando un problema entre los intereses del Private Equity y los de los directivos de la empresa. Una forma común de solucionarlo es mediante un Earn Out. Este acuerdo permite a los directivos incrementar su porcentaje de peso en las acciones de la empresa a costa de los inversores, siempre que se cumplan ciertos hitos de rendimiento en la empresa, es decir, las rondas de financiación se suceden siempre que la empresa cumpla los objetivos que requiere el Private Equity, y a cambio disminuyen la dilución de capital.

Otro mecanismo es otorgar al fondo de Private Equity acciones preferentes convertibles, que se refiere a acciones que tienen preferencia de cobro en caso de liquidación de la compañía, lo que reduce el riesgo de inversión. Y además de este modo, el equipo directivo tiene un

incentivo para procurar que los márgenes de la empresa sean lo más altos posible para que sus acciones estén bien valoradas.

Existen contratos con el equipo directivo para cubrir el riesgo de que en caso de que los directivos tomen excesivos riesgos que puedan poner en peligro el resultado de la empresa, éstos sean penalizados económicamente o incluso reemplazados.

El Envy Ratio es un mecanismo por el cual el equipo directivo invierte en unas condiciones más favorables que el Private Equity. Es decir, al equipo directivo le corresponde una participación superior en el capital del que le correspondería por su inversión.

3.4.2. Mecanismos de control

Un mecanismo de control es tener representación en el Consejo de Administración de la empresa, que permite monitorizar y evaluar el rendimiento de la firma y contribuir a la planificación estratégica del negocio. Los General Partners son extremadamente influyentes y unos efectivos directores externos. Aportan mucha información adquirida durante el proceso de Due Dilligence y una gran experiencia que se adquiere al participar en este sector y al haber hecho el seguimiento de muchas otras empresas similares en las que hayan tenido éxito.

En cuanto a los derechos de voto, en ocasiones, los inversores al tener una gran cantidad de acciones pueden tener excesiva influencia en la empresa. Para mitigar este efecto se suele determinar de manera razonable los tipos de acciones que hay y el tipo de derecho de voto que suponen.

Otros mecanismos de control se refieren a la inclusión de “covenants” en los contratos. Es decir una serie de cláusulas que permiten inspeccionar los libros contables de la empresa, recibir información periódica de la situación financiera, impedir que la compañía venda acciones, que se fusione o que se venda o firmar contratos de gran relevancia sin la aprobación del fondo de Private Equity.

3.5. La relación entre el Fondo y los Inversores Institucionales

A través de la inversión mediante un fondo de Private Equity en vez de hacerlo directamente en las empresas, los inversores (Limited Partners) delegan en el fondo (General Partner) la labor de estudio intensivo y la responsabilidad de seleccionar, estructurar, gestionar y dado el caso, liquidar las distintas inversiones del fondo. A pesar de ello, los inversores se preocupan de cómo es de efectivo el fondo de Private Equity y de la manera en la que salvaguarda sus intereses. Entre las maneras más comunes en las que el fondo de Private Equity (General Partner) puede favorecer sus propios intereses a expensas de los Limited Partners se encuentran ejemplos como no emplear suficientes esfuerzos en monitorizar y aconsejar a las empresas participadas, cobrar cuotas de administración excesivas, tomar riesgos de inversión indebidos o reservarse las inversiones más atractivas para ellos mismos.

Del mismo modo que en el apartado anterior, los Limited Partneres cuentan con dos mecanismos para hacer frente a estos problemas, incentivos de rendimiento y mecanismos de control.

3.5.1. Incentivos de rendimiento

La clave del fondo de Private Equity para mantenerse en el negocio es la reputación. Los General Partners deben conseguir inversores y levantar nuevos fondos de manera regular y los costes de conseguirlo son menores para aquellos fondos que cuentan con mejor reputación (con un buen Track Record).

Levantar un fondo de Capital Riesgo consume mucho tiempo y es costoso ya que implica presentaciones ante inversores institucionales y sus asesores que pueden durar desde dos meses a incluso todo un año, dependiendo de la reputación y experiencia del General Partner. Un Track Record favorable es muy importante porque indica bastante información acerca de la habilidad del General Partner para realizar inversiones y su preocupación por tomar medidas que protejan su reputación, además de su experiencia en el sector que es vista en sí misma como un activo.

Algunas de las acciones que pueden establecer una buena reputación para el General Partner es promover que tanto el rendimiento que obtienen los inversores como las actividades del equipo directivo sean más transparentes que en el caso de otros intermediarios financieros. Otro punto a tener en cuenta es la comparación de los retornos de inversión de los distintos fondos que controlan los General Partners, teniendo en cuenta el ciclo económico o el momento adecuado en el mercado para hacer una fusión o adquisición. Otro aspecto es la separación de los honorarios del General Partner y el fondo de inversión. La cuota que se lleva el General Partner se especifica en el acuerdo previo entre las partes, así la cantidad de capital invertido que puede consumir en forma de honorarios está delimitada.

Otro incentivo es la estructura de compensación. El General Partner cobra unos honorarios por su administración del fondo y comparte además, parte de los beneficios que genera (es los que se denomina Carried Interest), esto es un gran incentivo ya que si la inversión es muy rentable, el General Partner se lleva un beneficio adicional muy relevante. Normalmente los honorarios del General Partner se establecen entre un 1% y un 3 % del capital comprometido. Y el Carried Interest representa un 20% del beneficio obtenido por el fondo.

3.5.2. Mecanismos de control

Para evitar que el General Partner asuma demasiado riesgo en la inversión en busca de conseguir un buen Carried Interest, se firman cláusulas (coventants) para proteger al Limited Partner definiendo los porcentajes de capital que puede invertir en una sola empresa, evitando así que el fondo de Private Equity asuma excesivos riesgos. También existen cláusulas que restringen el uso de la deuda, o que el dinero efectivo resultante de la venta de un activo se distribuya inmediatamente entre los inversores.

4. ESTUDIO SOBRE LA RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE BUY OUT

4.1. Principales claves sobre la rentabilidad

Los fondos de Private Equity manejan aproximadamente un trillón de dólares de capital. Las dos terceras partes de este capital es gestionado por fondos de Buy Out, donde el apalancamiento puede multiplicar el tamaño de la inversión en tres o cuatro veces el capital aportado. En los principios del siglo XXI, estos fondos de Buy Out son responsables de cerca de un cuarto de toda la actividad de fusiones y adquisiciones mundial. Los fondos de Venture Capital, levantaron millones de dólares de capital durante el boom de los años 1999 y 2000 haciendo que inversiones tempranas se convirtieran en éxitos como Google en Estados Unidos, Skype en Europa y Baidu en Asia.(Metrick, Yasuda,2007).

Los fondos de Capital Riesgo juegan un creciente e importante papel como intermediarios financieros además de su significativa influencia en el día a día, desempeñando su labor en los equipos directivos y como asesores.

A pesar de ello, se conoce muy poco de la organización del sector de Private Equity principalmente debido a la información limitada.

En teoría, todos los fondos de Private Equity están organizados como Limited Partnerships, con gestoras de Private Equity actuando como General Partner del fondo, y grandes inversores institucionales y grandes fortunas facilitando la inyección de capital como Limited Partners. Estos acuerdos de asociación duran normalmente 10 años y se definen los pagos que se van a hacer al General Partner.

Los pagos tienen dos componentes, la parte fija y la parte variable. Mientras que la parte fija es similar a los precios que se manejan en los fondos de inversión tradicionales (Mutual Funds) y los Hedge Funds, la parte variable no tiene comparación con la mayoría de los fondos de inversión y es muy diferente de la parte variable de incentivos propia de un Hedge Fund.

Los fondos de Private Equity exitosos permanecen en el negocio levantando nuevos fondos cada 3 o 5 años. Si el fondo responde bien, y el Limited Partner interpreta esa administración del mismo como una habilidad del General Partner, más que como simple suerte, la curva de demanda de inversores para el nuevo fondo aumentará con las condiciones de equilibrio de que el Limited Partner gana su coste de capital después de los pagos al General Partner. En respuesta a este desplazamiento de la demanda, el General Partner puede alterar los términos del nuevo fondo, de manera que se gana mucho más beneficio por cada euro que está bajo su gestión. Alternativamente pueden además incrementar el tamaño de su siguiente fondo. Aumentando su fondo puede implicar tener costes adicionales dependiendo de la función de producción de las entidades participadas.

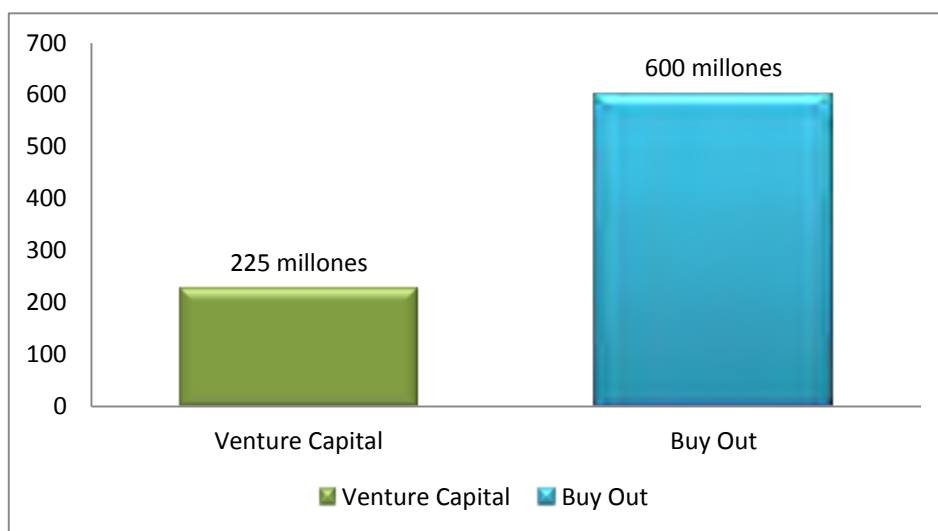
Según Metrick y Yasuda (2007), en general los fondos de Buy Out ganan menos beneficio por dólar administrado que los fondos de Venture Capital. Además los fondos de Buy Out que han crecido tras éxitos pasados levantando grandes fondos, les llevan a mayores beneficios por Limited Partner y por profesional a pesar de que generan menos beneficios por dólar invertido.

Por el contrario, los fondos de Venture Capital, que en el pasado tenían más beneficio por Inversor, no tienen más beneficio por profesional.

A diferencia de los fondos de inversión, los fondos de Private Equity no tienen un nivel de activos bajo gestión bien definido. En cambio, el General Partner recibe el compromiso de los Limited Partners de proveer capital cuando se necesita para nuevas inversiones. La cantidad total de los compromisos de aportación de capital por parte de los Limited Partners se define como “Committed Capital”

En este estudio la mediana de los fondos de Venture Capital tiene 225 millones de dólares de Committed Capital, y la mediana para los fondos de Buy Out tiene 600 millones de dólares.

GRÁFICO 2. TAMAÑO DE LOS FONDOS



Fuente: Metrick 2007. Elaboración propia

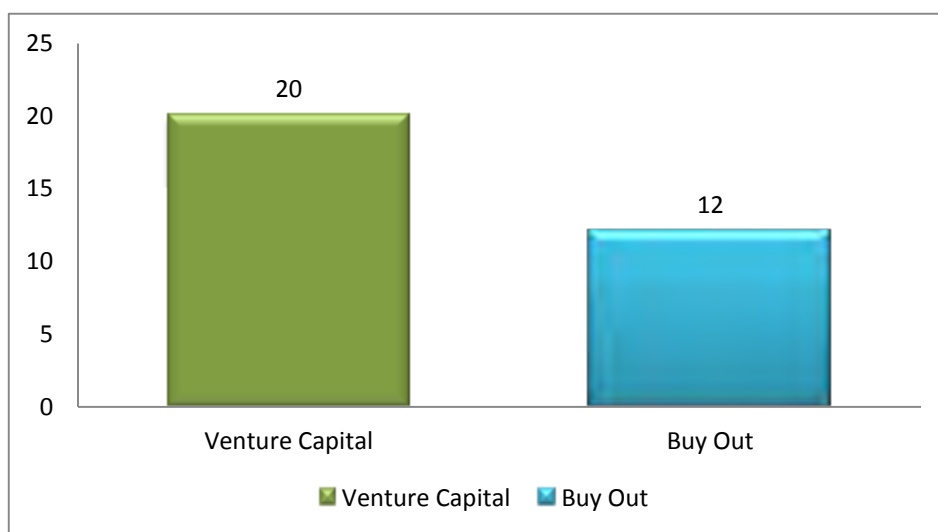
La mediana de los General Partners de un fondo de Venture Capital se sitúa en que ha levantado un fondo anteriormente, lleva en el negocio 3 años y tiene 4 Partners. La mediana de los General Partners en un fondo de Buy Out se sitúa en que ha levantado anteriormente un fondo, ha estado en el negocio 5,5 años y tiene 5 Partners. Además las organizaciones en el mercado de Private Equity son pequeñas, con una mediana en los fondos de Venture Capital de 10 profesionales (Partners+non Partners) y una mediana en los fondos de Buy Out de 13 profesionales.

En los materiales proporcionados al inversor, el General Partner debe proveer información acerca del típico tamaño de la inversión, que implica el número esperado de inversiones por cada fondo.

Los fondos de Venture Capital tienen una mediana de 20 inversiones esperadas por fondo y los fondos de Buy Out tienden a hacer inversiones más grandes y requieren más implicación en cada una de ellas, teniendo una mediana de 12 inversiones. El número esperado de

inversiones del fondo juega un papel muy importante para evaluar la volatilidad del fondo, que tiene un efecto significativo en el valor presente esperado de beneficio.

GRÁFICO 3. NÚMERO DE INVERSIONES POR FONDO



Fuente: Metrick 2007. Elaboración propia

Los General Partners ganan beneficio fijo, que no está basado en el rendimiento del fondo, a través de los Management Fees. Durante la vida del fondo, parte del capital comprometido es usado para estos honorarios, con el resto del capital que se usa para hacer las inversiones. Nos referimos a estos componentes del capital comprometido como Lifetime Fees and Investment Capital respectivamente. En concreto, el Invested Capital es la porción de capital que realmente ha sido invertido en las compañías del portfolio.

El fondo típico suele tener una vida de 10 años, con los General Partners pudiendo hacer inversiones en nuevas compañías sólo durante los cinco primeros años (the investment period), con los cinco años finales reservados para el seguimiento de las inversiones y la desinversión de las compañías del portfolio.

4.2.1. Retribución fija. (Management fees)

Se usan cuatro métodos para el cálculo de los Management Fees. Históricamente lo más común es establecer un porcentaje sobre el Committed Capital (por ejemplo si hay un 2% sobre el Committed Capital, y el fondo dura 10 años, los honorarios serán un 20% sobre el capital comprometido). El segundo método es decrecer el calendario de Fees, bajando un porcentaje después del periodo de inversión (después de los 5 años), por ejemplo bajar un 25% los Fees en cada año en los 5 últimos años del fondo), un tercer método es cambiar la base constante en los periodos, un porcentaje en los 5 primeros años y otro porcentaje fijo en lo últimos. La cuarta forma es una combinación de ambos, una bajada progresiva y un cambio de base en los 5 últimos años con bajada progresiva igualmente. Basado en el estudio que se ha hecho Metrick y Yasuda (2007) la mayoría de los fondos dan concesiones a los Limited Partners después del Investment Period (5 primeros años) cambiando a Invested Capital Basis en el 42,7% de los fondos de Venture Capital y haciéndolo en el 83% de los fondos de Buy out. Basándonos en esto hechos, los Lifetime fees suelen ser menores que el 20% del capital

comprometido para la mayoría de los fondos, obteniendo una mediana de 15% del Committed Capital.

4.2.2. Retribución variable

La parte variable del beneficio para un General Partner basado en la performance del portfolio puede venir de varias fuentes, Carried Interest, Transaction Fees y Monitoring Fees.

4.2.2.1. Carried Interest

El Carried Interest suele recibir mucha atención porque es lo que genera mayor beneficio para los fondos. Hay que distinguir entre cuatro conceptos: El Carry Level se refiere al porcentaje de beneficios que reclama el General Partner. El Carry Basis es el estándar mediante el que son medidos los beneficios. El Carry Hurdle se refiere a cómo el General Partner debe dar un retorno al Limited Partner antes de recabar cualquier Carried Interest y las reglas sobre ese retorno. Y el Carry Timing establece las reglas que gobiernan la distribución en el tiempo del Carried Interest.

La mayoría de los fondos usan un Carry Level de 20%, aunque se pueden encontrar ciertas variaciones en el mercado que no son muy comunes (17,5%, 25% e incluso 30%). El origen exacto del 20% es desconocido pero algunos autores aluden a las prácticas Venecianas en la edad media.

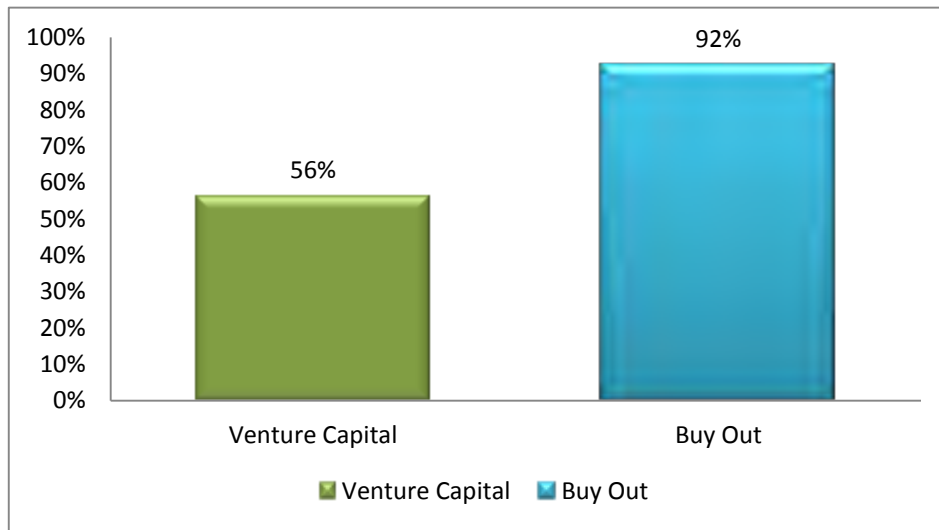
En cuanto al Carry Basis hay dos alternativas. El 93% de los fondos de Venture Capital y el 84% de los fondos de Buy Out usan de base el Committed Capital. La segunda alternativa es que el Carry Basis sea el Investment Capital. El uso del Investment Capital en el Carry Basis puede tener un gran efecto en la cantidad de Carried Interest ganado por el fondo. Como primera aproximación, para un fondo exitoso con beneficios, un cambio en el Carry Basis del Committed Capital al Investment Capital puede hacer que el Carry Level se multiplique con los lifetime fees.

El efecto del Hurdle Return en el beneficio esperado está afectado por la existencia de un Catch-Up return para el General Partner. Si tenemos un fondo con un Carry Level de 20%, un Carry Basis consistente en el Committed capital, un Hurdle Rate de 8% y un catch up de 100%, significa que si a la salida de la inversión se obtienen 120 millones de dólares con 108 millones de beneficio el primer año, 2 millones el año siguiente y 10 millones el siguiente. Significará que 108 millones irán al Limited Partner satisfaciendo el Hurdle Rate, un año después significará que los 2 millones van al General Partner por el Catch-Up del 100%, y después de eso se distribuirán los 10 millones restantes, 2 millones para el General Partner y 8 millones para los Limited Partners.

La idea clave es que incluso con un Hurdle Return, el General Partner con un Catch-Up recibirá la misma fracción de beneficios siempre que haya gestionado bien y el fondo sea suficientemente rentable. Si el Catch-Up es menor, el General Partner obtendrá igualmente los mismos beneficios aunque a un ritmo más lento.

Según el estudio (Metrik, Yasuda 2007), el Hurdle Return es mucho más común en los fondos de Buy Out que en los fondos de Venture Capital (92% frente a 56%). Entre los fondos con Hurdle Rate, la moda de usar un 8% se produce en 2/3 de los de Venture Capital y en 3/4 de los de Buy Out. La mayoría tienen un Catch-Up de 100% y el resto lo tienen de 80%.

GRÁFICO 4. HURDLE RETURN



Fuente: Metrick 2007. Elaboración propia

El elemento final es el Carry Timing. El estudio se sitúa bajo la asunción de que el General Partner debe devolver todo el Carry Basis al Limited Partner antes de aplicar el Carried Interest. La realidad es diferente, con fondos usando una variedad de reglas para permitir recibir el Carried Interest antes de una beneficiosa salida. Cuando se lleva a cabo este Carry Interest antes de tiempo, los Limited Partners tienen la potestad de recuperar parte de estas distribuciones si el rendimiento del fondo es insuficiente para recuperar todo el Carry Basis.

4.2.2.2. Transaction fees

Cuando un fondo de Buy Out compra o vende una compañía, aplica un Transaction Fee similar al que se realiza a los servicios de asesoramiento en las operaciones de M&A realizadas por los bancos de inversión. Si bien estas tasas se incluyen en el precio de la operación, el General Partner puede incluso beneficiarse más si es propietario de menos del 100% de la compañía y si comparte menos del 100% de estos Transaction fees con sus Limited Partners. Alrededor del 82% de los acuerdos en los fondos de inversión requieren que el General Partner comparta al menos cierta porción de los Transaction Fees con los Limited Partners, un tercio de ellos quieren que todos los Transaction Fees vayan al Limited Partner, otro tercio quieren que se comparta al 50% y el último tercio se sitúa entre el 50% y el 100% para el Limited Partner.

4.2.2.3. Monitoring fees

Los fondos de Buy Out además en ocasiones cargan un Monitoring Fee a las compañías del portfolio. En muchos casos, estas comisiones se comparten con los Limited Partners recibiendo estos un 80% y el General Partner un 20%. En la práctica de mercado, estas comisiones suelen rondar un rango de entre el 1% y el 5% del EBITDA de cada año.

5. ANÁLISIS DE UN CASO REAL DE UN FONDO DE PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA (MAYO 2015)

5.1. Introducción y objetivo

Para la realización de una aproximación práctica al funcionamiento del mercado de los fondos de Private Equity se ha contado con acceso a información confidencial referente a un fondo de inversión de Private Equity que opera en España (en adelante “El Fondo”).

El objetivo es mostrar un caso real donde se ponga de manifiesto la casuística de este sector y comprobar el análisis que se necesita para acometer inversiones en este mercado.

Dado que los Limited Partner necesitan un seguimiento pormenorizado de la actividad del General Partner, se realizan informes que normalmente tienen carácter anual o semestral acerca de la situación de las inversiones del portfolio.

Para ello, mediante los datos aportados por “El Fondo” se realiza una simulación de los aspectos clave sobre los que los inversores necesitan hacer un seguimiento:

- Análisis de la coyuntura económica
- Análisis del sector de Private Equity en España
- Revisión pormenorizada de las empresas participadas del Portfolio
- Evaluación del Fondo.

5.2. Análisis de la coyuntura económica española

Según las previsiones del INE el Producto Interior Bruto va a crecer un 2,9% en 2015 y un 2,9% en 2016 siendo la demanda doméstica la que está impulsando este crecimiento. (Esta situación favorece la creación de nuevas empresas y la expansión de las ya existentes, por lo tanto aumenta la demanda de nueva financiación incrementando las oportunidades de inversión de los fondos de Private Equity.

TABLA 1. CUADRO MACROECONÓMICO ESPAÑOL

	2014	Previsiones			
		2015	2016	2017	2018
PIB real por componentes de demanda					
Gasto en consumo final nacional privado (a)	2,4	3,3	2,9	2,7	2,5
Gasto en consumo final de las AA.PP.	0,1	0,1	0,1	1,0	1,5
Formación bruta de capital fijo	3,4	6,3	5,8	5,9	5,9
Construcción	-1,5	5,3	5,4	5,9	6,2
Bienes de equipo y otros productos	12,2	9,2	7,5	7,3	6,8
Demanda Nacional (contribución al crecimiento del PIB)	2,2	3,2	2,9	3,0	2,9
Exportación de bienes y servicios	4,2	5,4	6,0	5,8	5,7
Importación de bienes y servicios	7,6	6,7	6,4	6,3	6,2
Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)	-0,8	-0,2	0,1	0,0	0,1
PIB real	1,4	2,9	2,9	3,0	3,0
PIB a precios corrientes	0,9	3,6	3,8	4,2	4,6
PRECIOS					
Deflactor del PIB	-0,5	0,6	0,9	1,2	1,6
Deflactor del consumo privado	-0,1	-0,4	0,9	1,1	1,4
MERCADO LABORAL					
Empleo total (b)	1,2	3,0	3,0	2,9	2,9
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,8	17,7	15,6
Cap(+)/Nec(-) financiación AAPP (% PIB)	-5,8	-4,2	-2,8	-1,4	-0,3
SECTOR EXTERIOR (% PIB)					
Saldo cuenta corriente	0,6	1,3	1,3	1,2	1,0
Cap(+)/Nec(-) financiación frente Resto del Mundo	1,0	1,7	1,8	1,6	1,4

Fuente: INE y Ministerio de Economía y Competitividad. www.mineco.gob.es

La recuperación tiene un componente cíclico muy importante debido a la combinación de los siguientes factores: La caída en los precios del petróleo, la depreciación del euro y la inyección de liquidez por parte del Banco Central Europeo.

Se están produciendo mejoras en las condiciones de financiación de los bancos que están afectando positivamente al consumo doméstico y a la inversión y desarrollo de empresas.

Los hogares están experimentando un aumento en sus ingresos gracias a la reducción en el coste de la deuda y a la consecución de ingresos financieros gracias al aumento de la riqueza financiera.

Las empresas están empezando a invertir en activos e incrementar el gasto después de estos últimos años de restricción financiera.

La creación de empleo es bastante intensa pero el incremento de salarios es moderado. Además el sector exterior se está beneficiando de la depreciación del Euro.

Los factores políticos del país generan algo de incertidumbre en cuanto a la inversión debido a la composición actual de partidos en el poder.

5.3. Análisis del mercado de Private Equity Español

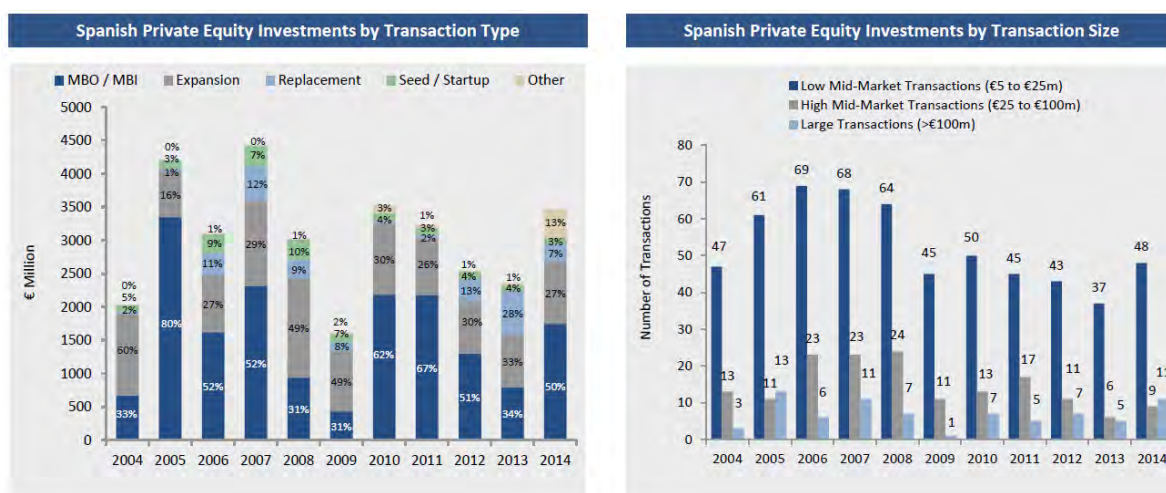
5.3.1. Inversión

El total de inversiones que se pueden contabilizar en 2014 llega a la cantidad de 3,465m €, el 45% de las cuales, sobre 2,390m se hicieron en 2013. El número total de operaciones permanecen en 580 en 2014 (54% nuevas inversiones y 46% ampliación de las existentes).

En el Middle Market (operaciones entre 5 millones de euros y 100 millones de euros) se realizaron 57 operaciones por una cantidad de 834 millones de euros en 2014 (un 30% más que en 2013). La inversión en operaciones grandes (más de 100 millones de euros en Equity) significaron 2,339 millones de euros (un 60% más que en 2014).

En términos generales, la cantidad total invertida en operaciones de Buy Out se incrementó desde un 34% en 2013 hasta un 50% en 2014, lo que representa la importancia de este tipo de inversiones, seguidas del Capital Expansión (27%).

GRÁFICO 5. INVERSIÓN EN PRIVATE EQUITY POR TIPO



Fuente: ASCRI. www.ascr.org

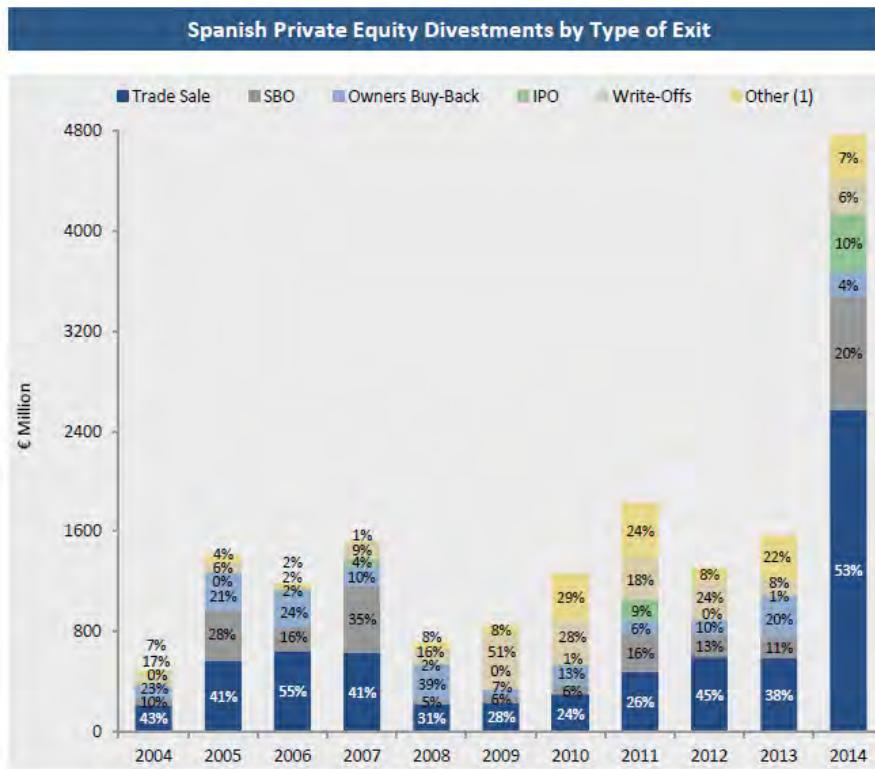
5.3.2. Desinversión

En 2014 el volumen de desinversiones creció un 205% hasta 4,769 millones de euros desde los 1,564 millones de euros en desinversiones que se produjeron en 2013.

Esta tendencia de desinversión se atribuye principalmente a los fondos internacionales (3,297 millones de euros con 29 desinversiones en 2014, comparado con 623 millones de euros en 7 desinversiones en el año 2013). La desinversión de los fondos nacionales creció un 35% si se compara con 2013 y se situó en 1471 millones de euros en 404 desinversiones.

Las principales desinversiones en 2014 se produjeron por Doughty Hanson en *Grupo Quirón*, KKR e Investindustrial en *Inaer*, Santander Development en *Ono-Auna*, N+1 y Blackstone en *Mivisa*, Bain Attentive y Permira en *e-Dreams*, Carlyle e Investindustrial en *Appplus+*, e Investindustrial en *Port Aventura*.

GRÁFICO 6. DESINVERSIÓN POR TIPO DE SALIDA



Fuente : ASCRI. www.ascr.org

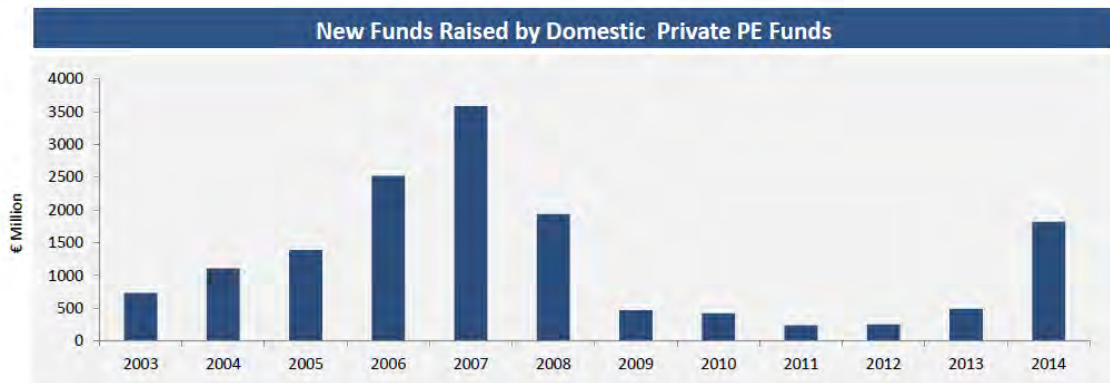
5.3.3. Captación de fondos

Durante el boom del periodo entre el 2004 y el 2008 el sector de Private Equity en España experimentó la mayor captación de fondos que ha habido.

Después de ese periodo, y como resultado de la crisis financiera, la captación de fondos en España se colapsó entre los años 2009 y 2013.

La captación de fondos por las firmas de Private Equity en España han alcanzado 1,8 billones de euros en 2014, han experimentado un fuerte ascenso, aunque permanecen todavía por debajo de las cifras alcanzadas entre 2006 y 2008 que arrojan una media de 2,7 billones de euros.

GRÁFICO 7. NUEVOS FONDOS CREADOS



Fuente : ASCRI. www.ascr.org

El apetito inversor en España se ha recuperado después del verano de 2013 y se ha intensificado en 2014 debido a:

- La recuperación de la confianza de los inversores internacionales en España, basada en las mejoras macroeconómicas que se han implementado debido a las reformas estructurales que ha realizado el gobierno y al cambio de ciclo económico en el que nos encontramos.
- El lanzamiento de un fondo de fondos público (Fond-ICO Global) para apoyar a los gestores de fondos de Private Equity asentados en España, con el objetivo de impulsar el crecimiento de las empresas medianas españolas.
- El incremento de distribuciones de beneficios por parte de los General Partners a los Limited Partners.

Como resultado de esto, la competencia en el mercado de Private Equity en España se ha incrementado recientemente, aunque permanece inferior a los años de apogeo, cuando las instituciones financieras y los Family Offices solían invertir directamente en las compañías y que ya no es el caso.

5.4. Seguimiento de la cartera de inversión

Una vez informados los inversores de la situación macroeconómica del país y de las principales figuras que afectan al sector del Private Equity. Los gestores del fondo presentan información pormenorizada de la situación (en ese momento) de cada una de las empresas participadas.

Para ello se divide el análisis en cuatro partes, otorgando información relevante al Limited Partner:

- Sumario y composición de accionistas
- Valor añadido y principales logros hasta la fecha
- Resumen de negocio
- Valoración y salida (desinversión)

Para ilustrar este esquema se aporta la información referente a una empresa participada de “El Fondo” perteneciente al sector de instalaciones deportivas.

5.4.1. Sumario y composición de accionistas

Esta sección es un breve resumen informativo de las principales características de inversión de la empresa participada. Se incluye la fecha de comienzo de la inversión, que empezó en Mayo de 2009. El tipo de operación de Private Equity, que en este caso es “Buy and Build”, que se refiere a que mediante el apalancamiento se consigue construir y abrir otros centros con el mismo plan estratégico en otras zonas. La inversión del fondo asciende a 33,5 millones de euros, el porcentaje de participaciones que tiene el fondo, que se sitúan en un 84,3% y el múltiplo de valoración EV/EBITDA hasta la fecha se sitúa en un 5,2x.

5.4.2. Valor añadido y principales logros hasta la fecha

En esta sección se especifican los avances en la inversión que se han producido así como el valor de la aportación del General Partner al desarrollo de la participada (que es una de las características fundamentales del Private Equity).

Se identifica un modelo concesional muy favorable, orientado a la creciente demanda en el segmento del fitness más económico.

Se produce una asociación con un equipo directivo excepcional, experimentando un intenso trabajo conjunto durante dos años antes de realizar la inversión.

Se hace un desarrollo de un concepto y de una marca muy atractiva y reconocible basada en una potente propuesta calidad/precio.

El Plan de negocio inicial se ha superado ampliamente:

- Hay un incremento de 1 a 17 centros operativos propios, 13 de ellos ya operativos (4 de ellos abiertos en los últimos 10 meses).
- Se dispone de un Ratio de Inversión/EBITDA extremadamente atractivo inferior a 5x.
- Existe una potente generación de flujos de caja que permite reducir rápidamente la deuda.
- Se produce una exitosa exportación del modelo más allá del ámbito inicial de las concesiones adjudicadas por municipios españoles.

Sólida aportación de “El Fondo”:

- Se encarga de liderar la estrategia de la empresa enfocándose en grandes concesiones municipales para instalaciones deportivas.
- Ha conseguido un importante refuerzo de la dirección, que se ha convertido en el equipo más completo y profesional del sector.
- Ha desarrollado la imposición de una estricta disciplina financiera, liderando las negociaciones en relación a las adquisiciones de centros y estructurando la financiación.

5.4.3. Resumen de negocio

En esta sección se presentan los datos de negocio de la empresa participada, gráficamente se puede observar la evolución de las ventas y del EBITDA desde el 2010 al 2014. Adicionalmente se muestra la situación de estos datos en el primer cuarto de 2015.

A 31 de marzo de 2015, los resultados están en línea con el presupuesto, pese a la compleja situación económica y a la competencia de nuevos actores. (Nuevas cadenas de centros deportivos que ofertan precios bajos).

Cartera de 17 centros:

- Un modelo de negocio ya probado en 13 centros, operativos a pleno rendimiento. Últimas aperturas en Madrid y Oviedo (cuarto trimestre de 2014), Lisboa (Febrero de 2015) y las Palmas (Mayo de 2015) funcionando extremadamente bien.
- Inauguración de 4 nuevos centros deportivos durante el 2016 en zonas prime del centro de Madrid y Lisboa.
- Se espera obtener un EBITDA de 27,8 millones de euros con los 17 centros operativos.

Cartera de proyectos:

- Se planifica abrir entre 2 y 3 centros deportivos por año añadiéndolos al portfolio.
- Nueva vía de crecimiento en España por medio de contratos basados en concesiones otorgadas por órdenes religiosas (por ejemplo, San Viator) y otras entidades.
- Se hace un estudio de nuevas oportunidades internacionales fuera de la Península Ibérica (por ejemplo, Italia o Polonia).

5.4.4. Valoración y salida

En esta sección se muestra la valoración que tiene la inversión en la empresa participada en la fecha prevista de salida o desinversión. Figura un gráfico con la valoración a Diciembre de 2014, que se sitúa en 79,1 millones de euros y la estimación de la valoración en su momento de salida (Junio de 2016). Se puede observar que el MoM (Money on Money), que se refiere a cuantas veces se multiplica la cantidad invertida inicial, se encuentra en 4,6x. Y que la tasa de retorno interna (TIR) es de 32,3%.

Se asume una venta a un comprador industrial o a un fondo de capital riesgo (*secondary buy-out*) en junio de 2016.

La venta de la empresa debería producirse a un múltiplo superior a 10x EV/EBITDA considerado en la valoración, teniendo en cuenta:

- El potencial de crecimiento.
- La capacidad de generación de flujos de caja.
- El modelo basado en concesiones a largo plazo.
- Una indiscutible posición de liderazgo.
- El equipo más completo y profesional del sector.

El valor de empresa sería de entre 278 y 292 millones de euros. El valor del Fondo se situaría entre 144 y 154 millones de euros.

El Fondo obtendría una TIR de entre 30,5 y 32,2% y un múltiplo de efectivo del 4,6x.

5.5. Evaluación del Fondo en términos generales

Tras hacer un repaso de las principales magnitudes de cada participada se hace una evaluación general del fondo de Private Equity.

Aquí se pasa a analizar los tipos de operaciones del fondo, el proceso de análisis que se ha llevado, los negocios de Private Equity por tipo de operación (MBO, Expansion y Buy&Build) y la diversificación del fondo.

En concreto, el fondo está compuesto por un 40% de operaciones de Capital Expansión, un 30% por operaciones de MBO y el 30% restante por operaciones Buy&Build. Esto significa que es un fondo centrado en operaciones de Buy Out. Asimismo, se puede destacar que es un fondo muy diversificado especialmente interesado en minimizar el riesgo, ya que la política de inversión es que no puede emplear más de un 15% del capital en una única participada.

Se analiza la valoración del fondo en su conjunto, arrojando unas cifras bastante positivas ya que el total de capital levantado en la etapa de fundraising fue 223,3 millones de euros y a fecha de Mayo de 2015 (y gracias a los datos facilitados por “El Fondo”) la valoración se sitúa en 341,1 millones de euros, suponiendo un multiplicador de 1.5x, que no es tanto como en la participada estudiada (que se situaba en un 4,6x), pero analizando el rendimiento general del fondo, es un resultado muy positivo que pone de manifiesto la buena toma de decisiones de inversión por parte de los gestores.

6. CONCLUSIONES

El Private Equity afecta de manera positiva al crecimiento de la economía ya que es una medida alternativa de financiación que crea valor y permite un mayor crecimiento de empresas que sin este apoyo financiero y de gestión no podrían expandirse con la misma facilidad.

La principal razón del crecimiento explosivo del sector de Private Equity son las rentabilidades, que son muy superiores a las que se pueden conseguir en otro tipo de mercados. El mercado de Private Equity cuenta con mayor riesgo y es menos líquido que otros tipos de inversión, pero aquellos inversores institucionales que pueden soportar esta clase de riesgos y esta falta de liquidez, tienen en las rentabilidades que se ofrecen una mayor atracción.

El éxito de este tipo de financiación y el fuerte crecimiento de los Inversores (Limited Partners) es paradójico. Ya que este tipo de fondos no es líquido durante la vida de la inversión, que en algunas ocasiones comprende hasta 10 años y durante este periodo, los inversores tienen muy poco control sobre el fondo. A pesar de ello, este gran aumento sugiere que se produce un gran beneficio tanto para ellos como para las empresas en las que invierten.

Los mecanismos de control expuestos en este análisis reflejan que el sector de Private Equity tiene una gran capacidad para solucionar los problemas de agencia que surgen entre los agentes intervinientes debido al gran número de empresas que exitosamente han recibido financiación inicial a través de este mercado. Este éxito ha suscitado mucha admiración en el resto del mundo industrializado, particularmente en Japón y Europa. En estas regiones, el mercado de Private Equity no existía debido, principalmente, a la estricta regulación de los mercados financieros y a que las compañías confiaban mucho más en la financiación bancaria. Mientras que estos sistemas de financiación bancaria tuvieron muchas ventajas en el pasado, existe un creciente sentimiento acerca de que esta clase de mecanismos pueden no ser tan adecuados para proveer capital a pequeñas y medianas empresas que son el futuro del crecimiento económico y la innovación.

Los gestores de fondos ganan beneficio a través de una serie de comisiones y reparto de rentabilidad tal como se ha expuesto en este análisis. Se aprecian diferencias entre los fondos de Venture Capital y los fondos de Buy Out. En general los fondos de Buy Out ganan menos beneficio por euro gestionado en comparación con los fondos de Venture Capital, pero no obstante estos gestores de fondos de Buy Out obtienen mejores valores presentes de beneficio por cada Inversor (Limited Partner) y más beneficio por profesional que en los fondos de Venture Capital. Además los gestores de fondos de Buy Out se basan en su anterior experiencia para levantar grandes capitales que les conducen a obtener mucho más retorno en términos absolutos. Esto nos lleva a sugerir que los fondos de Buy Out son mucho más escalables que los fondos de Venture Capital explicando su especial importancia.

La incidencia en la dirección de las empresas participadas por parte de los expertos gestores de fondos de Private Equity en las operaciones de Buy Out y la evolución de su estructura de comisiones favorable a conseguir rentabilidad en base a un mayor rendimiento de las empresas participadas es consistente con los beneficios de basarse en el apalancamiento para alcanzar un desarrollo de empresas que de otra forma tendrían más dificultades. Adicionalmente las ganancias producidas por una mejora en los gastos operativos permiten un

incremento de la valoración por múltiplos del sector así como la presencia de un mayor número de fondos de Private Equity e Inversores Institucionales.

Se ha experimentado en España un importante crecimiento de las sociedades de capital riesgo, pero se ha visto gravemente afectado por el impacto de la recesión económica, especialmente a partir de 2009. Este sector tiene un fuerte componente cíclico por lo que en periodos de recuperación económica es un importante revulsivo de crecimiento de la economía, y así está ocurriendo, en un entorno en el que las rentabilidades de los mercados financieros son bajas, como en la coyuntura actual, especialmente con la actual rentabilidad que ofrecen los bonos. De esta manera, muchos inversores institucionales españoles, adquiriendo mayor conocimiento de este mercado de financiación están diversificando sus inversiones y apostando por el elevado retorno que el Private Equity ofrece, impulsando al mismo tiempo, el crecimiento de la economía del país.

7. GRÁFICOS

GRÁFICO 1. CICLO DE VIDA DEL CAPITAL RIESGO	9
GRÁFICO 2. TAMAÑO DE LOS FONDOS	24
GRÁFICO 3. NÚMERO DE INVERSIONES POR FONDO.....	25
GRÁFICO 4. HURDLE RETURN	27
GRÁFICO 5. INVERSIÓN EN PRIVATE EQUITY POR TIPO.....	30
GRÁFICO 6. DESINVERSIÓN POR TIPO DE SALIDA	31
GRÁFICO 7. NUEVOS FONDOS CREADOS	32

8. TABLAS

TABLA 1. CUADRO MACROECONÓMICO ESPAÑOL.....	29
---	----

9. REFERENCIAS

- Aleman, M.L. (2004) "Impacto de las inversiones de Capital Riesgo en España. Un análisis empírico regional". PhD diss., *Universidad Complutense de Madrid*.
- ASCRI. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo-
<http://www.ascrri.org>
- Barthel, D., A. Alférez, J. Martí Pellón y M. Salas (2015) "Informe de Actividad Capital Riesgo en España 2015". *ASCRII*.
- Cunning, D., D. S. Siegel and M. Wright (2007) "Private Equity, Leveraged Buy Outs and Governance". *York University*.
- Dávila, A., G. Foster and M. Gupta (2003) "Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms". *Journal of Business Venturing* 18: 689-708.
- Gilligan, J. and M. Wright (2008) "Private Equity Demystified". *Corporate Finance Faculty*: 13-94.
- Gompers, P. and J. Lerner (2001) "The Venture Capital Revolution". *Journal of Economic perspectives* 5.
- Guo, S., E. S. Hotchkiss and W. Song (2008) "Do Buy Outs (still) create value?". *National Bureau of Economic Research. Cambridge*.
- Ley 25/2005 de 24 de noviembre de 2005 "Ley Reguladora de la Actividad de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras".
- Ljungqvist, A. and M. Richardson (2002) "The cash flow, return and risk characteristics of Private Equity". *Stern School of Business. New York University*.
- Ljungqvist, A. and M. Richardson (2003) "The Investment Behaviour of Private Equity Fund Managers". *Stern School of Business. New York University*.
- Martí Pellón, J. (2012) "Buy Outs en España en 2011. *Deloitte*.
- Ministerio de Economía y Competitividad-
<http://www.mineco.gob.es>
- Metrick, A. and A. Yasuda (2007) "The Economics of Private Equity Funds". *University of Pennsylvania, The Wharton School, Department of Finance*.
- Phalippou, L. and O. Gottschalg (2006) "The Performance of Private Equity Funds". *University of Amsterdam*.
- Prowse, S. (1998) "The Economics of Private Equity Market". *Federal Reserve Bank of Dallas. Economic Review*.
- Revello de Toro, J.M. (2012) "Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión". *Delta Publicaciones*: 483-561.

Rojo, A., M. Gálvez y J. Alonso (2010) "La valoración por las Sociedades de Capital Riesgo en la práctica". *Revista Española de Capital Riesgo* 3/2010 : 3-15.

Scientific Electronic Library Online-
<http://www.scielo.org>

Tapies, J. (1997) "Buy Out con participación de socio financiero. Un análisis de la situación española 1989-1987". *Centro nacional de investigación financiera. Universidad de Navarra*: 12-49.

Whang, S, and H. Zhou (2002) "Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks". *Journal of Corporate Finance* 10 no. 1 : 131-155.