



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE PRIVATE EQUITY ESPAÑOL: UN ESTUDIO EMPÍRICO

Autor: Carlos de la Esperanza Riesco

Director: Rocío Sáen-Díez de Rojas

Madrid

Abril, 2018

Carlos
de la Esperanza
Riesco

**EL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE PRIVATE EQUITY ESPAÑOL: UN ESTUDIO
EMPIRICO**



RESUMEN

El presente trabajo estudia las características, las pautas de comportamiento y las particularidades en la inversión de las entidades de *private equity* en España, a través de entrevistas en profundidad a profesionales del sector. Con este objetivo, se ha realizado un análisis comparativo de nuestros resultados con (i) el similar análisis realizado por profesores de la Universidad de Harvard para el mercado americano, y (ii) las aportaciones doctrinales sobre el *private equity* y sobre aquellas áreas que más afectación tienen en su actividad. Como introducción a esta tarea, se ofrece también una visión del contexto español del capital riesgo, con una revisión de los informes de actividad de capital riesgo publicados anualmente por ASCRI.

Los resultados de nuestro estudio muestran numerosos puntos de coincidencia entre el mercado americano y el español, como son la gestión de la empresa participada, la rentabilidad esperada/obtenida por los mismos o la relevancia del ciclo económico en sus actividades inversoras. También se descubren varios puntos de desencuentro, en su mayoría explicados por las sustanciales diferencias entre ambas economías. La comparación con el marco teórico, por su lado, pretende poner de manifiesto hasta qué punto se cumple en la práctica el contenido teórico de los libros.

PALABRAS CLAVE

Capital riesgo, *private equity*, ingeniería financiera, inversión, comparación

ABSTRACT

The present Project analyzes the characteristics, behavior and investing particularities of private equity entities in Spain, by intensively interviewing with industry professionals. For this purpose, we analytically compared our results to (i) a similar analysis carried out by Harvard University professors for the American scenario, and (ii) the main doctrinal contributions about private equity and about those related areas of study that mostly affect private equity activities. In order to introduce such duty, we offer a glance of the Spanish private equity context, through a study of the activity reports published annually by ASCRI.

The results of our study show a lot of common ground between the American and the Spanish scenario, such as the management of the invested company, the expected/obtained profitability or the importance of the economic cycle for their investment activities. However, we also find some points without agreement, mainly explained by the substantial differences that exists between both economies. The point of comparing our results with doctrinal contributions is to verify how far does the academic theory in books apply in practice.

KEY WORDS

Risk Capital, private equity, financial engineering, investment, comparison

ÍNDICE

1. Introducción	1
1.1. Justificación del interés de la cuestión.....	1
1.2. Objetivos del trabajo	2
1.3. Metodología.....	2
1.4. Estructura.....	4
2. Marco teórico	6
2.1. Conceptos de capital riesgo, private equity y venture capital	6
2.2. Sobre el trabajo de Gompers et al. (2016)	8
2.3. Revisión de las principales aportaciones doctrinales	8
2.3.1. Sobre la estructura de capital	8
2.3.2. Sobre las relaciones entre administradores y accionistas.....	10
2.3.3. Sobre el consejo de administración	12
2.3.4. Sobre los rendimientos de explotación y las mejoras productivas.....	12
2.3.5. Sobre la creación de valor.....	13
3. El contexto del <i>private equity</i> en España	15
3.1. Evolución histórica	15
3.1.1. Inicios y crecimiento del capital riesgo en España	15
3.1.2. Tras el estallido de la crisis económica.....	15
3.1.3. Período de recuperación: Fond-ICO Global	16
3.2. Descripción de panorama español actual	19
3.2.1. La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI)	19
3.2.2. Estudio de las principales magnitudes	20
3.2.3. Diferencias con las principales economías europeas.....	24
4. Sobre la muestra: características de las sociedades entrevistadas	26
4.1. Descripción	26
4.2. Organización y estructura.....	28
4.2.1. En el mercado español.....	28
4.2.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	29
5. Sobre la captación de fondos y las relaciones con inversores	30
6. Sobre las operaciones de inversión	31
6.1. Origen y recepción	31
6.2. La toma de decisiones	31
6.3. Factores de decisión.....	32
6.3.1. En el mercado español.....	32

6.3.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	32
6.4.	Fuentes de rentabilidad	33
6.4.1.	En el mercado español	33
6.4.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	33
6.4.3.	Comparación con el marco teórico	33
7.	Sobre la gestión de la participada	34
7.1.	Identificación de las fuentes de valor	34
7.1.1.	En el mercado español	34
7.1.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	35
7.1.3.	Comparación con el marco teórico	36
7.2.	El gobierno corporativo	36
7.2.1.	En el mercado español	37
7.2.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	38
7.2.3.	Comparación con el marco teórico	39
8.	Sobre la ingeniería financiera	40
8.1.	Métodos de valoración	40
8.1.1.	En el mercado español	40
8.1.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	40
8.1.3.	Comparación con el marco teórico	40
8.2.	La estructura de capital y la deuda	41
8.2.1.	En el mercado español	41
8.2.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	42
8.2.3.	Comparación con el marco teórico	42
8.3.	La rentabilidad	43
8.3.1.	Sobre valoración de la operación de salida	43
8.3.1.1	En el mercado español	43
8.3.1.2	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	44
8.3.2.	La rentabilidad esperada	44
8.3.2.1	En el mercado español	44
8.3.2.2	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	45
8.3.2.3	Conclusiones	45
9.	Sobre la coinversión	46
10.	Sobre la desinversión	47
10.1.	Años de proyección	47
10.2.	Vías de desinversión	47

10.2.1.	En el mercado español.....	47
10.2.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	48
10.3.	Factores sobre la decisión de desinversión	49
10.3.1.	En el mercado español.....	49
10.3.2.	En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	50
10.3.3.	Comparación con el marco teórico	50
10.4.	Ejecución	51
11.	Conclusiones	52
12.	Bibliografía	59
13.	Anexos	63
13.1.	Anexo I: PRIVATE EQUITY SURVEY	63

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolución histórica de la inversión en España	18
Gráfico 2: Evolución histórica de la captación de fondos en España	18
Gráfico 3: Evolución histórica de la desinversión en España	18
Gráfico 4: Desglose de la inversión histórica en España	20
Gráfico 5: Desglose de la desinversión histórica en España	22
Gráfico 6: Desglose de la captación de fondos histórica en España	23
Gráfico 7: Factores considerados en la toma de decisiones de inversión.....	32
Gráfico 8: Fuentes de valor identificadas en las empresas participadas.....	34
Gráfico 9: Composición ideal del Consejo de Administración	38
Gráfico 10: Comparación de la estructura de la cesión de participaciones a los administradores en el mercado español y en el americano	39
Gráfico 11: Determinantes de la estructura de capital de las empresas participadas .	41
Gráfico 12: Años de proyección de inversiones de nuestros entrevistados.....	47
Gráfico 13: Medio de desinversión en el mercado español, según nuestros entrevistados.....	48
Gráfico 14: Medio de desinversión en el mercado americano, según Gompers et al. (2016)	49
Gráfico 15: Resumen de la comparativa del mercado español con el mercado americano y el marco teórico	57

1. Introducción

1.1. Justificación del interés de la cuestión

La actividad del capital riesgo genera una aportación vital a la economía moderna, ofreciendo financiación de forma alternativa a las fuentes tradicionales (como el mercado de valores o la financiación bancaria) a empresas que tienen difícil acceso a las mismas (o a un coste muy alto). Este tipo de empresas incluyen aquellas que atraviesan un ciclo de dificultades, o empresas en sus primeras fases de desarrollo. Sin embargo, las principales receptoras de la financiación del capital riesgo en España lo forman las pymes¹, principal agente productivo de la economía europea, y que suponen el 99% de las empresas del continente. Así, los *private equity* realizan aportaciones dinerarias (capital) y no dinerarias (de administración, reestructuración e ingeniería financiera) que ayudan a las empresas en las que participan a potenciar su crecimiento y aumentar su valor. Esta actividad de capital riesgo engloba tanto el *venture capital* (inversiones en empresas en sus primeras fases de desarrollo para impulsar su crecimiento) como el *private equity* (operaciones realizadas en empresas ya maduras con una consolidada trayectoria de rentabilidad). Este trabajo se centrará exclusivamente en el *private equity*, dada su sustancialmente mayor relevancia sobre el *venture capital* en el mercado nacional.

Si bien en otras economías modernas, como Francia o Estados Unidos, las actividades de capital riesgo están altamente institucionalizadas y llevan en operación desde mediados del siglo XX², en España, debido a su breve recorrido histórico, el análisis del panorama nacional de las entidades de capital riesgo es un terreno relativamente poco investigado. Al analizar la literatura sobre el tema que tratamos, abundan las publicaciones internacionales que, por un lado, realizan análisis teóricos del sector y, por otro lado, estudian la realidad práctica en sus respectivos países. Sin

¹ El Anexo I del Reglamento de la Unión Europea 651/2014 de 17 de junio de 2014 delimita el concepto de pequeña y mediana empresa (*pyme*) de manera cuantitativa, de modo que entran en dicha categoría cualquier empresa con menos de 250 empleados, un volumen de negocio inferior a los 50 millones de euros y una cifra de balance general por debajo de los 43 millones de euros.

² Según Haro (1993), las actividades de capital riesgo aparecieron en Boston en los años 40 a través de las familias adineradas como los Rockefeller o los Whitney. Sin embargo, el nacimiento del mercado del capital riesgo, en sentido estricto, viene considerándose la creación de la *Small Business Administration* (SBA) en Estados Unidos, en 1958.

embargo, encontramos escasa literatura que estudie a fondo el funcionamiento de los *private equity* en España, estudiando el funcionamiento de esta actividad en nuestro país. El principal objetivo de este trabajo radica en realizar una aportación en este sentido.

1.2. Objetivos del trabajo

La finalidad de este trabajo consiste en la realización de un análisis empírico, mediante el uso de entrevistas personalizadas, sobre el panorama del capital riesgo español. Así, partiendo de un análisis empírico amplio realizado por Gompers, Kaplan y Mukharlyamov (2016) sobre el *private equity* americano, esta tarea se divide en un triple objetivo:

- Construir una sistematización teórica general sobre los rasgos que caracterizan el capital riesgo como *asset class* diferenciado.
- Señalar, asimismo, los diferentes enfoques de las distintas empresas entrevistadas, tratando de identificar las particularidades de la actividad del *private equity* en España. En este punto, se pretende, también, ofrecer al lector un análisis de la situación presente del sector en nuestro país, a través de los informes de ASCRI.
- Realizar un análisis comparativo de las principales diferencias entre los mercados español y americano, y del funcionamiento de esta actividad con las conclusiones del trabajo de Gompers et al (2016) y con la teoría financiera al respecto.

1.3. Metodología

La investigación objeto de este trabajo se limita al mercado español, de modo que, si bien la literatura estudiada es aplicable a cualquier tipo de entidad de capital riesgo, independientemente de la nacionalidad, el tema de estudio supone el análisis del panorama de este tipo de entidades únicamente en España.

Por ello, el trabajo consta de tres grandes bloques de estudio: en primer lugar, realizaremos una revisión teórica sobre el concepto de *private equity* y sobre la actividad de los mismos, estudiando las principales aportaciones bibliográficas al respecto; en segundo lugar, indagaremos en la realidad específica del panorama español mediante una revisión de su historia y de la situación presente del mismo, para ofrecer una foto del estado del sector nacional a día de hoy; y, en tercer lugar, expondremos la realidad

acerca de las prácticas del *private equity* en el escenario español, obtenido mediante un estudio empírico a través de entrevistas de profundidad a profesionales del sector, a la vez que comparamos nuestros resultados con la literatura existente sobre el tema y con las conclusiones obtenidas por Gompers et al. (2016).

Para el primer bloque, hemos una revisión sistemática del marco teórico existente, estudiándose la teoría financiera existente acerca de los *private equity*, eminentemente dominada por la producción anglosajona. El estudio teórico no se ha limitado al capital riesgo, sino que ha alcanzado mayor profundidad, al incluir lecturas sobre temas financieros más concretos y relacionados con la actividad del capital riesgo, como son la estructura de capital, la financiación, las mejoras operativas en empresas, los consejos de administración, etc., con el objetivo de comparar la literatura con el resultado que obtendremos de nuestra encuesta. En este apartado, caben destacar el uso de fuentes académicas, como son artículos de revistas académicas, trabajos de investigación y publicaciones de expertos sobre los *private equity* y sobre aquellos factores que explican su actividad y su historia.

Para la realización del segundo bloque, hemos acudido a fuentes profesionales, producidas principalmente por entidades profesionales específicas del capital riesgo, como son los Informes de Actividad anuales de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) o los informes de Webcapitalriesgo. También se ha utilizado la legislación al respecto, así como fuentes académicas adicionales para la elaboración de la introducción histórica.

El tercer bloque comienza con la aplicación de un método inductivo, realizado sobre el estudio de Gompers et al. (2016), del cual extraemos sus conclusiones que en el escenario norteamericano sobre la actividad del *private equity*. Posteriormente, se tratará de contrastar hasta qué punto tales conclusiones se manifiestan también en el panorama español. En este sentido, resulta de aplicación el método deductivo (de lo general a lo particular) que, mediante un análisis empírico de varias empresas permiten comparar los resultados de Gompers et al. (2016) con los nuestros relativos al escenario español.

Como herramienta en la elaboración del mencionado método deductivo, nos servimos de entrevistas en profundidad. Ruiz Olabuénaga (1996) define la entrevista en profundidad como “una técnica de obtener información mediante una conversación

profesional con una o varias personas para un estudio analítico de investigación o para contribuir en los diagnósticos o tratamientos sociales”. Si bien este método conlleva cierta subjetividad, su elección se debe al carácter distendido y flexible que permite obtener la mayor cantidad de información de los profesionales, especialmente en un sector con tantas particularidades como el presente.

En estas entrevistas nos apoyamos de una encuesta, similar a la utilizada por Gompers et al. (2016) en su estudio, que nos permitiese obtener datos estructurados de las entrevistas realizadas. Dicha encuesta sirvió de herramienta para poder extraer conclusiones sobre el mercado español, así como para comparar la realidad nacional con la teoría del primer bloque del trabajo y con los resultados del panorama americano obtenidos por Gompers et al (2016). Este trabajo de investigación americano realiza un análisis similar al nuestro para el mercado estadounidense, de modo que el bloque tercero del presente Trabajo de Fin de Grado pretende ser una réplica equivalente para el mercado español

Como segunda herramienta, nos servimos del método del caso. Castro (2010), basándose en la tesis de Yin (1994), explica que el presente método observa un fenómeno dentro en un marco temporal en constante evolución, como es la actual situación del *private equity* en España. Así, no se pretende con este trabajo ofrecer unas pautas de comportamiento fijas para la actividad del *private equity* español, sino que los resultados de nuestro estudio están condicionados por el *momentum* económico y pueden no ser los mismos en otro contexto temporal.

1.4. Estructura

Como se explicó *supra*, el trabajo se estructura en tres bloques.

Tras el capítulo introductorio, el Capítulo II expone un marco teórico sobre el funcionamiento del *private equity*, delimitando dicho concepto para el escenario español, seguido de una revisión bibliográfica sobre aquellas variables que más afectan a la actividad.

Con el Capítulo III buscamos ofrecer una vista general de la situación del *private equity* en España. Este capítulo consta de un primer subapartado que realiza una descripción histórica de la evolución en el sector, y de un segundo subapartado que

muestra las particularidades del sector nacional, como las cifras, el marco legal y una breve comparativa con nuestros vecinos europeos.

Por último, los Capítulos IV a X plasman los resultados de nuestro estudio, recogiendo las conclusiones de nuestras entrevistas con respecto a diferentes campos de la actividad del *private equity*, a la vez que, en cada punto, se comparan nuestros resultados con los obtenidos por Gompers et al. (2016) para el mercado americano, y con la teoría académica expuesta en nuestra revisión bibliográfica.

En el capítulo XI se muestran las conclusiones de nuestro estudio.

2. Marco teórico

2.1. Conceptos de capital riesgo, private equity y venture capital

Una entidad de capital riesgo es una sociedad dedicada a levantar fondos de sus inversores para, posteriormente, invertirlo a medio plazo en empresas no cotizadas, adquiriendo una participación mayoritaria en las mismas e involucrándose activamente en su gestión y administración para conseguir hacerla crecer y aumentar su valor, con el fin de obtener una ganancia en una desinversión posterior.

La Ley 22/2014³ define la actividad de capital riesgo como *“aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de la empresa generando gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en la misma con el objeto de aportar elevadas plusvalías para los inversores”*. Esta definición que otorga la ley incluye dentro del término “capital riesgo”, no solo las actividades de *private equity*, sino también aquellas inversiones dirigidas a empresas en sus primeras fases de desarrollo, lo que se conoce como *venture capital*. La propia norma reconoce que *“el capital-riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando venture capital, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como private equity, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial, siendo necesario el recurso de las entidades de capital riesgo a préstamos para poder financiarlas”*. Sin embargo, en el extranjero sí que se distinguen ambos tipos de operaciones, delimitándose el concepto de *private equity* como aquellas actividades de capital riesgo que no se centran en las primeras fases del desarrollo de una empresa, ni financia su puesta en funcionamiento ni su crecimiento inmediato, sino que invierte en empresas de mayor madurez y con trayectorias consolidadas de rentabilidad. Así, el *private equity* engloba, principalmente y a grandes rasgos, inversiones en *Growth*, consistentes en la inversión en empresas de alto crecimiento para financiar su desarrollo, incrementar sus capacidades productivas y, en muchas ocasiones, iniciar una internacionalización; y en

³ Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2005, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión colectiva

Leveraged Buy-Out (LBO), es decir, la adquisición, utilizando un alto porcentaje de deuda, de empresas con potencia del mejora, ya sea por la existencia de problemas determinados en relación con la propiedad (sucesión familiar, retiro del fundador, etc.) o por la existencia de proyectos empresariales específicos (como una reestructuración, modernización, planes de subcontratas, etc.) . El estudio del funcionamiento y de la actividad del *venture capital* no entra de los objetivos del presente trabajo.

La razón de la existencia de los *private equity* radica en las necesidades que tienen las empresas de financiarse, y los métodos de financiación tradicionales, divididos a gran escala en la bolsa de valores y en el préstamo bancario, presentan muchas limitaciones. Así, esta actividad contribuye a reducir de forma eficiente el denominado "*equity gap*", término utilizado para denominar a las empresas que no son tan pequeñas como para operar exclusivamente con la financiación personal (coloquialmente, *friends and family*) pero que aún carecen de la capacidad necesaria para poder acudir a las mencionadas fuentes tradicionales de financiación.⁴

Por un lado, la Bolsa solo permite el acceso a la financiación a compañías que cumplan con una serie de requisitos en relación con su tamaño, sus resultados o la antigüedad de la compañía. Si bien la creación del Mercado Alternativo Bursátil pretendió el acceso al mercado de valores de empresas de tamaño más reducido, su correcto funcionamiento es aún una utopía.

Por el otro lado, el acceso a la financiación bancaria exige también el cumplimiento de estrictas condiciones, especialmente con relación a la solvencia y la estabilidad de la compañía.

Con esto, las entidades de capital riesgo aparecen en la escena cuando estas dos opciones no son viables, como, por ejemplo, cuando se trata de empresas familiares o de empresas en situaciones complicadas que precisan de reestructuración.

Sin embargo, el papel del capital riesgo en absoluto se limita al terreno financiero: en su actividad, los inversores del *private equity* se involucran activamente en las operaciones y en la estrategia de la empresa en cuestión, mejorando las políticas de gobierno y buscando mejorar la eficiencia de la empresa para conseguir que esta aumente su valor.

⁴ De Los Ríos, S., Rodríguez, I., Sáenz-Díez, R. (2015)

Por tanto, podemos definir la actividad de los *private equity* como aquella inversión dedicada a la aportación temporal de recursos a empresas no financieras y que no coticen en los mercados de valores, con la finalidad de hacerlas crecer mediante su profesionalización y mediante acciones de “ingeniería financiera”, para que aumente su valor y, así, puedan posteriormente vender su participación a un precio mayor.

2.2. Sobre el trabajo de Gompers et al. (2016)

Como se explicó en la introducción, uno de los objetivos de este trabajo busca replicar la investigación realizada por Gompers et al. (2016) en el mercado español, desmenuzando las conclusiones de dicho estudio y comparándolas con las obtenidas por nosotros.

Gompers et al. (2016) encuestan a 79 profesionales del sector del *private equity* americano acerca de sus prácticas respecto a la valoración empresarial, la estructura de capital, el gobierno corporativo o la creación de valor, entre otros, en un intento de explicar la actividad y el impacto de este sector más allá de las explicaciones académicas. Con su estudio, consiguen identificar los patrones de comportamiento en la industria. Dada el afán de réplica de nuestro Trabajo de Fin de Grado, nos referiremos al estudio de Gompers et al. (2016) constantemente a lo largo del mismo.

También, realizaremos una comparación de tales conclusiones con las revisiones doctrinales financieras al respecto, para valorar la relación (o la correspondencia) entre teoría y práctica. Por esto, a la hora de elaborar el presente marco teórico, hemos revisado las aportaciones doctrinales que ilustran las principales áreas identificadas en el trabajo de Gompers et al. (2016), y que son las pertinentes para nuestro estudio.

2.3. Revisión de las principales aportaciones doctrinales

2.3.1. Sobre la estructura de capital

En primer lugar, respecto a la estructura de capital, las vertientes más tradicionales, surgidas en los años 70 y 80, son dos: la “trade-off theory” (Myers, 1977) y la teoría del “pecking-order” (Myers, 1984). La “trade-off theory” nos explica que la estructura de capital óptima de una compañía será aquella en que el nivel de deuda encuentre el balance entre la creación de valor generada a raíz de los escudos fiscales y el coste del riesgo de quiebra financiera. Las compañías deberán ajustar sus ratios de apalancamiento hasta maximizar el valor de la empresa. Por otro lado, la teoría del

“pecking-order” establece una preferencia por la financiación interna, entendiendo como tal aquella originada en los beneficios empresariales de años anteriores, de modo que el “*payout ratio*” deberá adaptarse a las necesidades de inversión de la empresa. En caso de necesitarse financiación externa, las empresas deberán acudir a la fuente de financiación más segura, e ir utilizando progresivamente aquellas de más riesgo a medida que las seguras vayan quedando saturadas (así, Myers explica en esta teoría que se debe recurrir a los accionistas en último lugar).

Posteriormente, Barker y Wurgler (2002) introducen la teoría de la oportunidad de mercado, explicando que el *momentum* macroeconómico (en particular, el ciclo bursátil y la situación de los tipos de interés) afecta a la manera en que las empresas configuran su estructura de capital. Así, las empresas tienden a tomar ratios de apalancamiento altos cuando están infravaloradas (y acudir al mercado les resultaría ineficiente) y, *a sensu contrario*, toman ratios de apalancamiento bajos cuando están sobrevaloradas y pueden beneficiarse de dichas sobrevaloraciones acudiendo a por el capital de los accionistas. Graham y Harvey (2001) confirman, a través de una encuesta anónima a varios directores financieros (en inglés, *Chief Financial Officers* o CFOs), que la oportunidad del mercado es un factor de gran importancia a la hora de tomar decisiones que afecten a la estructura financiera de las compañías. Esta misma encuesta descubre que los beneficios fiscales tienen una importancia intermedia para los directores financieros, y solo un 20% de los encuestados consideran el coste del riesgo de quiebra financiera como algo importante, lo cual entra en contraposición a la tradicional “*trade-off theory*” de Myers. Además, solo un 10% de los directores financieros de la muestra afirman tener definido un ratio de apalancamiento óptimo.

Axelson et al. (2013) contrastan la “*trade-off theory*” con las teorías sobre el *momentum*, concluyendo que las características de cada industria juegan un papel principal en la determinación de la estructura de capital óptima, al existir mucha diferencia en este sentido entre las volatilidades de los flujos de caja, las oportunidades de inversión y la liquidez (afectando al riesgo de quiebra de la “*trade-off theory*”). Así, las empresas en una determinada industria deberían mantener estructuras de capital similares.

En el terreno de los Buy Outs realizados por entidades de *private equity*, Cohn, Mills y Towery (2014), utilizando una muestra de 179 empresas estadounidenses que

habían sido adquiridas y privatizadas en el marco de los *private equity*, hallan que la estructura financiera de estas empresas no varía a lo largo de la vida de la participación del fondo en la empresa, lo cual choca con la teoría académica, que explica que los flujos de caja generados tras una operación de *Leveraged Buy Outs* (LBO) deben ir destinados a la amortización de la deuda. Axelson et al. (2013) diferencian dos momentos en la captación de fondos por parte de los *private equity*: un primer momento *ex ante* para la propia formación del fondo, y uno *ex post*, una vez se han tomado las decisiones de inversión y se pretenden llevar a cabo. Esta financiación *ex post* es la que suele tomar la forma de deuda, dando lugar a los LBO que permiten a los socios del fondo tener un control prácticamente absoluto de la empresa participada.

2.3.2. Sobre las relaciones entre administradores y accionistas

En segundo lugar, existe mucha literatura a cerca de las relaciones entre administradores y accionistas, y cómo la configuración de dichas relaciones puede tener efectos sobre el valor de la acción y sobre los resultados de la empresa. Jensen y Meckling (1976) forman parte de los primeros autores en identificar la existencia de este conflicto de agencia, que genera un coste efectivo para la empresa. Rozeff (1982) y Jensen (1986) identifican la raíz del problema, al explicar que una política de dividendos más generosa para el accionista supone una pérdida de poder del administrador, al reducir los activos que se encuentran bajo su administración, obligándole a someterse al control existente en los mercados capitales cuando se ve con la necesidad de captar nuevos fondos, además de la posibilidad de que dichos fondos no estén disponibles o de que se tenga que pagar un precio muy alto por los mismos. Este problema crece para aquellas empresas con grandes flujos de caja. Gompers, Ishii y Metrick (2003) concluyen que aquellas empresas en las que se dota de mayor poder al accionista, teniendo este una mayor capacidad de modificar la estructura de la compañía (en perjuicio de la libertad de actuación del administrador), obtenían, en el largo plazo, un crecimiento en ventas y en el precio de su acción (y, por tanto, en el valor de la empresa) mayor que aquellas compañías con estructuras más “dictatoriales” dentro de su misma industria. La explicación a este fenómeno es resumida en la siguiente conclusión: las cláusulas societarias restrictivas de los poderes de los accionistas generan un coste de agencia adicional, el cual tiene su efecto en el mercado, en la valoración de la empresa y en las proyecciones operacionales de los analistas Sin embargo, esta afirmación choca con la

idea de Fama y Jensen (1983) de que la bifurcación de los sujetos que toman las decisiones (accionistas, en este caso) y de aquellos obligados a realizarlas y dirigir su ejecución (administradores) lleva a ineficiencias empresariales, algo que, a pesar de todo, únicamente resulta inevitable en pequeñas empresas. Gompers et al. (2016) utilizan el concepto de “ingeniería de gobierno” como aquel proceso dirigido a buscar la conversión de los incentivos e intereses de administradores y accionistas, incluyendo mecanismos de control que limiten el comportamiento oportunista. Esta ingeniería de gobierno adquiere especial relevancia en el marco de los *private equity*, ya que supone la toma de control, por parte de los inversores de este tipo de entidades, de los órganos de administración de las empresas participadas, tomando la iniciativa en el gobierno de las mismas.

La compensación por incentivos supone una de las principales herramientas de esta “ingeniería de gobierno” dirigida a alinear los intereses de ambos grupos. Jensen (1986) ataca a los métodos de remuneración de los administradores de las compañías cotizadas, puesto que no están estructurados de manera que ofrezcan a estos unos paquetes de acciones de un tamaño suficiente como para que dirijan sus actuaciones hacia la maximización del valor para el accionista. Page (2011) explica, a través de un modelo empírico, cómo un crecimiento en la propiedad accionarial del CEO de una empresa supone un aumento proporcional del valor de la compañía, afirmando que este crecimiento en las acciones del CEO es una condición necesaria si se quieren llevar a cabo incrementos sustantivos en el valor de la compañía. Dentro del terreno de los *private equity*, Kaplan y Strömberg (2009) explican que es una práctica extendida el que estas entidades, al entrar en el capital de una empresa, asignen al equipo de administración una cuantiosa participación a través de acciones y opciones (en su muestra de 43 operaciones de LBO realizadas por *private equity*, el consejero delegado medio recibía un 5.4 por ciento del capital, que aumentaba hasta un 16 por ciento si se incluye al conjunto del equipo de administración). En muchas ocasiones, estos los inversores de la casa de *private equity* exigen a los administradores existentes que realicen ellos mismos un desembolso, para forzarles a participar en primera persona de la buena o mala ventura de la compañía. Además, al tratarse de empresas no cotizadas (o de empresas cotizadas que dejan de serlo), las participaciones de los administradores

carecen de liquidez, lo cual elimina cualquier tentación de estos para adulterar el rendimiento a corto plazo de la empresa.

2.3.3. Sobre el consejo de administración

El Consejo de Administración (o su figura similar en otros ordenamientos jurídicos distintos del español) supone el órgano de gobierno de más alto nivel, a través del cual se puede dirigir la actividad de todos los administradores de las distintas áreas de la empresa. Fama y Jensen (1983) cuestionan el papel de los consejos de administración y su funcionamiento, tanto para empresas en las que el problema de agencia es inevitable como para aquellas en las que esta separación entre propiedad y control no ocurre (pequeñas y medianas empresas). Hermalin y Weisbach (1998) muestran cómo la retribución de los órganos de administración está más ligada a los resultados que al precio de la acción, lo cual no ayuda en absoluto a solucionar el problema de agencia. Además, analizan el papel de los consejeros, los cuales funcionan como órgano de control para la actividad del CEO, pero limitando a la vez los beneficios de su independencia, para luego proponer una estructura de consejo formada de manera endógena (es decir, originada desde dentro) que reduzca los conflictos con los accionistas. Coles, Daniels y Naveen (2008) hallan una relación entre el tamaño del consejo de administración y determinadas características de las empresas, como pueden ser sus rendimientos o su nivel de apalancamiento, y confirman la extendida teoría de que los consejos de administración pequeños y con una presencia dominante de expertos independientes tienden a funcionar mejor.

2.3.4. Sobre los rendimientos de explotación y las mejoras productivas

En relación con los rendimientos de explotación, Gompers et al. (2016) indican que las entidades de *private equity* se venden frente a sus inversores y frente a las posibles empresas participadas como entes capaces de incrementar el valor de una compañía mediante la mejora de sus rendimientos en la explotación. Tanto Kaplan (1989) como Smith (1990) hallan, tras analizar una muestra de operaciones de LBO de empresas públicas, mejoras sustanciales en los ratios de explotación, que, por lo general, vienen acompañados de crecimientos en el valor de la compañía.

Más recientemente, Kaplan y Strömberg (2009) sintetizan los numerosos estudios sobre este tema, concluyendo que la evidencia empírica señala que, de manera indudable, la actividad de las entidades de *private equity* contribuye a crear valor

económico y productividad, si bien está muy expuesta a los ciclos económicos. Davis et al. (2014) también trae al análisis las tareas de desinversión y cierre de establecimientos que llevan a cabo las entidades de *private equity* en las empresas participadas, con el objetivo de aumentar su productividad y sus ratios de explotación. Su conclusión es similar a las mencionadas anteriormente, pues, en su muestra de “buyouts” americanos, las transacciones están asociadas a mejoras productivas. Además, realiza una interesante distinción: de la mejora productiva, dos tercios pueden ser imputables a una mejora operativa de las actividades existentes, mientras que el tercio restante tiene su origen en la propia entrada del fondo y en las actividades de reestructuración que este lleva a cabo. Tomando la información presentada a efectos fiscales por 71 compañías públicas adquiridas en un el marco de una operación de LBO, Cohn y Towery (2013) encuentran mejoras sustanciales en el rendimiento operativo de dichas empresas.

2.3.5. Sobre la creación de valor

Uno de los apartados más relevantes a la hora de hablar sobre la actividad de los *private equity* tiene que ver con la creación de valor que los profesionales de estas entidades generan en las empresas participadas (con el objetivo de obtener grandes rentabilidades con la posterior venta de su participación).

Una interesante investigación realizada por Achtleitner et al. (2015) tomando una muestra de más de 2.000 adquisiciones desglosa esta creación de valor en dos magnitudes: financieras y operacionales. Por las primeras entendemos aquellas surgidas del apalancamiento que sufre la empresa en el marco de una LBO, fruto de la ingeniería financiera que el fondo de *private equity* realiza con la adquisición de su participación, y que suponen un tercio de los rendimientos generados en las operaciones de este tipo. Los autores exponen que, dado que ratios de *debt-to-equity* altos llevan aparejado un mayor riesgo, el rendimiento financiero adicional que la deuda genera puede ser denominado “prima de apalancamiento” o “prima de riesgo”. Los dos tercios restantes de la creación de valor son imputables a las mejoras operacionales. En la muestra tomada por los autores, la mitad de la creación de valor operacional surge de un crecimiento en el EBITDA, liderado por el crecimiento de los ingresos y, en menor medida, por la mejora del margen de explotación.

Acharya, Gottschlag, Hahn y Kehoe (2013) también encuentran evidencias empíricas de la sustancial creación de valor que tiene lugar en las empresas participadas

por fondos de *private equity*, al analizar 395 operaciones ocurridas en Europa Occidental, si bien los resultados difieren de aquellos del estudio anteriormente mencionado: el 50% de la TIR de la operación es imputable al efecto del apalancamiento, mientras que solo un 34% tiene que ver con lo que denominan el “rendimiento anormal”, es decir, el rendimiento empresarial por encima de las empresas públicas comparables de su sector. Por último, Puche et al. (2015) identifican cuatro fuentes de creación de valor para las más de 2000 operaciones estudiadas: la aportación del efecto apalancamiento, el incremento del flujo de caja operativo, el crecimiento del múltiplo de la transacción y el efecto del flujo de caja libre, que se calcula en función de la reducción del nivel de deuda neta a lo largo de la operación.

3. El contexto del *private equity* en España

3.1. Evolución histórica

3.1.1. Inicios y crecimiento del capital riesgo en España

La apertura de España al resto del mundo con la llegada de la democracia en los años 70 propició la aparición de las primeras sociedades (de ámbito regional) dedicadas a las operaciones de *private equity*. La primera sociedad de la que se tiene constancia de ejercer actividades propias del capital riesgo fue SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia), seguida de las denominadas Sociedades de Capital Riesgo de las Comunidades Autónomas (SCRICA), de carácter público.

El rápido desarrollo de las relaciones con nuestros vecinos europeos tras la entrada en la Comunidad Europea en el año 1986 provocó el despegue de la inversión en España, que se consolidaba como un país moderno y próspero. Este aumento de la inversión, especialmente de la inversión extranjera, aumentó las formas de configurarse las operaciones, así como el tamaño de las mismas, provocando la aparición de un cuantioso número de entidades privadas. En ese mismo año tiene lugar la creación de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI)⁵.

El auge del *private equity* en España se produjo en 2005, cuando se alcanzó la cifra de €4.005 millones invertidos, casi cinco veces la cifra invertida el año anterior (€810 millones). Este factor estuvo en gran medida explicado por la publicación en dicho año de la Ley reguladora del capital riesgo⁶, dejando ver el compromiso del Estado con este tipo de actividad, suponiendo esto un atractivo para el inversor extranjero. Durante estos años de principio de siglo, las sociedades de capital riesgo se multiplicaron en nuestro país: de 97 inversores en 2004 (85 nacionales y 12 internacionales) se llegó a un máximo de 153 en el año 2007 (127 nacionales y 26 internacionales).

3.1.2. Tras el estallido de la crisis económica

El estallido de la crisis financiera en 2007 afectó gravemente a la actividad de los *private equity*, acentuado por las restricciones surgidas en el crédito bancario para

⁵ En el momento de su constitución, la denominación fue “Asociación Española de Sociedades de Capital Riesgo”. Para más información, consultar www.ascrri.org

⁶ Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

financiar operaciones (con un especial efecto negativo para las *pymes*), y espantando especialmente al inversor internacional. La quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers en septiembre del año 2008 es considerado por muchos el origen de la crisis económica, y las fatídicas consecuencias de la misma repercutieron en la inversión a nivel mundial. Así, en el ejercicio 2009 se alcanza un mínimo en cuanto a niveles de inversión, con una cifra de €1.591 millones, un 48% inferior a la cifra invertida el ejercicio anterior. La captación de fondos resultó también enormemente afectada por la crisis, pasando de un total de €5.257 millones captados en 2007 (máximo histórico) a €1.173 millones en el ejercicio de 2009. La desinversión fue la variable menos afectada por el estallido de la crisis: si bien en el ejercicio 2008 se redujo a la mitad, hasta un mínimo de €769 millones, en el año 2009 creció hasta los €865 millones. Este descenso se encuentra condicionado por la disminución del número de compradores (principalmente por su difícil acceso a financiación) y al alargamiento de los procesos de salida debido a las bajas valoraciones.

Los años 2010, 2011 y 2012 estuvieron afectados por la inestabilidad y por la recesión en la economía española. El año 2010 empezó con una gran cantidad de operaciones y con una aparente recuperación de la inversión (que se disparó un 117% hasta los €3.522 millones, motivado por siete grandes operaciones que supusieron el 56,6% del volumen total invertido), de la desinversión (que aumentó hasta los €1.597 millones), y, en menor medida, de la captación de fondos (hasta los €3.201 millones). Si bien las perspectivas eran positivas, la crisis de deuda soberana provocó que en los ejercicios de 2011 y 2012 esta tendencia al alza no continuase. Así, durante estos dos ejercicios, la inversión descendió gradualmente hasta los €2.548 millones (un 28%), mientras que la desinversión bajó hasta los €1.306 millones (un 18%) y la captación de fondos lo hizo un 36% hasta los €2.047 millones.

3.1.3. Período de recuperación: Fond-ICO Global

A mediados de 2013, y copiando iniciativas similares exitosas en potencias económicas internacionales como Reino Unido o Israel, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) puso en marcha el fondo Fond-ICO Global, con el objetivo de estimular la financiación no bancaria de proyectos relacionados con el emprendimiento y la innovación, invirtiendo en tanto en empresas independientemente de su fase de desarrollo (afectando, por tanto, a actividades de *venture capital* y de *private equity*),

buscando la internacionalización y la mejora de la competitividad del sector⁷. Fond-ICO Global no constituye un fondo de inversión en sentido estricto, sino que su correcta denominación sería la de un “fondo de fondos”, ya que no invierte directamente en empresas, sino en otros fondos, siendo estos últimos los que, efectivamente, realizan la inversión en la empresa. La creación de dicho fondo, con una aportación inicial de €1.200 millones, entraba dentro de las medidas del Gobierno para impulsar la actividad de capital riesgo como alternativa a la financiación bancaria, en el marco de las políticas para la reactivación económica tras la crisis de 2007. La iniciativa Fond-ICO Global, unido a la culminación del saneamiento bancario español, la salida de la recesión, la mejora de los índices bursátiles y unas sucesivas bajadas en los tipos de interés mejoraron las previsiones de la economía en general y, en particular, de la industria del capital riesgo. Estas mejoras no llegaron a materializarse al completo en el ejercicio 2013, de modo que el año 2014 se produjo la recuperación en sentido estricto de la actividad inversora. La inversión, que en 2013 se había reducido un 7% hasta los €2.454 millones, se recuperó un 23% en 2014, hasta una cifra de €3.023 millones. La captación de fondos y la desinversión suponen variables de mayor sensibilidad al ciclo, con un carácter más inmediato con respecto a las fluctuaciones del mismo, de modo que pudieron beneficiarse de las mejores perspectivas en el propio ejercicio de 2013. La desinversión aumentó un 20% en 2013, hasta los €1.574 millones, y se disparó en 2014 un 196%, hasta los €4.540 millones⁸. En cuanto a la captación de fondos, esta aumentó un 10% en 2013, hasta los €2.371 millones, y despegó un 81% en 2014, hasta los €4.287 millones, explicado por una mayor implicación de los inversores internacionales y las adjudicaciones de Fond-ICO Global.

El ejercicio de 2015 reflejó una continuación de esta tendencia positiva, a medida que cicatrizan las heridas de la crisis económica. Si bien se produce un ligero descenso con respecto a las magnitudes del año anterior, esto no es más que un reflejo de la

⁷ En palabras de ASCRI (2013), Fond-ICO Global “servirá de catalizador para la captación de unos 40 nuevos fondos de capital riesgo que invertirán a su vez en proyectos empresariales en todas sus fases de desarrollo, desde del nacimiento hasta la expansión”.

⁸ La razón detrás del despegue de la desinversión radica en que las operaciones pendientes de desinversión en los años anteriores quedaron paralizadas ante las malas valoraciones y la ausencia de compradores. Así, ante una mejora de las perspectivas y la reactivación de la actividad inversora, en los ejercicios de 2013 y 2014 se produjo la desinversión de aquellas transacciones que no pudieron realizarse de acuerdo con su *timing* inicial.

estabilización del sector, que inicia un crecimiento sólido tras el despegue vivido en 2014. Así, captación de fondos se reduce hasta los €1.481 millones (-30,8%), la inversión baja a €2.710 millones (-15,5%) y la desinversión se sitúa €4.359 millones (-4,0%).

Gráfico 1: Evolución histórica de la inversión en España

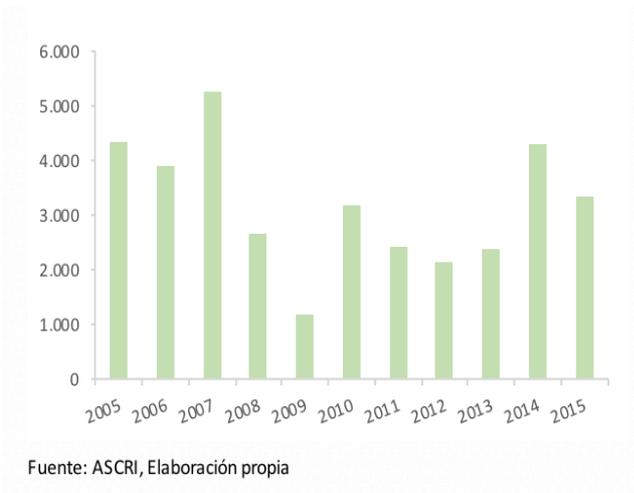


Gráfico 2: Evolución histórica de la captación de fondos en España

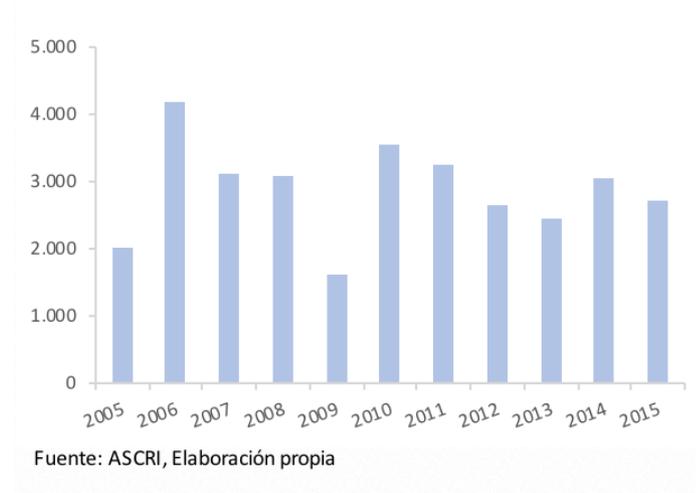
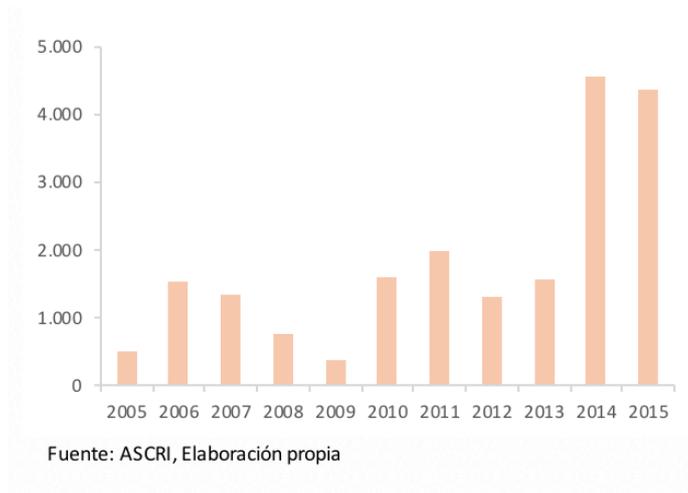


Gráfico 3: Evolución histórica de la desinversión en España



Según los datos publicados en la web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, existen un total de 126 entidades de capital riesgo registradas en España, con 185 fondos de capital riesgo activos. A pesar de esto, España sigue, en este sentido, por detrás de países con tradiciones democráticas más desarrolladas como Francia o Estados Unidos, que tienen una mayor trayectoria en las operaciones con este tipo de

fondos (y, consecuentemente, disponen de una normativa más desarrollada al respecto).

3.2. Descripción de panorama español actual

3.2.1. La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI)

En 1986 se fundó la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), una entidad sin ánimo de lucro que define su objeto social como la representación, gestión y defensa de los intereses profesionales de sus socios. ASCRI también impulsa y promueve la actividad de los fondos de capital riesgo, y elabora informes anuales sobre la actividad y sobre el panorama español de este tipo de fondos que resultan muy interesantes para nuestro estudio.

Así, el “Informe de Actividad Venture Capital y Private Equity”, de publicación anual, ofrece una completa imagen sobre la situación del sector en España. Estos informes analizan las actividades de inversión, desinversión, y captación de fondos ocurridas durante el año, y detallan las operaciones realizadas y las inversiones latentes del ejercicio. La publicación de dicho anuario tiene lugar en torno a mayo, de modo que el informe del ejercicio de 2017 aún no está disponible en el momento de elaboración de este trabajo. Por eso, nos serviremos del informe de 2016 para analizar la actividad de los fondos de capital riesgo españoles.

En virtud del mencionado informe, el mercado español de capital riesgo se configura como altamente internacionalizado, dado que el 72% del capital invertido en nuestro país pertenece a fondos internacionales, sumando un total de €2.601M de inversión (un crecimiento de más de un 50% con respecto al ejercicio anterior). Los fondos internacionales, debido a tener un tamaño considerablemente mayor a los nacionales, son los líderes en las grandes inversiones (el denominado *large market*, de operaciones superiores a €100M), dominando la totalidad de las 9 operaciones que hubo en el ejercicio de 2016.

España se caracteriza por un *middle market* (operaciones entre €10M y €100M) especialmente activo, suponiendo un 34% (€1.238M) del total del capital invertido en el ejercicio de 2016, repartido en un total de 49 inversiones. El *middle market* español se encuentra, actualmente, en un buen momento: como explica ASCRI, “*la fragmentación que presentan buena parte de los sectores en España es una oportunidad para llevar a*

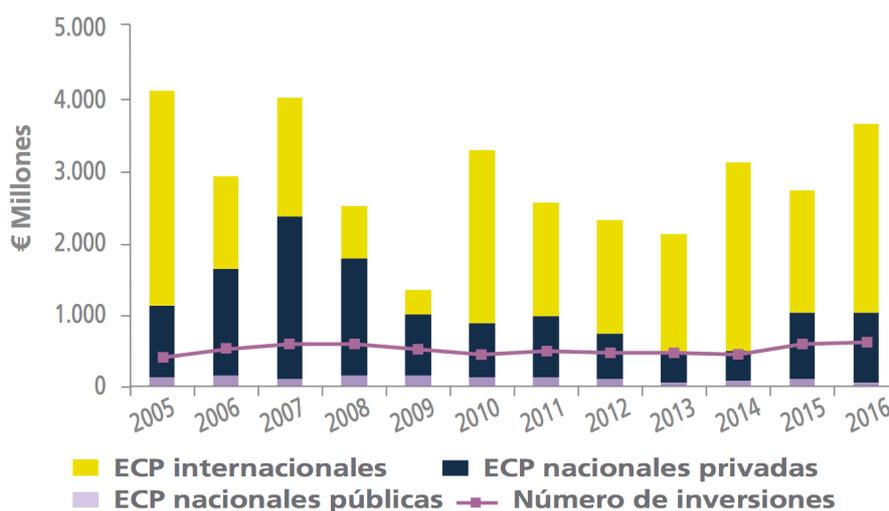
cabo estrategias de buy&build". Además, este mercado dispone de abundancia de liquidez, ya que las entidades de capital riesgo especializadas en las operaciones en el mismo han levantado satisfactoriamente numerosos fondos en los últimos años, lo que, unido a una creciente disponibilidad de la deuda, nos deja unas muy buenas previsiones para este segmento. Debido a su mayor asequibilidad, el *middle market* está dominado por las entidades nacionales, que lideraron 30 de las 49 inversiones cerradas en el 2016.

3.2.2. Estudio de las principales magnitudes

A raíz del informe de actividad anual de ASCRI, realizaremos un análisis de las principales magnitudes del sector (inversión, desinversión y captación de fondos) para el ejercicio 2016 y para la evolución histórica de las mismas:

1) Inversión

Gráfico 4: Desglose de la inversión histórica en España



Fuente: ASCRI / webcapitalriesgo

Tras un 2015 de cierta ralentización del sector, explicada por la estabilización del auge del 2014, el 2016 se muestra como el ejercicio con mayores niveles de inversión desde el inicio de la crisis financiera de 2007, mostrando la robustez y el crecimiento estable del sector ante la complicada situación política que vivió España en dicho ejercicio. La inversión realizada por Entidades de Capital Privado (ECP)⁹ en 2016 ascendió a €3.619,7 millones, un 33,6% superior a los €2.709,6 millones a los que se llegó el año anterior. ASCRI asigna este sustancial crecimiento a la consolidada

⁹ ASCRI ha pasado a denominar como "Capital Privado" la actividad típicamente denominada (y cuya denominación mantenemos) como "Capital Riesgo"

recuperación de la economía, a la mayor facilidad de acceso al crédito y al creciente apetito inversor.

El principal factor que interviene en la presente variable son tipos de interés, ya que, en un entorno con tipos bajos, el capital riesgo se erige como una alternativa de inversión rentable frente a otras posibilidades más dependientes de los tipos de interés, como puede ser la inversión en entidades bancarias o los bonos del Estado.¹⁰

Como se mencionó *supra*, las entidades de *private equity* internacionales lideran la inversión, con un 72% de la inversión total (€2.601 millones) frente al 28% (€1.018 millones) realizada por las entidades nacionales. Sin embargo, resulta llamativo que, en cuanto a número de inversiones, los fondos internacionales realizaron un total de 82 operaciones, frente a las 521 llevadas a cabo por entidades nacionales – esto se debe al ya mencionado liderazgo absoluto de los fondos internacionales en las operaciones del denominado *large market*, mientras que las entidades nacionales se concentran en operaciones de tamaño más reducido.

El 60% del capital invertido se concentró en operaciones de LBO, liderado por las grandes operaciones de las casas internacionales, seguido de la inversión en capital crecimiento o *growth capital*, que acumula un 20% del total.

En cuanto al reparto sectorial, el informe presenta un panorama fragmentado, destacando únicamente la inversión en Hostelería y Ocio, que recibió el 25% del capital invertido. Los siguientes 10 sectores con mayor inversión acumulan entre un 5% y un 10%, sin diferencias significativas. El reparto territorial de la inversión lo lidera Madrid, con un 32,9% del capital invertido, seguido de las Islas Baleares (19,8%) y Cataluña (14%). Estas tres provincias, por tanto, acumulan el 67% del total del capital invertido, de lo que se puede deducir una actividad muy concentrada en estas tres regiones. Sin embargo, en este punto es necesario indicar que la adquisición de Hotelbeds, empresa mallorquina de hostelería (*bedbank*), por parte de los fondos de Cinven y CPPIB por un *Enterprise Value* de €1.200 millones, sesgan los datos del ejercicio 2016 en favor del sector de la Hostelería y de las Islas Baleares. En los anuarios anteriores, existe un reparto de la inversión más uniforme entre sectores, sin resultar llamativa ninguna

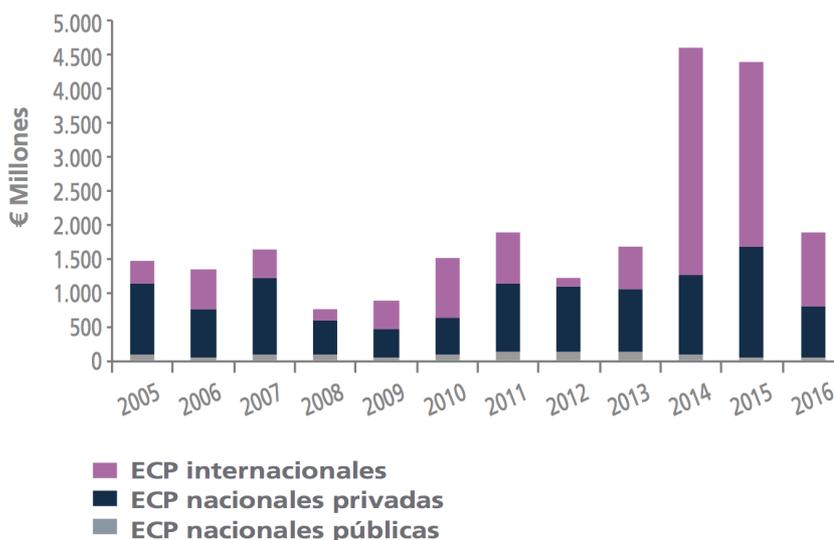
¹⁰ Balboa y Martí (2001)

tendencia histórica a favor de algún sector concreto y, geográficamente, la concentración de las operaciones existe únicamente en Madrid y en Cataluña.

A cierre de 2016, existían un total de 2.759 empresas participadas por fondos de capital riesgo, por un valor total de €20.329 millones.

2) Desinversión

Gráfico 5: Desglose de la desinversión histórica en España



Fuente: ASCRI / webcapitalriesgo

La evolución histórica de las desinversiones deja ver cómo estas se normalizan en el año 2016, después de ejercicios como 2014 y 2015 en los que se alcanzaron máximos históricos. Las inversiones, tanto en España como en el resto del mundo, realizadas por entidades de *private equity* entre 2005 y 2008 (años en los que se llegaron a máximos históricos en cuanto a inversión, como vimos *supra*) vieron paralizados sus planes de salida por el estallido de la crisis económica. Posteriormente, el cambio de ciclo dejó un entorno favorable, con mayor liquidez y atractivas valoraciones, para que dichas entidades pudiesen realizar las desinversiones de sus operaciones. Así, tras desorbitantes cifras de los años anteriores (€4.540 millones en 2014 y €4.359 millones en 2015), en el 2016 se produjeron desinversiones por valor, a precio de coste, de €1.831 millones.

Respecto a los mecanismos de desinversión, el más utilizado en 2016 fue la venta a terceros, acumulando el 26% de las operaciones. La recompra por parte de otros accionistas ocupa el segundo puesto (18%), seguido del mercado de valores (14%) y de la venta a otro fondo de *private equity* (13,5%).

3) Captación de fondos

Gráfico 6: Desglose de la captación de fondos histórica en España¹¹



La captación de nuevos fondos para la inversión en operaciones de *private equity* dejó una cifra total de €2.271¹² millones en el ejercicio 2016, suponiendo el mayor registro desde el comienzo de la crisis económica. Según el anuario de ASCRI, este crecimiento tiene su fundamento en el compromiso del sector público a través de la creación de fondos de fondos (Fond-ICO, Global e Invierte), el creciente interés de los *Limited Partners* nacionales, y la confianza en España y en este tipo de fondos por parte del inversor internacional.

La presente variable se encuentra fuertemente condicionada por los rendimientos del capital riesgo, ya que el mayor incentivo para que un inversor aporte fondos a un *private equity* radica en la rentabilidad que espera obtener de su aportación. Martí (2002) da importancia también a la comparativa de la rentabilidad ofrecida por el capital riesgo frente a otras alternativas de inversión como la bolsa.

La principal captación de recursos tuvo lugar a través de vehículos de *middle market*, entre los que destacan los fondos Alantra Private Equity Fund (€325 millones) y Artá Capital Fund II (€300 millones).

¹¹ A partir del ejercicio 2016, los informes de ASCRI empezaron a contabilizar únicamente aquella captación de fondos realizada por entidades nacionales. Por esto, el histórico mostrado en el gráfico 6 difiere del presentado en el gráfico 3.

¹² Únicamente se tienen en cuenta las captaciones realizadas por fondos nacionales y de carácter privado

3.2.3. Diferencias con las principales economías europeas

Como se puede inferir de los apartados expuestos hasta ahora, el capital riesgo atraviesa una etapa de crecimiento en nuestro país, recuperado de la dura crisis económica y con un entorno legal y administrativo favorable a la actividad del mismo. Sin embargo, resulta de interés para nuestro estudio realizar un estudio comparativo sobre la situación en nuestro país con respecto a otros países de la Unión Europea¹³.

El múltiplo principal que tendremos en cuenta es el que mide la inversión en *private equity*¹⁴ con respecto al Producto Interior Bruto (PIB) del país, ya que explica la representatividad que tiene el capital riesgo dentro de la economía global de un país. Así, en el ejercicio de 2016, el capital riesgo representó en España un 0.209% del PIB, quedando por detrás de la media europea (0.336%) y de las economías comparables a la española, como Francia (0.664%), el Reino Unido (0.640%), Suecia (0.613%) o Dinamarca (0.440%). Quedamos también ligeramente por detrás de Italia (0.234%), y resulta llamativo el descuelgue de Alemania, en donde el capital riesgo representa únicamente un 0.161% de la economía.

La comparación también muestra diferencias significativas respecto al sector de inversión. Como se indicó anteriormente, en España no existe ningún sesgo a favor de un sector determinado, de modo que, con ligeras variaciones entre los distintos ejercicios, existe bastante equilibrio entre los sectores. Sin embargo, en Europa se vive una tendencia inversora hacia las empresas de productos de consumo y servicios, y del sector TIC (tecnologías de la información y la comunicación).

Existe otra diferencia llamativa al analizar el tipo de inversor en los procesos de captación de fondos. Mientras que, en Europa, los principales aportadores de capital son los fondos de pensiones, proveedores de más de un tercio de los fondos, en España disponen de un papel casi irrelevante, no alcanzando la cifra del 5%. Por otro lado, la iniciativa de Fond-ICO Global, considerablemente pionera en el sector, ha provocado que los fondos de fondos supongan el principal aportador de recursos en el capital riesgo de nuestro país, mientras que, a nivel europeo, tienen un carácter minoritario, en torno al 5% del total.

¹³ A efectos comparativos, utilizaremos los datos proporcionados por *Investeurope* para el ejercicio 2016

¹⁴ Como se precisó *supra*, el concepto de *private equity* a nivel europeo engloba todas las actividades de inversión de capital riesgo en empresas, independientemente de su fase de desarrollo. Por tanto, en los datos utilizados a efectos de comparación, se incluyen las inversiones en *venture capital*.

La desinversión deja también cifras ligeramente dispares a las de nuestros vecinos europeos, especialmente en relación con la vía utilizada. Si bien en España la venta a otra entidad de capital riesgo tiene un carácter secundario, suponiendo el 14% del total, en Europa constituye la principal vía de desinversión, con un 29%.

4. Sobre la muestra: características de las sociedades entrevistadas

4.1. Descripción

Para concretar los resultados de nuestras entrevistas en profundidad, nos servimos de un formulario estandarizado que fue rellenado por los entrevistados, con el objetivo de poder, así, contrastar empíricamente las afirmaciones realizadas. Si bien la metodología utilizada es distinta, realizaremos un análisis similar al llevado a cabo por Gompers et al. (2016).

Las entrevistas, con una duración de entre 60 y 90 minutos, fueron dirigidas a profesionales de las siguientes entidades:

- 1) CORPFIN CAPITAL, fundado en Madrid en 1990, es una gestora independiente de fondos de *private equity*, líder en el segmento del *middle market* en España. A lo largo de su historia, ha levantado un total de cuatro fondos, por un importe total de €640 millones, invertidos en unos 50 proyectos empresariales. Su enfoque es generalista, de modo que no delimita sus inversiones a ningún sector específico. Su actividad se circunscribe a España, donde tiene su única oficina, y cuenta con 12 profesionales dedicados a estructurar las actividades de *Growth* y de LBO que realizan.
- 2) OQUENDO CAPITAL ofrece instrumentos de capital y deuda, dirigidos principalmente a compañías familiar y a accionistas institucionales que necesitan recursos para sus inversiones de crecimiento o sus reorganizaciones accionariales. Fue fundado en 2007, actualmente cuenta con 10 empleados dedicados a la inversión, en su oficina única de Madrid. Oquendo Capital se configura como un fondo de deuda, de modo que invierte principalmente en instrumentos de pasivo financiero, sin ostentar la titularidad de las participaciones de las empresas en las que invierte. Por tanto, sus inversiones, por lo general, se limitan a prestar capital, sin sufrir el riesgo de la ventura empresarial, pero configurando en sus instrumentos un porcentaje de retribución variable que le permite beneficiarse del aumento

del valor empresarial¹⁵. Con un total de €410 millones captados a lo largo de su historia, Oquendo tiene un enfoque sectorial generalista, y sus inversiones están circunscritas al territorio español.

- 3) El grupo AZORA es una entidad española dedicada a la inversión en el sector inmobiliario, tanto en hoteles (su principal activo) como en residencial y oficinas, con un total de €4.400 millones en activos bajo gestión. Azora consta de 31 profesionales con nivel de directivo, dedicados al estudio y a la gestión de las inversiones, de carácter exclusivamente inmobiliario. Así, las actividades de Azora difieren de la práctica usual del *private equity* estándar, ya que su gestión de inversiones tiene por objetivo el aumento de valor de bienes raíces. Consta de una única oficina en Madrid, y su campo de actuación se limita a España, si bien, en la actualidad, dispone de una inversión realizada en Polonia.
- 4) JP CAPITAL MARKETS es una firma independiente especializada en la prestación de todo tipo de servicios financieros de valor añadido, fundado en 2008 por Javier Botín, su actual presidente. Se configura como la *family office*¹⁶ de la familia Botín y de sus afines. Con más de 175 profesionales dentro de sus numerosas ramas de actividad, divididos entre la oficina de Madrid y la de Londres, JB Capital Markets cuenta con una cifra de €97 millones en activos totales. Su rama de “*Principal Investments*” (dedicada a la actividad de *private equity*) analiza, ejecuta y gestiona oportunidades de inversión con un enfoque *deal by deal*¹⁷. Sus inversiones se centran en empresas de *middle market* con altas perspectivas de crecimiento o que se encuentren en momentos de flaqueza. Esta rama cuenta con menos de 5 profesionales, con un enfoque generalista y una delimitación geográfica a España. Sus actividades incluyen *Growth*, *LBO* y gestión de compañías *Distressed*.

¹⁵ Esto conlleva que Oquendo necesite la participación conjunta con otro fondo que sí asuma la titularidad del equity de la operación. Sin embargo, en ciertas inversiones, Oquendo también adquiere una participación minoritaria en la compañía a la que presta dinero.

¹⁶ Una *family office* es una entidad privada que gestiona las inversiones del dinero de un grupo familiar concreto.

¹⁷ Un enfoque *deal by deal* supone que la captación de fondos se realiza para cada inversión en particular, y no con carácter general para la constitución de un fondo específico.

La posición de los entrevistados dentro de sus casas de *private equity* ha sido variada, teniendo la oportunidad de entrevistar desde socios fundadores hasta directores de inversiones.

Como hemos podido comprobar, la totalidad de la muestra lo conforman entidades nacionales, y que concentran sus operaciones en el territorio español (mostrando una falta de internacionalización de estas entidades nacionales, a diferencia de las grandes casas americanas, que suelen invertir a nivel mundial).

4.2. Organización y estructura

4.2.1. En el mercado español

En primer lugar, la estructura de personal del capital riesgo en España no responde a una delimitación en sentido estricto, sino que las funciones se reparten con un carácter más general. Como explicó uno de los entrevistados, en España “*todos hacen de todo*”, y no existe en nuestro país una concreción de funciones tan institucionalizada como veremos a continuación para los americanos. Sí cabría diferenciar, a grandes rasgos, tres grandes grupos de profesionales en torno a los cuales suelen organizarse las entidades de capital riesgo españolas: (i) el equipo de inversión, encargado de tomar las decisiones de inversión y gestionar la empresa participada; (ii) el equipo de las relaciones con inversores, cuyas tareas incluyen el trato a los *limited partners* y la captación de fondos; y (iii) el personal de apoyo a las dos funciones anteriores.

Respecto al campo de operación, el *Enterprise Value* de las empresas participadas en las cuales invierten los fondos de nuestros entrevistados pone en evidencia la clara diferencia entre los mercados español y norteamericano en cuanto al tamaño de las inversiones. Como se explicó *supra* al analizar el informe de actividad de ASCRI, el mercado español está dominado por el *middle market* (operaciones entre 10 y 100 millones de euros), dada su mayor asequibilidad para los fondos nacionales, que, por su limitación al territorio español, no tienen acceso a las grandes cifras de captación de fondos de las que sí gozan los grandes fondos americanos, de proyección internacional. Así, la franja de inversión más popular en nuestro país es aquella de empresas con un *Enterprise Value* entre 50 y 100 millones de euros, en el cual operan la totalidad de nuestros entrevistados. El resto de respuestas se inscribieron a los

segmentos inmediatamente adyacentes (de €25 millones a €50 millones, y de €100 millones a €200 millones).

4.2.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

La información de acerca de encuestados difiere de la recogida por Gompers et al. (2016) para el mercado americano. Respecto la estructura interna de los profesionales, estos sí concretan claramente el papel de cada uno de los integrantes de la firma (pues diferencian entre los *deal professionals*, *deal sourcing*, *deal execution*, profesionales de las operaciones, profesionales de la captación de fondos, profesionales de mercados de capitales, etc.)

Sobre el campo de actividad, el segmento con mayor ratio de respuesta es aquel con un rango de USD100 millones a USD500 millones, mostrando el mayor volumen de las operaciones norteamericanas, ampliamente condicionado por el sustancialmente mayor tamaño de la economía estadounidense en comparación con la española. Más de un 60% de las operaciones realizadas por sus encuestados pertenecen al denominado *large market* (de valor superior a los USD100 millones), mientras que esta cifra en España, según los datos de ASCRI para 2016, únicamente ascendería a un 6,7% (enteramente dominado por entidades internacionales).

5. Sobre la captación de fondos y las relaciones con inversores

A raíz de las respuestas de nuestros entrevistados, podemos concluir que en el mercado español no existe ninguna norma de comportamiento común en relación con el origen de los fondos. Las fuentes de financiación más populares las conforman los fondos de pensiones (nacionales e internacionales), así como las *family office*. Resulta llamativo que solo uno de nuestros entrevistados reconoció la gran relevancia que tienen los fondos de fondos en sus fuentes de financiación, pero el hecho de que el resto afirmen no recibir cantidad alguna de los mismos pone en cuestión el alcance del fondo público Fond-ICO Global.

La *hurdle rate*, entendiéndola como tal aquella tasa mínima de rentabilidad de la operación a partir de la cual los profesionales miembros de una entidad de *private equity* activan su derecho a cobrar un porcentaje como *management fee*, goza de mucha unanimidad en el mercado español, posicionada en un 8%. Esto quiere decir que los gestores obtienen beneficios por tal gestión de la inversión cuando sus proveedores de capital obtengan, como mínimo, un 8% de rentabilidad en su inversión. El *carried interest*, o simplemente *carry*, es el porcentaje de los beneficios generados por un fondo o por una operación que los profesionales del *private equity* recibirán (siempre que, como explicamos, estas rentabilidades superen la *hurdle rate*). Para nuestros entrevistados, el *carry* se fija con respecto al fondo en general, y no con respecto a operaciones en concreto, excepto para el caso de JB Capital debido a la configuración de sus inversiones como *deal-by-deal*.

A la hora de montar un fondo y dirigirse a sus inversores en busca de financiación, los profesionales del *private equity* ofrecen una rentabilidad cercana al 25% como "*target rate of return*", si bien esta cifra se ve reducida a entre un 10% y un 15% en dos de las entidades entrevistadas debido a ciertas particularidades en su actividad que justifican tal reducción.¹⁸

¹⁸ Más específicamente, la rentabilidad objetivo se reduce para el caso de Azora, dado su enfoque al mercado inmobiliario, por las salvedades del sector, y para Oquendo, debido al menor riesgo que lleva aparejada la inversión en instrumentos de deuda

6. Sobre las operaciones de inversión

6.1. Origen y recepción

Los fondos de *private equity* obtienen las oportunidades de inversión a través de diferentes vías. En este punto, existe una gran divergencia entre los cuatro entrevistados, al ser el apartado donde más se acentúan sus particularidades. Así, mientras Corpfin genera la mayoría de sus decisiones de inversión a través del propio análisis realizado por sus profesionales, Azora utiliza como fuente principal los informes de *brokers* inmobiliarios, como CBRE o Cushman&Wakefield. Por su lado, JB Capital, debido a su configuración como *family office*, recibe la mayoría de oportunidades de contactos, dentro de los cuales entran los bancos de inversión. Por último, Oquendo, al actuar principalmente con pasivos financieros, basa sus decisiones de inversión en lo dictado por sus asesores externos en este sentido.

Evidentemente, no todas las oportunidades que se reciben se convierten, finalmente en una inversión. De aquellas recibidas, solo entre un 6% y un 9% son objeto de *due diligence*, que permitirá, tras un exhaustivo análisis, tomar una fundada decisión final. Así, de todas las oportunidades recibidas, la inversión, de media, solo se materializa para un 4% de las mismas. Estos porcentajes son distintos para el caso de Azora, debido a las peculiaridades de la inversión en *real estate*, llegando a materializarse hasta un 15% de las oportunidades que son inicialmente consideradas.

6.2. La toma de decisiones

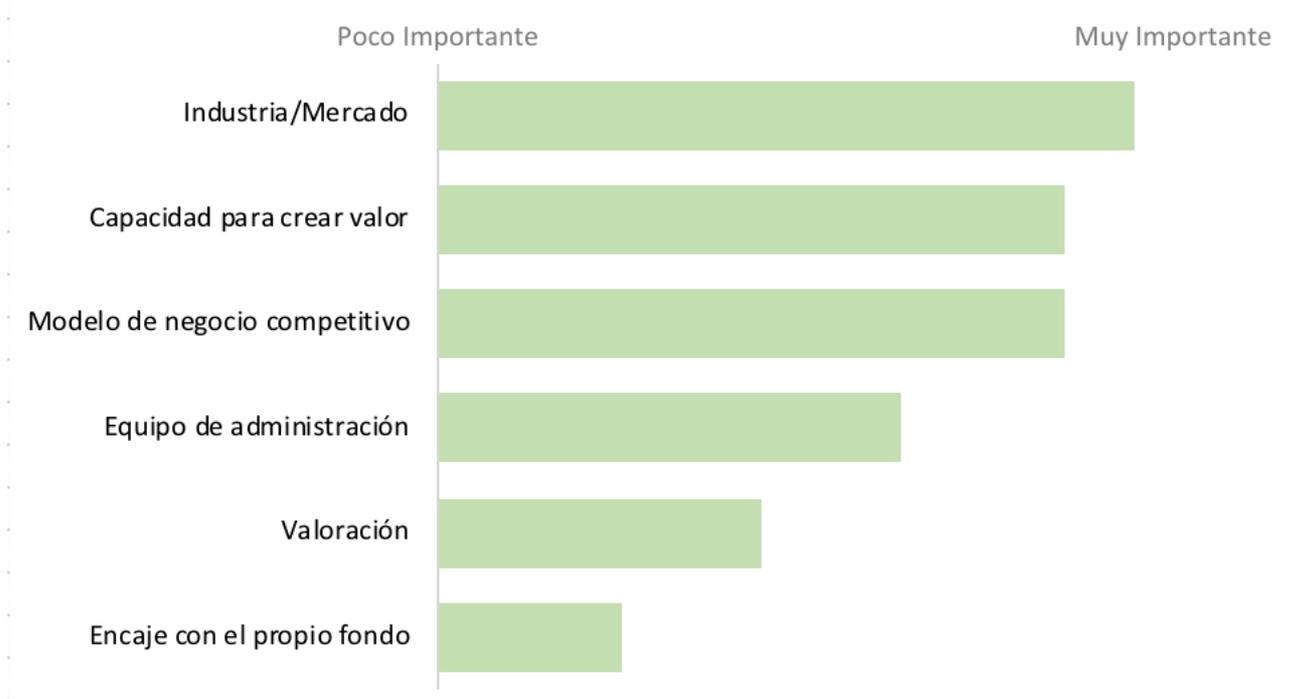
La mecánica de la toma de decisiones está estandarizada entre las entidades de *private equity* española: las decisiones se toman en un comité de inversión, sin presencia de asesores externos, y mediante un consenso entre los miembros del mismo (en ocasiones, con la existencia de un poder de veto por parte de uno de los miembros, que, generalmente, suele ser el presidente o fundador de la entidad). Es muy frecuente que esta toma de decisiones esté asistida por una tarea externalizada de *due diligence* de gran amplitud, abarcando, generalmente, un estudio contable, legal, fiscal, operativo y de industria.

6.3. Factores de decisión

6.3.1. En el mercado español

A la hora de tomar una decisión de inversión, los factores a considerar dentro de la empresa participada son muy variados, siendo los más valorados, como se muestra en el gráfico: (i) que se trate de una industria atractiva para la inversión; (ii) que haya capacidad para crear valor en la empresa participada; y (iii) que el modelo de negocio sea competitivo y permita el crecimiento de la empresa.

Gráfico 7: Factores considerados en la toma de decisiones de inversión



6.3.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

En el mercado americano analizado por Gompers et al. (2016), se da más importancia al modelo de negocio de la empresa participada y la competitividad del mismo, así como al equipo de administración, si bien en España este último factor queda en cuarto lugar. Ambos trabajos coinciden en la irrelevancia de que la inversión encaje dentro de los cánones de la entidad inversora – la posibilidad de crear valor y ganar dinero está por encima de los parámetros de inversión establecidos que pudieren existir.

6.4. Fuentes de rentabilidad

6.4.1. En el mercado español

Respecto a las fuentes de rentabilidad estudiadas¹⁹ antes de tomar una decisión a favor de una determinada inversión, en el orden en cuanto a importancia se encuentran, en primer lugar, el crecimiento del valor de la empresa (coherente con la teoría general del *private equity*); en segundo lugar, la existencia de un hueco para llevar a cabo mejoras operativas, lo cual está directamente relacionado con el primer factor; y, a continuación, las posibilidades de beneficiarse del arbitraje²⁰ a nivel de industria (vendiendo a un múltiplo superior al que se compró), y, en último lugar, el apalancamiento de la empresa.

6.4.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Los resultados de los fondos estadounidenses tienen una coincidencia casi perfecta por los obtenidos por nosotros. El crecimiento en el valor del negocio se sitúa a la cabeza, calificado como factor de gran importancia por la totalidad de su muestra. A continuación, estaría el hueco para realizar mejoras operativas, seguido del apalancamiento y del arbitraje a nivel industria (si bien se distancian de los dos primeros factores).

6.4.3. Comparación con el marco teórico

Esta gran similitud entre ambas economías sugiere que la principal preocupación de los fondos de *private equity* radica en la creación de valor, la cual se materializa en la introducción de mejoras operacionales. Así lo reconocen Achtleitner et al. (2015), que, en su estudio de más de 2.000 adquisiciones, imputa dos tercios de la creación de valor a estas mejoras en las actividades de explotación.

¹⁹ Oquendo Capital, por la peculiaridad de su activo y su falta de involucración en la gestión de la empresa, queda excluido en el análisis de este punto.

²⁰ Se dice que existe arbitraje cuando un inversor es capaz de comprar un activo e, inmediatamente, venderlo a un precio superior, debido a ineficiencias del mercado. Los fondos de *private equity* tienen en cuenta estas ineficiencias a la hora de realizar sus inversiones, pues es una rápida fuente de rentabilidad.

7. Sobre la gestión de la participada

7.1. Identificación de las fuentes de valor

El incremento de valor de la empresa participada supone una de las partes esenciales del *private equity*. Sin embargo, existen multitud de opciones, vías y métodos para poder hacer crecer el valor de una compañía.

7.1.1. En el mercado español

Gráfico 8: Fuentes de valor identificadas en las empresas participadas



Como muestra el gráfico, las fuentes de valor identificadas con mayor frecuencia por las entidades de *private equity* se encuentran en la reducción de costes, la existencia de un precio atractivo y en un incremento de los ingresos. La reducción de costes y el incremento de los ingresos entran dentro de la creación de valor operativa, pues supone mejorar la eficiencia de la actividad empresarial (lo que la nomenclatura del sector definiría como *Growth*). Recordemos que, en España, el *private equity* se concentra en *pymes* en las que los fondos identifican posibilidades de mejoras operativas, ya sea por ser empresas tradicionalmente familiares o por modelos de negocio con potencial por explotar – la importancia que se da a la creación de valor operativa es coherente con dicho panorama. Por su parte, poder comprar a un precio atractivo implica una gran

oportunidad para los fondos de alcanzar sus objetivos sobre tasas de rentabilidad en una futura desinversión.

La idea de realizar sucesivas adquisiciones ocupa el cuarto lugar, seguido de la mejora de los sistemas informáticos (fuente de creación de valor operacional sencilla debido al estado rudimentario en el que se encuentran muchas empresas familiares). A continuación, se encuentra la posibilidad de realizar una eventual salida a un precio alto, de modo que, en combinación con el segundo lugar que ocupa la posibilidad de comprar a un precio bajo, podemos concluir que existe una cierta tendencia oportunista en el mercado español.

Seguidamente, se encontrarían cuatro apartados en relación con el gobierno corporativo, como son, en este orden, la inclusión de incentivos, la mejora de la gestión empresarial, la inclusión de servicios compartidos (especialmente relevante en el caso de Azora por la centralización de sus servicios de gestión inmobiliaria) y el cambio del consejero delegado (en inglés, *Chief Executive Office* o CEO) o del director financiero (en inglés, *Chief Financial Office* o CFO). En este punto, encontramos cierta similitud entre los entrevistados al argumentar que las modificaciones en la administración de la compañía suponen una decisión altamente casuística – dependerá de si el equipo existente supone una ayuda o un obstáculo para las actuaciones que el fondo desee realizar.

En último lugar, y con poca relevancia, están la reformulación del modelo de negocio (algo poco frecuente) y el cambio del equipo de administración más allá del CEO y del CFO (lo cual deja ver que el problema suele estar en estos dos puestos de alta dirección).

En conclusión, los profesionales del *private equity* español señalan que la mayor importancia en la creación de valor se encuentra en las mejoras operativas de la actividad empresarial, seguido de la posibilidad de realizar una inversión oportunista.

7.1.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Gompers et al. (2016) diferencian en su estudio entre las fuentes de valor identificadas de manera previa a la inversión, y aquellas que, tras producirse la desinversión, han contribuido de manera efectiva a la creación de valor. Sin embargo, a la hora de realizar nuestro estudio, los profesionales del *private equity* entrevistados nos aseguraron una similitud entre ambas variables.

En el mercado americano, el orden de importancia de las fuentes de valor difiere ligeramente. Las mejoras operativas en relación con el incremento de los ingresos ocupan el primer lugar de la tabla, lo cual muestra cierta similitud con el entorno nacional. También, si bien con menor relevancia que en España, la inversión oportunista tiene especial interés, especialmente en relación con la oportunidad de realizar una salida a un precio alto.

Sin embargo, a diferencia del mercado español, las actuaciones sobre la administración de la compañía cobran especial importancia: más de la mitad de los fondos que realizaron su encuesta crean valor a través de una mejora en la gestión de la alta dirección y de la introducción de incentivos a la misma. También, los cambios en los equipos de alta dirección (incluyendo CEO y CFO) son más frecuentes que en España. Esta relevancia de ingeniería en el gobierno corporativo supone la principal diferencia entre ambas economías.

7.1.3. Comparación con el marco teórico

El primer lugar que ocupan las mejoras operacionales y en la actividad de explotación de las compañías resulta coherente con los resultados obtenidos por la gran parte de la doctrina.

Así, tanto Kaplan (1989) como Smith (1990) identifican, para operaciones de LBO, la fuerte relación entre las mejoras en los ratios de explotación y el aumento de valor de la compañía. Davis et al. (2014) obtienen similares conclusiones, pudiendo cuantificar el efecto de tales mejoras operativas: en su análisis, dos tercios del valor creado era imputable a las mejoras operativas, y el tercio restante a ingeniería financiera. A la misma conclusión llegan Achtleiner et al. (2011) en su estudio de más de 1.000 operaciones de adquisición empresarial.

7.2. El gobierno corporativo

En este apartado, estudiaremos las operaciones que realizan los profesionales de las entidades de *private equity* en la administración de la empresa participada, una vez adquieren la misma. Estas entidades²¹, al igual que los encuestados por Gompers et al. (2016), participan de la administración de la compañía en casi un 100% de las

²¹ Recordemos la particularidad de Azora, que, al invertir en el sector inmobiliario, su actividad no tiene efecto sobre el gobierno de sus adquisiciones, pues estas se producen únicamente sobre activos. Por tanto, quedará fuera de nuestro análisis con respecto a este punto

ocasiones.²² Resultarían llamativos unos resultados que mostrasen lo contrario, ya que se alejaría de la propia definición de la actividad del capital riesgo.

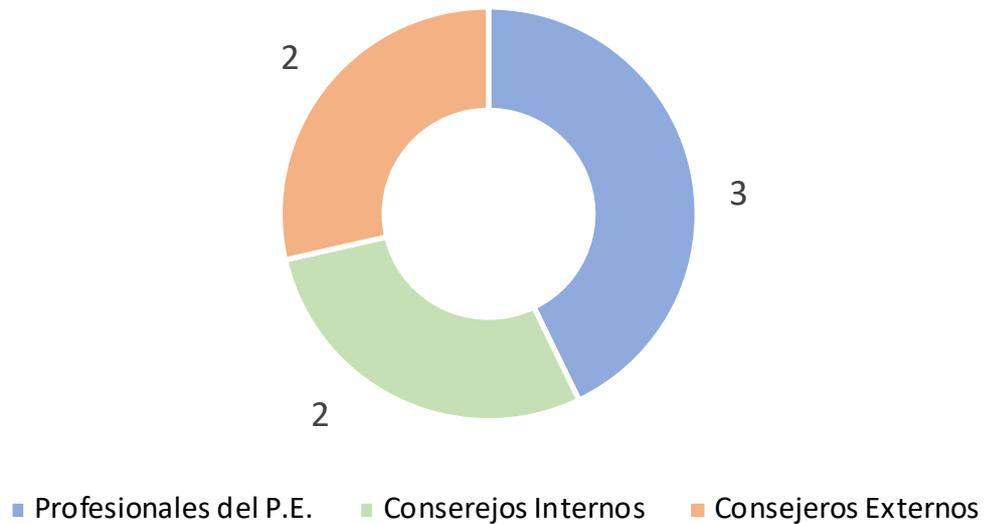
7.2.1. En el mercado español

De las entrevistas podemos extraer que existe una tendencia a modificar sustancialmente el consejo de administración, no solo introduciendo al personal del propio fondo encargado de la gestión, sino eliminando a algunos de los consejeros existentes. Sin podernos ofrecer una cifra porcentual en muchas ocasiones, nuestros entrevistados afirmaron que el cambio de CEO a la hora de entrar en el capital de una empresa es poco frecuente, pero no lo es con respecto a otros miembros del consejo. La razón detrás de tal radical decisión se encuentra en el inmovilismo que suele existir por parte de ciertos administradores a los cambios, que impiden que el *private equity* materialice los planes operacionales que llevaron a la compra de la participación. Particularmente, el mercado español está dominado por *family owned companies*, con administradores de bastante antigüedad que, si bien pueden presumir de una alta experiencia, suponen un ancla que impide el crecimiento de la compañía. La figura del CEO tiene la peculiaridad de que, en la mayoría de las ocasiones, se trata de un miembro de la familia propietaria o del fundador de la misma, de modo que puede aportar mucho *know-how* y es un perfecto conocedor del sector.

Respecto del tamaño ideal de un consejo de administración, las respuestas de nuestros entrevistados se encontraban entre 5 y 7 miembros, con una presencia dominante de los profesionales del fondo adquiriente. Así, el Consejo de Administración ideal, calculado a través de una media entre las respuestas de los entrevistados, quedaría como se muestra en el siguiente gráfico.

²² Además de operaciones de capital riesgo en sentido estricto, como se definen en el apartado de este trabajo dedicado a ello, las casas entrevistadas llevan a cabo, además, operaciones de inversión complementarias en las que no siempre se interviene en la gestión de la compañía invertida (i.e., inversiones minoritarias, préstamos, etc.)

Gráfico 9: Composición ideal del Consejo de Administración



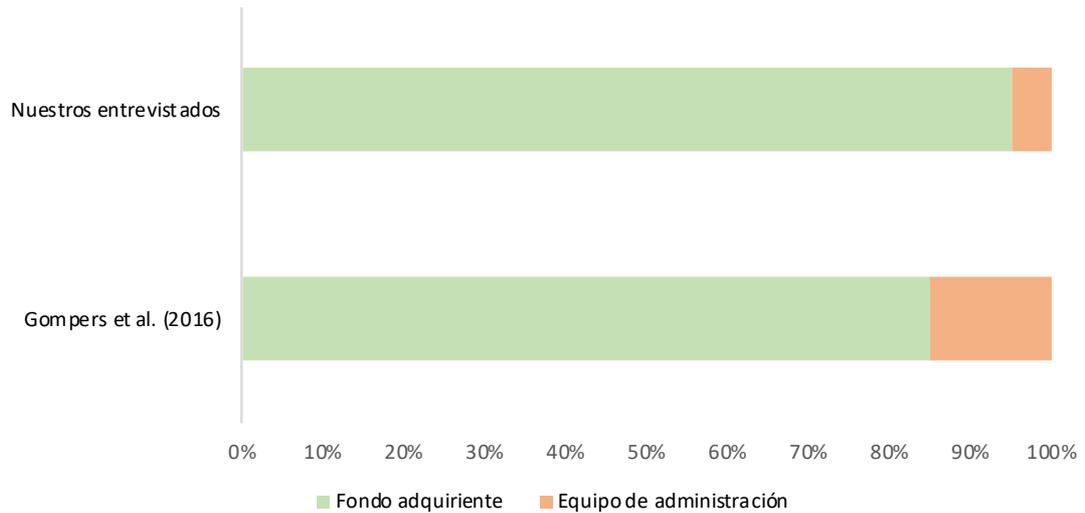
Es muy común en el mercado español que el fondo de *private equity* mantenga adquiera en la compañía, de media, un porcentaje de control cercano al 95% del total, dejando el resto, generalmente, a los administradores de la compañía, en un intento de alinear los intereses de estos con los del fondo.

7.2.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Nuestros resultados son perfectamente consistentes con los obtenidos por Gompers et al. (2016), y muestra una clara preferencia del capital riesgo por los consejos de administración pequeños. Según los resultados de su encuesta, el tamaño preferido del Consejo de Administración es, de media, de siete miembros, y, en ellos, los profesionales del *private equity* se encuentran acompañados de consejeros independientes y de consejeros internos de la propia empresa en una proporción similar a la obtenida en nuestro estudio (tres del fondo, dos internos y dos independientes). La figura del CEO es modificada en un 33% de las ocasiones, lo cual guarda cierta similitud con la afirmación de “poco frecuente” ofrecida por nuestros entrevistados.

Con respecto a la cesión de participaciones a los administradores, del estudio de Gompers et al. (2016) podemos extraer conclusiones similares a las del mercado español, si bien, en la práctica americana, se suele ceder un porcentaje ligeramente superior a los administradores de la compañía participada (en torno a un 15%, manteniendo el fondo un 85% del total de las participaciones, en términos medios).

Gráfico 10: Comparación de la estructura de la cesión de participaciones a los administradores en el mercado español y en el americano



7.2.3. Comparación con el marco teórico

El resultado de las entrevistas resulta también coherente con la teoría académica de Coles, Daniels y Naveen (2008), que demostraban la eficacia de los consejos de administración pequeños y con una mayoría de consejeros externos.

Además, la presencia dominante de profesionales de la entidad de *private equity* adquiriente (junto con consejeros independientes designados por el mismo), que son los propietarios de la misma, y la cesión de una cierta participación a los administradores, evita la aparición de los problemas de agencia identificados por Jensen y Meckling (1976), pues los intereses entre propietarios y administradores quedan casi perfectamente alineados. Además, al ser los propios consejeros del fondo los beneficiados con el aumento de valor de la compañía (pues se beneficiarán en la posterior desinversión), se verán afectados por el efecto positivo que tienen los incentivos en los administradores, tal y como identifican Jensen y Murphy (1990).

8. Sobre la ingeniería financiera

8.1. Métodos de valoración

En este apartado analizaremos qué métodos de valoración utilizan los inversores del *private equity* a la hora de entrar en la participación de una compañía.

8.1.1. En el mercado español

Nuestros entrevistados²³ coincidieron en su totalidad al afirmar que el método más popular es el método de la TIR, que les permite, desde un momento previo a la inversión, concretar la rentabilidad que esperan de la misma. Al mismo nivel se encuentra el método del múltiplo sobre el capital invertido²⁴ (en inglés, *Multiple On Invested Capital* o *MOIC*). Secundariamente, las entidades entrevistadas utilizan el descuento de flujos de caja (*DCF* por sus siglas en inglés) basado en el *WACC*²⁵, los múltiplos con respecto a el EBITDA de las compañías comparables, y el retorno de flujos de caja sobre el equity, si bien el uso de estos dos métodos resulta esporádico. Ninguno acredita el uso del DCF basado en el *Adjusted Present Value (APV)*.

8.1.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Los fondos encuestados por Gompers et al. (2016) manifiestan, al igual que los españoles, una preferencia indiscutible por la TIR y por el MOIC, así como un papel secundario y ocasional para el DCF basa en el WACC o en el APV. Por tanto, de la comparación de ambos estudios podemos deducir la preferencia del sector de *private equity* por los métodos de valoración que ofrecen una rentabilidad sobre su inversión, lo cual puede ofrecerles, desde un primer momento, el valor al que tendrán que desinvertir para alcanzar sus objetivos de rentabilidad. Además, en ambos resulta llamativo el poco protagonismo que recibe el tradicional método del DCF.

8.1.3. Comparación con el marco teórico

La irrelevancia del método del DCF contrasta con los resultados obtenidos por Graham y Harvey (2001) en su encuesta a CFOs, quienes equiparan la importancia de este método al del método de la TIR. Los resultados también difieren, como explican

²³ El caso de Azora resulta particular, pues en el sector inmobiliario se utilizan unos métodos de valoración distintos a los ordinarios. Así, en este tipo de activos, la valoración se calcula a través del *Gross Asset Value (GAV)* de los inmuebles, al cual se llega, generalmente, mediante un descuento de flujos de caja.

²⁴ MOIC= Total de Flujos de Caja Recibidos / Capital Invertido

²⁵ Siglas para "*Weighted Average Cost of Capital*", o Coste de Capital Medio Ponderado.

Gompers et al. (2016) en su trabajo, con la teoría explicada en los cursos de finanzas corporativas impartidos en los MBA²⁶ de las principales escuelas de negocios, así como con los modelos utilizados análisis de valoración realizados por los bancos de inversión para las fusiones y adquisiciones.

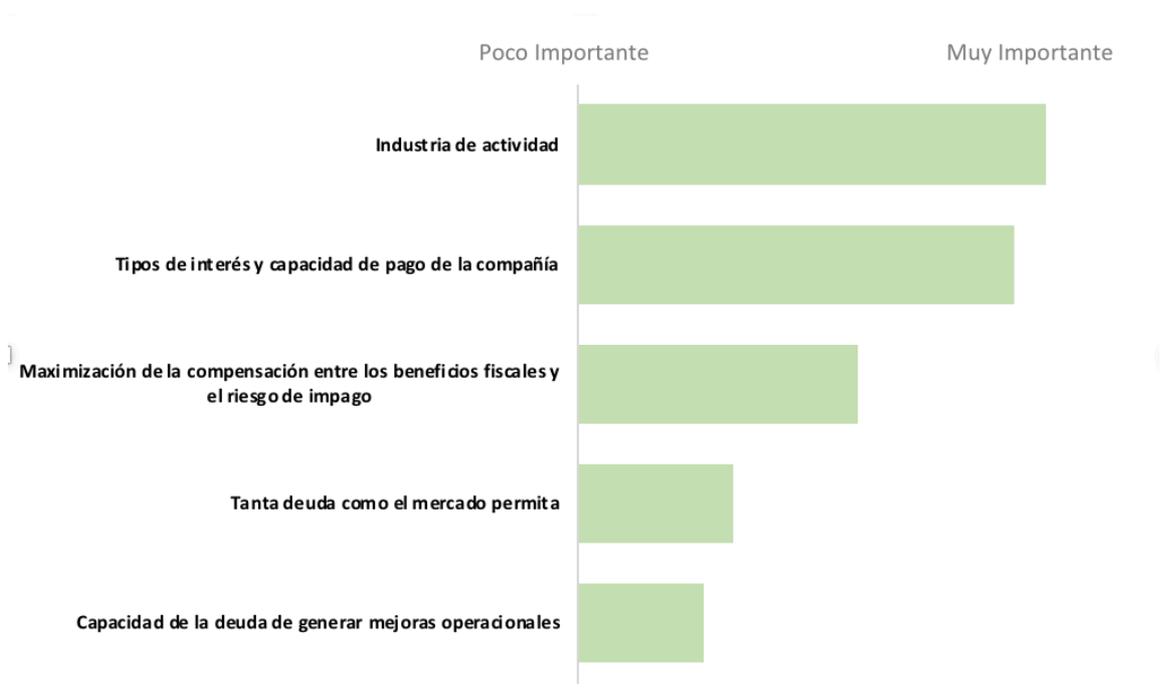
8.2. La estructura de capital y la deuda

8.2.1. En el mercado español

Los fondos de *private equity* entrevistados en nuestro estudio financian sus operaciones con una estructura de capital que incluye, de media, entre un 50% y un 60% de deuda (*Debt-to-Capital Ratio* medio de 55%), con un tiempo a vencimiento medio de 8,25 años, que se refleja en un *Debt-to-EBITDA Ratio* medio de 3,83x. Respecto del *equity* utilizado, la gran mayoría del mismo se compone de *common stock*, siendo poco frecuente el uso de instrumentos alternativos como las acciones preferentes o *mezzanine debt*

En las entrevistas, preguntamos a los profesionales qué factores toman en consideración a la hora de determinar el nivel de deuda que utilizarán para una determinada inversión. El orden de importancia se expone en el siguiente gráfico.

Gráfico 11: Determinantes de la estructura de capital de las empresas participadas



²⁶ Siglas para *Master in Business Administration*

Como se expone, el factor más importante es la industria en la que se desarrolla la actividad, ya que existe mucha variación entre industrias con respecto a los flujos de caja generados, la liquidez y las decisiones de inversión. Muy cerca en importancia, le sigue los tipos de interés del momento y la capacidad de pago de la compañía. Estos dos factores se desmarcan de los otros tres, como son el intento de maximizar el equilibrio entre los beneficios fiscales y el riesgo de impago, en tercer lugar; buscar acoger tanta deuda como el mercado permita, en cuarto; y, por último, la capacidad de la deuda para ayudar con las mejoras operacionales.

8.2.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Los resultados del estudio norteamericano tienen una semejanza casi perfecta con los obtenidos en nuestras entrevistas. Los fondos encuestados incluían en sus inversiones un *Debt-to-Capital Ratio* medio del 56%, y un *Debt-to-EBITDA Ratio* medio de 3,90x, lo cual se sitúa llamativamente cerca por los resultados del panorama español.²⁷

Los fondos americanos coinciden en la importancia de los factores a nivel industria y de los tipos de interés y la capacidad de pago que la empresa tenga de los mismos. A continuación, también se encontrarías el equilibrio entre beneficio fiscal y riesgo de impago, y la búsqueda de la máxima deuda posible. En último lugar, al igual que en el mercado español, se encontraría la capacidad de la deuda de influir en las mejoras operacionales. Adicionalmente, y por debajo de este último factor, algunos de los encuestados por Gompers et al. (2016) mencionaron la importancia de la deuda para dotar de flexibilidad financiera a la compañía. Sin embargo, ninguno de nuestros entrevistados decidió introducir ningún factor alternativo a los preguntados.

8.2.3. Comparación con el marco teórico

Los factores de relevancia a la hora de definir la estructura de capital de la empresa obtenidos en ambos estudios resultan opuestos a la “trade-off theory”²⁸ de Myers (1977), y se acercan más a las teorías posteriores sobre la importancia del *momentum*, introducidas por Graham y Harvey (2001) y por Barker y Wurgler (2002).

²⁷ La encuesta de Gompers et al. (2016) no ofrece datos en relación con el porcentaje de deuda bancaria sobre deuda total, ni sobre el vencimiento medio de tal deuda.

²⁸ Recordemos que Myers (1977) explica que una compañía debería acumular aquel porcentaje de deuda que le permita maximizar su valor, a través de un equilibrio entre los beneficios fiscales por los intereses de la deuda y el riesgo de quiebra.

Sin embargo, Graham y Harvey (2001) también obtienen en sus resultados una alta importancia con respecto al factor de la flexibilidad financiera, que, sin embargo, en el estudio de Gompers et al. (2016) solo es reconocido por un pequeño número de encuestados, y que no aparece en nuestro trabajo.

Nuestros resultados resultan coherentes con las teorías expuestas por Axelson et al. (2013), que contrastaba la “*trade-off theory*” con la teoría del *momentum* para concluir que las empresas de una misma industria deberían tener estructuras de capital similares debido a las características comunes entre ellas sobre liquidez, generación de caja y necesidades de inversión. Además, identifican la importancia del *momentum*, de modo que cuando los tipos de interés son mayores, el nivel de deuda utilizado es menor, y viceversa.

8.3. La rentabilidad

8.3.1. Sobre valoración de la operación de salida

Con el objetivo de valorar los resultados económicos de una inversión, los profesionales del *private equity* realizan, en el momento de la compra, una estimación a sobre el valor de su inversión (es decir, del valor de la empresa participada) en el momento de salida. Existen tres métodos principales para la realización de este cálculo: (i) utilizando el valor de compañías públicas comparables; (ii) utilizando el valor de transacciones de compañías comparables; y (iii) utilizando el DCF en función de un crecimiento a perpetuidad.

8.3.1.1 En el mercado español

Las respuestas ofrecidas por nuestros entrevistados resultan muy dispares, demostrando que no existen unas prácticas comunes en este punto. Así, en el caso de Azora, únicamente utiliza el método del DCF, dada la no aplicabilidad de los múltiplos mencionados en el sector inmobiliario. Corpfín Capital y JB Capital Markets sí que utilizan los métodos de múltiplos en sus análisis como método principal. La idea detrás de esto, según nos explican, radica en la intención de mantener dicho múltiplo en el momento de la salida, beneficiándose, en este sentido, de la creación de valor que generarán las mejoras operacionales. Oquendo Capital queda fuera de este análisis por las particularidades del activo de la deuda, que difieren del *private equity* general.

A la hora de utilizar el método de múltiplos, es necesario seleccionar un grupo de compañías comparables a estos efectos. Los determinantes más importantes de nuestros entrevistados, por unanimidad, son la similitud geográfica y de tamaño. Secundariamente, da importancia también a la industria en la que se opera y a la similitud en el riesgo.

El *Enterprise Value/EBITDA* supone el múltiplo más extendido para calcular el valor de las compañías. Por lo tanto, las proyecciones sobre las mejoras operativas, es decir sobre el EBITDA, resultan esenciales a la hora de analizar la creación de valor generada a la hora de desinvertir. Los administradores de las compañías participadas ofrecen sus proyecciones a los fondos de *private equity* para facilitarles el cálculo. Sin embargo, resulta llamativo que estos fondos no suelen confiar en las predicciones de estos administradores, aplicando un descuento de entre un 10% y un 15% debido al excesivo optimismo con el que suelen realizarse las mismas. Uno de nuestros entrevistados afirmó que nunca tenía en cuenta lo ofrecido por los administradores, realizando sus propias predicciones.

8.3.1.2 En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Los fondos americanos encuestados ofrecen una imagen parecida a la española, con una clara preferencia por el método de los múltiplos sobre el DCF. La selección de comparables, sin embargo, sigue el criterio de la industria, en primer lugar, y el del tamaño, en segundo, difiriendo ligeramente de las preferencias de los españoles.

Sobre el descuento a las proyecciones de EBITDA ofrecidas por los administradores de la empresa participada, esta cifra aumenta a una media de un 20% para el mercado americano.

8.3.2. La rentabilidad esperada

8.3.2.1 En el mercado español

Los inversores del *private equity* español se fijan, a la hora de analizar una operación, una TIR objetivo de un 25%. Esta cifra, sin embargo, se reduce a cerca de un 15% en el caso de Azora, por las particularidades del sector inmobiliario. Sin embargo, existen determinados factores que generan un cambio en dichos valores. El más importante, de forma unánime entre nuestros entrevistados, es el riesgo de la compañía. Secundariamente, y muy distanciado del primero, encontraría el apalancamiento financiero.

En términos de MOIC, la cifra se situaría en un retorno de 2,5 veces y 3 veces el capital invertido. Esta cifra, al igual que la anterior, también se vería modificada por el riesgo empresarial, y, secundariamente, por el apalancamiento y por los rendimientos históricos que han recibido los proveedores de capital.

8.3.2.2 En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Las cifras de los fondos estadounidenses indican una cifra de TIR similar, es decir el 25%. Igualmente, esta cifra se ve modificada en función del riesgo aparejado a la inversión y, en segundo lugar, por las consideraciones del apalancamiento financiero.

Respecto al MOIC, la media de los entrevistados se coloca en 2,58 veces el capital invertido, consistente con los resultados del entorno español. A esta cifra de MOIC le correspondería una TIR de un 23%.

8.3.2.3 Conclusiones

En su estudio, Gompers et al. (2016) calculan, en función de la *equity beta* ofrecida por Axelson, Sorensen y Strömberg (2014) para las empresas participadas por *private equity* (un 2,3), la tasa de descuento en función del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)²⁹ sería un 18%. El hecho de que la TIR de la inversión sea superior a la cifra ofrecida por el CAPM sugiere que las rentabilidades del *private equity* son superiores al riesgo del negocio.

²⁹ Utilizando el bono americano a largo plazo como tasa libre de riesgo (4%) y una *Equity Risk Premium* del 6%.

9. Sobre la coinversión

La coinversión existe cuando los proveedores de capital de los fondos de *private equity* (los *limited partners* o “LPs”) adquieren una participación minoritaria a su propio nombre en una empresa adquirida por el fondo, de modo que realizan la compra de la empresa participada de manera complementaria al fondo de *private equity*. En la coinversión, los *limited partners* aportan capital adicional para financiar la adquisición de una empresa determinada, pero de manera directa y a su nombre, y no a través de la intermediación de la casa de *private equity*. Así, si un determinado fondo “X” adquiere en la empresa “Y”, habría coinversión si uno de sus *limited partners* “Z” adquiere una participación minoritaria en la empresa X, de modo que los propietarios de la misma serán el fondo “X”, con una mayoría de control, y el *limited partner* “Z”, en minoría.

Estas operaciones permiten al inversor o *limited partner* beneficiarse de la rentabilidad de la operación sin tener que hacer frente a los “*fees*” que cobran los profesionales de las entidades de capital riesgo. Además, no tienen que realizar tarea alguna de estudio ni de análisis antes de adquirir su participación, pues confían en la realizada por los mencionados profesionales e invierten de la mano de los mismos. Como resulta evidente, la coinversión no resulta en absoluto favorable al *private equity*, que podría también beneficiarse de la rentabilidad generada por la inversión minoritaria que ceden a su coinversor. Por ello, la coinversión se permite, mayoritariamente, para mantener la buena relación con *limited partners* con una larga trayectoria de provisión de fondos.

10. Sobre la desinversión

10.1. Años de proyección

A la hora de realizar una inversión, los profesionales del capital riesgo realizan unas estimaciones sobre cuándo podrán desinvertir y materializar las plusvalías obtenidas en la operación. Debido a la gran distinción que existe entre las actividades de nuestros cuatro entrevistados, los horizontes temporales difieren entre sí. La siguiente tabla muestra la duración media de sus inversiones.

Gráfico 12: Años de proyección de inversiones de nuestros entrevistados

	Duración de las inversiones
Corpfin Capital	5 años
Azora	8 años
Oquendo Capital	Variable, hasta 10 años
JB Capital Partners	8 años

La particularidad de Oquendo, que tiene una duración especialmente variable, se debe a que la deuda se mantiene en la empresa durante más tiempo que el *equity*. En caso de invertir de la mano de un *financial sponsor* que invierta en *equity*, la duración de la inversión de Oquendo dependerá de los planes de dicho compañero de inversión. El resto de entrevistados muestran un horizonte temporal de entre 5 y 8 años.

La popularidad de tal horizonte temporal no coincide con los resultados obtenidos por Gompers et al. (2016), en el cual el 96% de los encuestados afirmaron utilizar un horizonte de 5 años. En dicho estudio, sus encuestados aseguraron que el hecho de utilizar siempre la cifra de los 5 años les permitía comparar sus inversiones entre sí de manera más sencilla.

10.2. Vías de desinversión

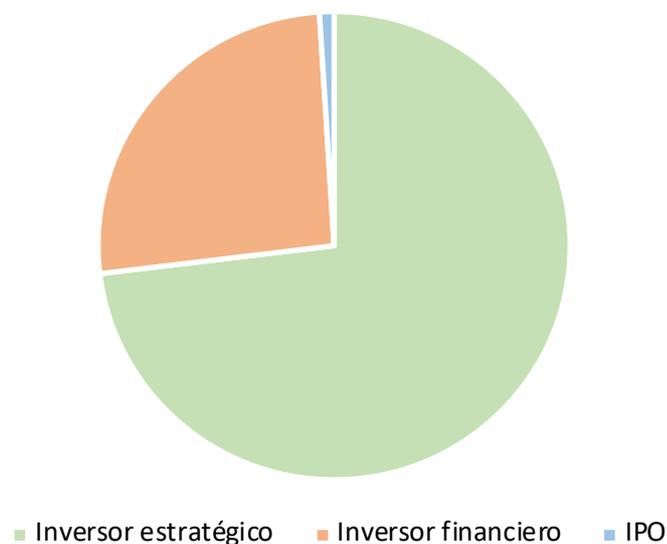
10.2.1. En el mercado español

La principal vía de desinversión supone la venta a un inversor estratégico, cerca de un 75% de los casos. El porcentaje restante lo conforman, casi en su totalidad, la venta a un inversor financiero³⁰, mientras que la salida a través de una salida a Bolsa o

³⁰ Un inversor estratégico es aquel que adquiere la compañía con el objetivo de integrar las actividades de explotación de esta en la suya propia, consolidando los estados financieros de ambas, y buscando obtener sinergias en la operación que creen valor a largo plazo. Suelen ser competidores, clientes o

Initial Public Offering (IPO) no tiene apenas representatividad, de acuerdo con los entrevistados. Resulta lógico que la venta a un inversor estratégico sea la principal vía de desinversión, ya que estos están dispuestos a pagar un mayor precio por la participación en la empresa en cuestión, al poder beneficiarse de determinadas sinergias con la integración de las actividades de explotación. Esto les habilita a pagar un mayor precio que un inversor financiero, permitiendo al fondo de *private equity* obtener las altas rentabilidades esperadas.

Gráfico 13: Medio de desinversión en el mercado español, según nuestros entrevistados



10.2.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Si bien el predominio de la venta a los inversores estratégicos consistente con el estudio de Gompers et al. (2016) (representan la mitad de las desinversiones), la irrelevancia de la salida a través de una salida a bolsa es única del mercado español. Para las entidades estadounidenses encuestadas en el mencionado estudio, la IPO supone el vehículo de salida para un 20% de las inversiones, mientras que la venta a inversores financieros alcanza la cifra del 30% (Strömberg, 2008), en un estudio en el que analiza la información obtenida de más de 21,000 inversiones de *private equity* a nivel internacional en el marco de una operación LBO, halla resultados parecidos a los de Gompers et al. (2016), con un 53% de desinversiones a inversores estratégicos, un 30%

proveedores de la propia empresa. Por otro lado, el inversor financiero es aquel que adquiere la compañía con el objetivo de obtener una rentabilidad con la posterior venta de la misma, como, por ejemplo, una firma de capital riesgo.

a inversores financieros, y un 17% mediante una salida a bolsa o IPO. La principal explicación a esta diferencia está en la inaccesibilidad que el mercado de valores español tiene para las *pymes*, exigiéndose por parte de su organismo regulador (la CNMV) determinados requisitos tanto cualitativos como cuantitativos que provocan la falta de consideración, por parte de los fondos de *private equity*, de la salida a bolsa como una vía de desinversión.

Gráfico 14: Medio de desinversión en el mercado americano, según Gompers et al. (2016)



10.3. Factores sobre la decisión de desinversión

10.3.1. En el mercado español

En este apartado, queremos estudiar qué factores llevan a un fondo de *private equity* a desinvertir en de sus empresas participadas. Los dos principales factores tenidos en cuenta son (i) el cumplimiento con el plan inicialmente establecido, y (ii) la situación del ciclo económico (y las posibilidades de beneficiarse del mismo). Así, la totalidad de los fondos aseguran que siempre intentan ceñirse al plan que se estableció en un inicio, pero que el momento del ciclo económico puede llevar a modificaciones en dicho plan. Prueba de ello es el descenso en la cifra de desinversión durante la crisis económica de 2007, tal y como analizamos *supra* en el informe de ASCRI.

Ligeramente por detrás, la llegada a la TIR o ROI que se había fijado como objetivo supone también uno de los principales factores a la hora de desinvertir. Si bien esto puede suponer un distanciamiento conforme al plan inicial de inversión, el hecho

de haber cumplido con los requisitos de rentabilidad supone la culminación de la tarea del fondo, que ya habría cumplido con sus objetivos; sin embargo, el mantenimiento de la participación hasta la culminación del plan operativo podría llevar a obtener rentabilidades aún mayores.

Carecen de relevancia los factores que tienen su origen en terceras partes: nuestros entrevistados no dan importancia a la consideración de la competencia, ni a la presión por parte de los inversores, ni a la opinión que tengan los administradores de la compañía.

10.3.2. En el mercado americano, según Gompers et al. (2016)

Los encuestados en el estudio de Gompers et al. (2016) ven condicionado el momento de su desinversión, principalmente, y al igual que nuestros entrevistados, por el cumplimiento del plan inicial y por las condiciones del ciclo. Al igual que las decisiones sobre la estructura de capital, el estudio concluye que estas preferencias indican que los inversores de *private equity* ponen el mismo énfasis en los fundamentos de sus inversiones que en el *market timing*.

A continuación, en un mismo nivel de importancia, se encuentran la opinión de los administradores, las consideraciones competitivas y la culminación de los objetivos de retorno, lo cual difiere con el mercado español, el cual no daba apenas importancia a las dos primeras variables.

10.3.3. Comparación con el marco teórico

La importancia del ciclo en el que se encuentre la economía y el mercado vuelve a poner de manifiesto la relevancia del *momentum* en la actividad del *private equity*, como dicen Graham y Harvey (2001) y por Barker y Wurgler (2002). Kaplan y Strömberg (2009) identifican en su estudio la sensibilidad de la creación de valor empresarial al ciclo económico, lo cual afecta a las valoraciones y, por tanto, a las decisiones de desinversión.

Sin embargo, la relevancia que se da tanto en España como en los Estados Unidos a la culminación de los objetivos de rentabilidad puede originar los problemas de agencia introducidos por Jensen y Meckling (1976) que generen las ineficiencias sistemáticas que reconocen Fama y Jensen (1983).

10.4. Ejecución

Las desinversiones de las empresas participadas se producen de forma completa, siendo muy poco frecuente el mantenimiento de participaciones minoritarias en dichas empresas. Esto se debe a que una salida total permite a los profesionales de la entidad de *private equity* dejar atrás dicha operación y centrar su tiempo y sus intereses en transacciones futuras. Las recapitalizaciones no son frecuentes en las operaciones de salida, si bien los profesionales entrevistados manifiestan que les resultan de utilidad en determinadas circunstancias.

11. Conclusiones

Mediante el trabajo expuesto, hemos ofrecido una imagen completa sobre la actividad de las entidades de *private equity* en España, en contraste, por un lado, con la teoría financiera de los principales estudios sobre el sector y sobre las variables que más impacto tienen sobre este, y, por otro lado, con la realidad de un mercado de tal relevancia como es el estadounidense, comparando nuestros resultados con los obtenidos por Gompers et al. (2016) en un trabajo con objetivos similares. El estudio de Gompers et al. (2016) para Harvard ha supuesto nuestro papel de cabecera, y replicar el mismo para el mercado español supone uno de los objetivos de este Trabajo de Fin de Grado.

El uso de las entrevistas en profundidad nos ha permitido indagar en el presente sector, sin limitarse a la impersonalidad y a la falta de matización que ofrecería una encuesta estandarizada.

Asimismo, las conclusiones de la investigación detallada se concretan en los siguientes puntos:

- 1) Mediante el análisis de la legislación española hemos podido delimitar el concepto de *private equity* dentro del panorama español, ya que el uso de este término difiere de aquel que se puede dar en otras economías. Así, hemos diferenciado entre los conceptos de “capital riesgo”, “*venture capital*” y “*private equity*”. Así, la actividad de *private equity* (la que resulta de interés para nuestro estudio) queda definida como aquella inversión dedicada a la aportación temporal (medio plazo) de recursos a empresas no financieras y no cotizadas (y que no se encuentren en sus primeras fases de desarrollo, pues entraríamos en el concepto de “*venture capital*”), con la finalidad de hacerlas crecer mediante la profesionalización, la introducción de mejoras operativas y las acciones denominadas de “ingeniería financiera”, para aumentar su valor y poder, así, vender posteriormente la participación a un precio mayor.

La existencia de los *private equity* permite el acceso a financiación a empresas con difícil acceso a los medios de financiación tradicional (entidades bancarias y mercado de valores). Entre estas, destacan las *pymes*, principal motor de la economía española, y que encuentran en el *private equity* una manera de

obtener recursos y gestión profesional, que les ayude a expandirse e internacionalizarse.

Dentro de nuestro marco teórico, hemos incluido una amplia revisión bibliográfica de las principales aportaciones doctrinales sobre aquellas variables que nuestro estudio de cabecera identifica como condicionantes en la actividad de los *private equity*. Así, ofrecemos literatura sobre:

- La estructura de capital, identificando dos tipos de estudios al respecto: aquellos sobre la teoría general de la estructura de capital, como las teorías de Myers (“*trade-off theory*”, en 1977, y la teoría del “*pecking order*”, en 1984) o la teoría sobre la relevancia del *momentum* en el ciclo económico que introducen Barker y Wurgler (2002); y la doctrina a cerca de la estructura de capital en la actividad del *private equity*, como Graham y Harvey (2001) que determinan los factores que condicionan la composición de tal estructura, o Cohn, Mills y Towery (2014) que estudian la evolución de esta estructura a lo largo de la duración de la inversión.
- Las relaciones entre administradores y accionistas, debido al problema de agencia identificado por Jensen y Meckling (1976) cuando los intereses de ambos difieren. Al respecto, Page (2011) concluye que la cesión de una parte de la participación al CEO de la compañía ayuda a solucionar el problema, generándose, en consecuencia, incrementos en el valor de la compañía.
- Los consejos de administración, destacando el estudio de Coles, Daniels y Naveen (2008) que defiende los consejos pequeños y con una presencia dominante de expertos independientes.
- La creación de valor y las mejoras operativas introducidas por los fondos de *private equity* en las participadas, elemento esencial de su actividad, tal y como reconocen Kaplan y Strömber (2009) y Davis et al. (2014), entre otros.

De este modo, queda explicada la teoría sobre la actividad del *private equity* y sus efectos en las empresas participadas, con el objetivo de realizar un posterior contraste de la misma con los resultados de nuestras entrevistas, como se concluirá a continuación.

2) Las entrevistas en profundidad a nuestros entrevistados nos han permitido describir las pautas de comportamiento y las directrices de la actividad de las entidades de *private equity* en España. Así, sirviéndonos de una completa encuesta con una estructura similar a la utilizada por Gompers et al. (2016) (Anexo I), hemos captado los diferentes enfoques de las entidades entrevistadas. Las características de tales entidades eran muy variadas (Corpfin Capital, una casa de *private equity* en sentido estricto; Oquendo Capital, dedicada especialmente a la deuda; Azora, focalizada en el sector inmobiliario; y JP Capital Partners, configurado como una *family office*), por lo que nuestro estudio logra representar a los distintos subgrupos de entidades que existen dentro del *private equity*.

A través del contenido de la encuesta y de las precisiones y explicaciones aportadas por nuestros entrevistados, hemos podido extraer las siguientes conclusiones respecto a las particularidades de la actividad del *private equity* español.

- Las casas españolas constan de equipos estructurados en tres grandes grupos: (i) profesionales de inversión, dedicados al estudio y análisis de las oportunidades recibidas, y a la posterior gestión de la empresa participada; (ii) profesionales de las relaciones con inversores, cuya labor más importante radica en la captación de fondos; y (iii), personal de apoyo, al servicio de los dos grupos anteriores.
- Las inversiones tienen por objeto empresas con un *Enterprise Value* de entre €50 y €100 millones, demostrando la clara preferencia del sector por el *middle market*, tal y como pronosticaba el estudio de los informes de ASCRI.
- Sobre tales inversiones, las entidades españolas de *private equity* fijan con sus inversores una *hurdle rate* es un 8% (con unanimidad entre los entrevistados). A estos proveedores de capital se les ofrece un 25% de rentabilidad, salvo para los casos de Azora y Oquendo Capital, por las particularidades de sus activos.
- Las decisiones de inversión se toman en un comité de inversión compuesto exclusivamente por miembros de la entidad, con el tipo de industria y la

capacidad de crear valor como factores más importantes a considerar a la hora de valorar una determinada inversión.

- Esta posibilidad de crear valor, principalmente a través de la introducción de mejoras operativas en las empresas participadas, está reconocida por los entrevistados como su principal fuente de rentabilidad, y tiene su generación, mayoritariamente, en la reducción de costes, la compra a un precio atractivo y el incremento de los ingresos. Para poder materializar estas actividades tendentes a la creación de valor, los fondos de *private equity* españoles modifican las estructuras de los consejos de administración, introduciendo un porcentaje dominante de sus propios profesionales y de consejeros independientes.
- Respecto a la valoración de inversiones, la TIR y el múltiplo sobre el capital invertido (MOIC, por sus siglas en inglés) suponen los métodos más populares, destacando el carácter esporádico con el que se usa el extendido método del DCF.
- A la hora de entrar a participar en una empresa, la estructura de capital utilizada consta de una media de 55% de deuda, y 45% de *equity*. Este porcentaje viene principalmente influido por el tipo de industria y por el momento del ciclo en el que se encuentren los tipos de interés, pues a mayores tipos, se utilizará un menor porcentaje de deuda.
- A la hora de valorar la rentabilidad de las inversiones en el momento de la desinversión, los profesionales entrevistados muestran una preferencia por el cálculo a través de múltiplos, excepto Azora, que, por las peculiaridades del sector inmobiliario, realiza un DCF. La rentabilidad que se espera obtener es, tal y como se vende a los inversores en el momento de la captación de capitales, una TIR del 25%, o un MOIC de entre 2,5 y 3 veces.
- La desinversión en las empresas participadas (parte esencial de la actividad del *private equity*) varía, existiendo un rango de entre 5 y 8 años, salvo para el caso de Oquendo, que puede llegar a mantener sus intereses hasta 10 años. Esta desinversión se produce principalmente a través de la venta a un inversor estratégico y, secundariamente, a un inversor financiero, teniendo especial irrelevancia la desinversión media una salida a bolsa o IPO. La

decisión sobre desinvertirse se toma intentando ceñirse al plan establecido inicialmente, pero teniendo en cuenta la posibilidad de beneficiarse de la situación del ciclo económico.

Estos patrones de actividad permiten al lector conocer en profundidad las particularidades del funcionamiento y de la inversión de las entidades de *private equity* en España.

Este punto sobre las directrices de actividad se encuentra precedido por un estudio descriptivo del contexto español del *private equity*. En este apartado, tras realizar una introducción histórica del sector desde sus inicios en España en los años 70, analiza las principales magnitudes (inversión, captación de fondos y desinversión) del *private equity* español en el presente, mediante el uso de los Informes de Actividad publicados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI). Además, con objeto de valorar esta situación actual con mayor perspectiva, realizamos una comparación de la misma con respecto a nuestros vecinos europeos.

- 3) Uno de los principales objetivos del presente trabajo radica en realizar un análisis comparativo de los patrones de funcionamiento del *private equity* español, expuestos en el punto anterior, con respecto al panorama americano, reflejado en el similar estudio realizado por Gompers et al. (2016) y con respecto a la teoría financiera académica al respecto, expuesta en el Capítulo II de este trabajo.

Así, la comparación entre ambas economías pone de manifiesto multitud de puntos de coincidencia, de los cuales se pueden inferir determinadas particularidades y modos de actuar comunes a la industria del *private equity*, y que facilitan el conocimiento en profundidad de este sector por parte del lector. Sin embargo, existen también numerosas diferencias entre el panorama americano y el panorama español, explicadas por las peculiaridades de cada economía. En la siguiente tabla, se exponen los puntos de coincidencia y de discrepancia entre ambos estudios, según los apartados estudiados.

Gráfico 15: Resumen de la comparativa del mercado español con el mercado americano y el marco teórico

Comparación con respecto a la actividad en el mercado español		
	Mercado Americano	Marco Teórico
Sobre las operaciones de inversión		
Factores de decisión	Discrepancia	N/A
Fuentes de rentabilidad	Coincidencia	Coincidencia
Sobre la gestión de la participada		
Identificación de las fuentes de valor	Coincidencia Parcial	Coincidencia
El gobierno corporativo	Coincidencia	Coincidencia
Sobre la Ingeniería Financiera		
Métodos de valoración	Coincidencia	Discrepancia
La estructura de capital	Coincidencia	Coincidencia Parcial
Rentabilidad		
Valoración de la operación de salida	Coincidencia	N/A
La rentabilidad esperada	Coincidencia	N/A
Sobre la desinversión		
Años de proyección	Coincidencia Parcial	N/A
Vía de desinversión	Discrepancia	N/A
Factores de decisión	Coincidencia	Coincidencia

En primer lugar, los factores considerados a la hora de tomar una decisión de inversión difieren, pues, a diferencia de los fondos españoles, que priorizan la industria y el hueco para la creación de valor, los encuestados americanos dan más importancia al modelo de negocio y a la competitividad del mismo, y al consejo de administración de la empresa en la que quieren invertir.

Las fuentes de creación de valor para ambos mercados radican en las mejoras operativas de la entidad participada, que generen un crecimiento en la valoración del negocio. Esto es altamente coherente con nuestra revisión bibliográfica, en autores como Kaplan (1989) o Davis et al. (2014), que ven en una fuerte relación entre el aumento de valor de las empresas y sus mejoras en la explotación. También resulta atractiva la inversión oportunista, es decir, la oportunidad de comprar a un precio bajo. Sin embargo, la optimización del equipo de administración (mediante una mejora de la gestión corporativa y la introducción de incentivos) goza de una importancia en el mercado americano que no tiene en el español.

Respecto a los métodos de valoración, si bien la teoría expuesta por Graham y Harvey (2001) y aquella enseñada en los cursos de MBA de las principales

universidades muestran una predominancia del método del DCF, tanto los fondos nacionales como los estadounidenses utilizan la TIR y el MOIC para valorar una inversión, dando al DCF en un papel secundario o, incluso, inexistente.

La estructura de capital supone otro punto de encuentro entre nuestro trabajo y el de Gompers et al. (2016), pero el marco teórico da una importancia a la flexibilidad financiera que no la dan los fondos encuestados o entrevistados.

También, los fondos americanos realizan, en un 96%, proyecciones de inversión por un plazo de 5 años, de modo que difiere ligeramente por lo obtenido en nuestras entrevistas (de 5 a 8 años).

Respecto de las vías de desinversión, si bien en ambas economías la venta a un inversor estratégico supone el principal medio de salida, en el mercado americano la salida a bolsa tiene un importante protagonismo que contrasta con la irrelevancia en el mercado español. Esto se explica, principalmente, por los rigurosos requisitos y el difícil acceso al mercado de valores que existe en nuestro país.

12. Bibliografía

- Acharya, V., Gottschalg, O., Hahn, M., Kehoe, C., (2013). Corporate governance and value creation: evidence from private equity. *Review of Financial Studies* 26, p 368–402.
- Achtleitner, A-K., Braun, R., Engel, N., Figge, C., Tappeiner, F., (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, Spring 2010. Pág 17-27.
- Achtleitner, A-K., Braun, R., Puche, B. (2015). International Evidence on Value Creation in Private Equity Transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*. Volume 27, Number 4, p. 205 – 122.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., Weisbach, M., (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. *Journal of Finance* 68, 2223–2267.
- Axelson, U., Sorensen, M., Strömberg, P., (2014). The alpha and the beta of buyout deals: A Jump CAPM for Long-Term Illiquid Investments. Unpublished working paper. London School of Economics (LSE).
- Baker, M., Wurgler, J., (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57, 1–32.
- Balboa, M., Martí, J., (2001). Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe. *European Financial Management Association (EFMA)*. Vol. 5, núm. 2364, pág. 1-25
- Balboa, M., Martí, J., (2004). Impacto de la demanda y la liquidez sobre la captación de nuevos fondos de capital riesgo en Europa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 33, nº 22. Pág. 773-805.
- Castro, E. (2010). El estudio de casos como metodología de investigación y su importancia en la dirección y administración de empresas. *Revista nacional de administración*, 1 (2). Pág 31-54.
- Cohn J., Mills, L., Towery, E., (2014). The evolution of capital structure and operating performance after leveraged buyouts: evidence from U.S. corporate tax returns. *Journal of Financial Economics* 111, 469– 494.

- Cohn J., Towery, E., (2013). The determinants and consequences of private equity buyouts of private firms: evidence from U.S. corporate tax returns. Unpublished working paper. University of Texas.
- Coles, J., Daniel, N., Naveen, L., (2008). Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87, 329–356.
- Davis, S., Haltiwanger, J., Handley, K., Jarmin, R., Lerner, J., Miranda, J., (2014). Private Equity, Jobs, and Productivity. *American Economic Review* 104, 3956–3990.
- De Los Ríos, S., Rodríguez, I., Sáenz-Díez, R., (2015) Emprendedores y Capital Riesgo en España: El caso de Fond-ICO Global. *Revista ICADE*, núm 94.
- De Los Ríos, S., Rodríguez, I., Sáenz-Díez, R., (2017) Iniciativas públicas en la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España. *Revista ICADE* núm. 100.
- Demaria, Cyril (2013). *Introduction to Private Equity: Venture Growth, LBO & Turn-Around Capital*. Wiley Finance
- Fama, E., Jensen, M., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301– 325.
- Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107–156.
- Gompers, P., Kaplan, S., Mukharmalyamov, V., (2015) What do private equity firms say they do? Harvard Business School, Working Paper 15-081.
- Gompers, Paul A. y Lerner, Josh (1998). What drives venture capital fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity*. Microeconomics. Pág. 149-204
- Graham, J., Harvey, C., (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60, 187–243.
- Guo, S., Hotchkiss, E., Song, W., (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance* 66, 479–511.
- Harris, R., Jenkinson, T., Kaplan, S., (2014). Private equity performance: what do we know? *Journal of Finance* 69, 1851–1882.
- Hermalin, B., Weisbach, M., (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96–118.
- Jensen, M., (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76, 323–329.

- Jensen, M., Meckling, W., (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Jensen, M., Murphy, K., (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, nº2. Pág 225-264-
- Haro, José (1993). Consideraciones en torno al Capital-Riesgo en EE.UU., Francia y España. *Boletín del Instituto de Estudios Almerienses Ciencias*. Núm. 11-12, pág. 161-180
- Kaplan, S., (1989). The effects of management buyouts on operating and value. *Journal of Financial Economics* 24, 217–254.
- Kaplan, S., (1997). The evolution of US corporate governance: we are all Henry Kravis now. *Journal of Private Equity* 1, 7–14.
- Kaplan, S., Strömberg, P., (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives* 23, 121–146.
- Myers, S., (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 575–592.
- Page, B., (2011). CEO ownership and firm value: evidence from a structural estimation. Unpublished working Paper, University of Rochester.
- Rozeff, M. (1982) “Growth, Beta and Agency Costs as determinants of dividend Payout Ratios”
- Ruiz Olabuénaga, J. I., (2007). Metodología de la Investigación cualitativa. 4a edición. Universidad de Deusto
- Smith, A. (1990) “Capital Ownership Structure & Performance: the case of management buy outs”.
- Strömberg, P., (2008). “The new demography of private equity”. The global impact of private equity report, vol. 1, pág 3-26.
- Yin, R., (1994). Case Study Research: Design and Methods, 2nd edition. Thousand Oaks, CA: Sage Publications

INFORMES

- ASCRI (2016). Informe de Actividad del Capital Privado en España 2016, Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.
- ASCRI (2015). Informe de Actividad del Capital Privado en España 2015. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

- ASCRI (2014). Informe de Actividad del Capital Riesgo en España 2014. Asociación española de Capital, Crecimiento e Inversión.
- Gómez-Acebo & Pombo (2014). Principales novedades de la Ley 22/2014 de 12 de noviembre respecto a las entidades de capital-riesgo, las denominadas "otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado" y sus sociedades gestoras. Análisis GA&P
- Investeurope (2017). 2016 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments. Julio 2017.
- Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
- Ley 35/2005, de 24 de noviembre, reguladora de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.
- Web Capital Riesgo (2014). El Private Equity en España.

PAGINAS WEB

- Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI): www.ascri.org
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV): www.cnmv.es
- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA): www.evca.ue
- Instituto de Crédito Oficial (ICO): www.ico.es
- Instituto Nacional de Estadística (INE): www.ine.es
- Investopedia: www.investopedia.com
- Página web corporativa de Azora: www.azora.es
- Página web corporativa de Corpfin Capital: www.corpfincapital.com
- Página web corporativa de JB Capital Markets: www.jbcm.com
- Página web corporativa de Oquendo Capital: www.oquendocapital.com
- Web Capital Riesgo: www.webcapitalriesgo.com

13. Anexos

13.1. Anexo I: PRIVATE EQUITY SURVEY

I. GENERAL INFORMATION ABOUT INTERVIEWEE

I.1. What is your position in the firm?

- Managing Partner
- Partner
- Director
- CFO
- Other

II. INTERNAL PE FIRM

II.1. How long has your firm been in business?

- < 1 year
- 1 - 2 years
- 3 - 5 years
- 6 - 10 years
- > 10 years

II.2. How many offices does your firm have?

.....
.....

II.3. Where do you have offices?

.....
.....

II.4. How many employees on payroll does your firm currently have?

- < 5
- 5 - 10
- 10 -25
- > 25

II.5. What is the breakdown of the number of employees over the following specializations? (If not applicable, please go to the next question)

- Deal professionals
- Deal sourcing
- Deal execution

- Operating professionals
- Fundraising professionals
- HR professionals for portfolio companies
- Capital markets professionals
- Other

II.5. How is the firm activity organized? (Select all that apply)

- Venture Capital
- Growth
- LBO
- Distress/Turnaround
- Debt
- Other.....

II.6. What is your particular industry sector focus? (Select all that apply)

a) Strategic focus of your firm investment policy:

- Generalist
- Other.....

b) What sectors have you favoured in the last 5/6 years

- | | |
|-------------|----------------------------|
| Energy | IT |
| Materials | Telecommunication Services |
| Industrials | Utilities |
| Consumer | Infrastructures |
| Health Care | Pharma& biotech |
| Financial | Other..... |

II.7. What is your particular geographical focus? (Select all that apply)

- Spain
- Europe (Please specify.....)
- Latam
- Rest of the World

II.8. Size of companies: What fraction of the companies you invest in have the Total Enterprise Value within the following ranges?

- < 10 mn €
- 10 mn € - 25 mn €
- 25 mn € - 50 mn €
- 50 mn € - 100 mn €
- 100 mn € - 200 mn €
- > 200 mn €

II.9. What fraction of the purchase price do you typically cover using equity?

0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

II.10. On what fraction of deals do you typically use each of the following securities/ instruments?

	0%-25%	25% - 50%	50%-75%	75% -100%
Straight common stock				
Preferred stock				
Convertible debt				
Other (specify if not 0%)				

II.11. What fraction of a portfolio company's equity value is typically owned by?

PE investors	
CEO	
Top 10 Management (excluding CEO)	
Other employees	
Other	
Total	100%

III. INVESTORS. RELATIONSHIP LP-GP

III.1. What type of investors are your main sources of fundraising?

	Domestic	International
Institutional investors		
Pension funds		
Insurance Companies		
Financial Institutions		
Other		
Endowments		
Funds of Funds		
Public Sector		
Family Offices		

III.2. What is the average equity check in your current funds?

< 5 mn €

5 m € - 10 mn €

10 m € - 20 mn €

20 m € - 40 mn €

> 40 mn €

III.3. What is the hurdle rate in your primary fund?

Hurdle rate (%)

III.4. Which investment benchmark is more important for your LPs?

Net IRR

Net IRR vs. a market index

Net IRR with respect to fund vintage year

Net Multiple / Cash-on-cash

IRR of other GPs

III.5. Target IRR:

a) What is the typical return that you market to your LPs as the target rate of return?

0 - 5% 20 - 25%

5 - 10% 25 - 30%

10 - 15% > 30%

15 - 20%

b) Are fees and expenses included in this IRR?

- Yes
- No

III.6. Has this target return changed over the past five years?

Yes (specify how)

No

III.7. Do you market multiples rather than IRRs?

Yes (specify the multiple type and value)

No

III.8. Is individual compensation of general partners dependent upon individual deal success?

Yes

No

III.9. How is carry set?

By fund

Deal by deal

Other

About external advisory:

III.10. Do you have external advisors (non LPs) to your Investment Committee?

Yes

No

If you answered "yes" to the previous question, **what is the role of these advisors in investment decisions?**

.....
.....

III.11. Do you typically hire industry experts to help with operating plans?

Yes

No

III.12. Do you typically retain outside consultants for due diligence?

Yes

No

III.13. If you answered "yes" to the previous question, what kind of due diligence do they typically focus on? Select all that apply

Accounting

Operations

Legal

Tax

Industry

Other

IV DEAL SELECTION/ INVESTMENT DECISION

IV.1. Who are investment decisions made by? Select all that apply.

Centralized investment committee

Fund specific investment committee

Deal team

Other

IV.2. What are decisions based on?

Majority voting

Unanimous voting

Consensus with veto power

Other

IV.3. Rank the following investment factors in the order of importance (from 1 to 6, being 6 the most important)

Ability to add value	
Business model / Competitive position	
Fit with Fund	
Industry / Market	
Management team	
Valuation	

IV.4. Specify how many deals reach different levels of consideration in a typical year

<i>Number of deals at each stage</i>
All considered opportunities

Review with partner group / investment committee
Meet management
Limited due diligence
Deep due diligence
Offer term sheet / negotiate detailed terms
Sign LOI
Finalise Investment

IV.5. What is the relative breakdown of closed deals generated via different sources?

	%
Proactively self-generated	
Investment bank generated	
Inbound from management	
Other PE firm	
LPs / Investors Conferences	
Other	
Total	100%

IV.6. Approximately what fraction of closed deals are proprietary (no auction involved)?

<i>% of closed deals</i>	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
--------------------------	---	----	----	----	----	----	----	----	----	----	-----

IV.7. Identify return drivers that you bet on in making investments and rank those in the order of importance. Drag all items to the right, group within two boxes and order.

<ul style="list-style-type: none"> - Growth in the value of the underlying business - Industry-level multiple arbitrage - Leverage - Operational improvements - Refinancing - Other (specify if relevant) 	<i>Relevant return drivers in the order of importance (most important first)</i>
	<i>Irrelevant sources of returns (order does not matter)</i>

IV. VALUATION

V.1. Specify how often in your deals do you identify the following pre-deal sources of value:

	never	seldom	sometimes	often	always
Reduce costs in general					
Improve IT / Information Systems					
Introduce shared services					
Increase revenue or improve demand factors					
Redefine the current business model or strategy					
Change CEO or CFO					
Change senior management team other than CEO and CFO					
Improve corporate governance					
Improve incentives					
Follow-on acquisitions					
Facilitate a high-value exit					
Purchase at an attractive price (buy low)					
Other					

V.2. Specify the fraction of deals that each of the following groups actively participates in identifying pre-deal value:

Deal team
Operating partners
External advisorss
Other

V.3. How many years do you typically project in your pro forma mode ls going into a deal?

1 year	6 years
2 years	7 years
3 years	8 years

4 years

9 years

5 years

10 years or more

V.4. In your pro forma models, what discount do you usually take to management's EBITDA?

V.5. On what fraction of deals do you use each of the following methods to calculate the exit value or terminal value of the model?

<i>% of deals</i>	0%-25%	25% - 50%	50%-75%	75% -100%
Comparable companies				
Comparable transactions				
DCF-based growing perpetuity				
Other (specify if not 0%)				

V.6. On what fraction of deals do you use each of the following metrics to evaluate a deal?

<i>% of deals</i>	0%-25%	25% - 50%	50%-75%	75% -100%
Gross IRR				
Multiple of invested capital				
Adjusted Present Value (APV) DCF				
WACC-based DCF				
Comparable company EBITDA multiples				
Free cash flow return to equity				
Other (specify if not 0%)				

V.8. What value of the gross IRR do you typically target when analyzing a deal?

V.9. What does your IRR vary with? Select all that apply.

- Firm's riskiness
- Leverage
- Do not use IRR
- Historical return expectations of LPs
- Other

V.10. What is your typical required gross multiple or required cash-on-cash multiple / return?

V.11. What does your required cash-on-cash multiple / return vary with?

Select all that apply.

- Firm's riskiness
- Leverage
- Do not use cash-on-cash multiple / return
- Historical return expectations of LPs
- Other

V.12. What determines the selection of comparable companies for the multiples valuation and / or the exit value? Select all that apply.

- Industry
- Capital intensity
- Riskiness
- Geography
- Size
- Growth
- Margins
- Other
- Do not use comparables

V.13. If you invest overseas, how do you adjust your required IRR? Select and explain all that apply or none if you do not invest overseas.

- In a developed market overseas

- In an emerging market overseas

- Do not invest overseas

V.14. How do you determine WACC to value an investment?

V.15. How often do you adjust either the discount rate or cash flows for the following risk factors?

	never	seldom	sometimes	often	always
Risk of Unexpected Inflation					
Interest Rate Risk					
Term Structure Risk					
GDP or Business Cycle Risk					

Commodity Price Risk					
Foreign Exchange Risk					
Distress risk					
Size					
Market-to-Book ratio					
Momentum					
Illiquidity					
Other (specify if not 0%)					

VI. CO-INVESTMENT

VI.1. Do you do deals with equity co-investors?

- Yes
- No (if your answer is “No” go to section VII)

VI.2. On what fraction of your equity deals do you have co-investors?

<i>% of equity deals with co-investors</i>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
--	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

VI.3. What fraction of the equity do you typically retain?

<i>% of equity retained</i>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
-----------------------------	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

VI.4. Who are your typical co-investors?

- LPs
- Other Funds
- Others.....

VI.5. Among deals on which you have co-investors, specify when do you co-invest with each of the following groups:

	never	seldom	sometimes	often	always
--	-------	--------	-----------	-------	--------

LPs					
Other Funds					
Others					

VI.6. Identify factors that you consider in choosing a co-investor and rank them in the order of importance. Move all items to the right, group within two boxes and order.

Capital availability / size Geographic location Industry sector expertise Mutual social connection Past deal success together Reputation Similar cultural background Track record of partner Other (specify if relevant)	<i>Relevant factors listed in the order of importance (most important first)</i>
	<i>Irrelevant factors (order does not matter)</i>

VII- MANAGING THE PORTFOLIO COMPANY

A) MANAGEMENT/GOVERNANCE

VII. 1. In approximately what fraction of deals do you become involved in the management of portfolio companies, i.e. actively advise the company on strategic choices?

<i>% of deals</i>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
-------------------	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

VII. 2. Do you typically recruit your own senior management team?

	YES	NO
Before investing		
After investing		

VII. 3. What is a desirable size of the Board of Directors?

- 3 or less 8
 4 9

- 5
- 6
- 7
- 10
- 11 or more

VII. 4. What is a desirable composition of the Board of Directors the size of which matches the answer given to the previous question?

Inside directors	
PE directors	
Outside directors	
Other	
Total	

VII. 5. In approximately what fraction of your deals do you need to swap out the CEO after the investment is made?

<i>% of deals with the CEO swapped out</i>	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
--	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------

B) OPERATING IMPROVEMENTS

VII. 6. Specify the fraction of investments that utilize or obtain the following sources of value:

	never	seldom	sometimes	often	always
Reduce costs in general					
Improve IT / Information Systems					
Introduce shares services					
Increase revenue / improve demand factors					
Redefine the current business model or strategy					
Change CEO or CFO					
Change senior management team other than CEO and CFO					
Improve corporate governance					
Improve incentives					

Make follow-on acquisitions					
Bring on a strategic investor					
Facilitate a high-value exit					
Other					

C) FINANCIAL ENGINEERING

VII. 7. Identify factors that you consider in determining how much debt you raise for a transaction and rank them in the order of importance.

<ul style="list-style-type: none"> -Ability of debt to force operational improvements -Use as much debt as the market will allow -Current interest rates and how much the company can pay -Industry that the firm operates in -Maximize trade-off between tax benefits and risk of default -Other (specify if relevant) 	<i>Relevant factors listed in the order of importance (most important first)</i>
	<i>Irrelevant factors (order does not matter)</i>

VII. 8. What is the typical ratio of bank debt to total debt?

VII. 9. What other types of long term debt do you have other than bank debt?

VII. 10. What is the typical maturity of the bank debt?

- 1 year 6 years
- 2 years 7 years
- 3 years 8 years
- 4 years 9 years
- 5 years 10 years or more

VII. 11. What is the typical maturity of other long-term debt?

- < 5 years 10 years

- 6 years
- 7 years
- 8 years
- 9 years
- 11 years
- 12 years
- 13 years
- 14 years or more

VII. 12. What is the typical total debt to capital ratio?

VII. 13. What is the typical total debt to EBITDA ratio?

VIII. EXITING

VIII. 1. How many times have you divested using the following exit methods?

IPO	
Strategic sale	
Financial sale	
Other.....	

VIII. 2. Does the investment horizon of the deal influence the desired exit instrument?

- Yes
- No

VIII. 3. How many of these deals happened in a way expected at the time of investment?

VIII. 4. Identify factors that you consider in deciding on timing of exit and rank them in the order of importance. Drag all items to the right, group within two boxes and order.

<ul style="list-style-type: none"> -Achieve operational plan set out to achieve -Capital market conditions -Competitive considerations -Hit IRR or ROI target -LPs pressure to return capital 	<p><i>Relevant factors listed in the order of importance (most important first)</i></p>
--	---

-Management's opinion -Other (specify if relevant)	
	<i>Irrelevant factors (order does not matter)</i>

VIII. 5. When a deal works out better than your investment base case scenario, which of factors (i.e. longer hold time, higher exit multiple, revenue growth in excess of expectations, cost reduction in excess of expectations etc.) are responsible?

VIII. 6. When a deal works out worse than your investment base case scenario, which of factors (i.e. rushed exit, lower exit multiple, revenue growth or cost reduction worse than expected etc.) are responsible?

VIII. 7. Do you typically target a full or a partial exit?

- Full
- Partial

VIII. 8. How important are leveraged recaps to your return?

- Very Important
- Somewhat Important
- Neither Important nor Unimportant
- Somewhat Unimportant
- Very Unimportant