



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

EL CAPITAL PRIVADO EN ESPAÑA Y SU IMPACTO ECONÓMICO Y SOCIAL

Autor/a: Gonzalo Maza Jiménez
Director/a: Borja del Palacio Tornos

ÍNDICE

1. Resumen
 - 1.1. *Abstract*
2. Introducción
 - 2.1. Objetivos
 - 2.2. Metodología
3. Marco teórico:
 - 3.1. ¿Qué es el capital privado?
 - 3.2. Tipos de inversión en capital privado
 - 3.3. Formas jurídicas de capital privado
 - 3.4. Proceso de inversión en capital privado
 - 3.5. Consideraciones regulatorias y fiscales
4. El capital privado en España
 - 4.1. Inicios de la industria en Estados Unidos
 - 4.2. Evolución histórica en España
 - 4.3. Retos y oportunidades para el futuro
5. Impacto económico y social del capital privado en España
 - 5.1. Generación de empleo
 - 5.2. Crecimiento en ventas
 - 5.3. Crecimiento en rentabilidad
 - 5.4. Crecimiento en inversiones
 - 5.5. Creación de valor del capital privado
 - 5.5.1. Creación de valor en la economía española
 - 5.5.2. Creación de valor en épocas de crisis
 - 5.6. Inversión responsable en el capital privado
6. Caso práctico: N+1 – EYSA
 - 6.1. Descripción de la compañía
 - 6.2. Oportunidad de inversión
 - 6.3. Modelo de creación de valor
 - 6.4. Evolución financiera
 - 6.5. Creación de valor para N+1
7. Conclusiones
8. Bibliografía

1. Resumen

Este trabajo analiza por un lado la situación actual de la industria del capital privado en España, y más tarde estudia el impacto económico y social de su actividad en nuestro país.

El capital privado español se encuentra en un momento álgido, con niveles récord de inversión, captación de fondos y *dry powder* (capital disponible para invertir). Desde 2014 presenta una evolución claramente ascendente, espoleada por un sólido crecimiento macroeconómico tanto a nivel global como nacional, y por la estructura de la economía española, dominada por PYMES, muy susceptibles a ser participadas por este tipo de inversiones.

Sin embargo, el desarrollo de la industria es limitado cuando se compara con otros países europeos. Para aumentar la competitividad de nuestros fondos, es necesario mayor apoyo estatal, mejores condiciones fiscales y regulatorias, y mayor apoyo de los inversores minoristas.

Una oportunidad de crecimiento del capital privado español se encuentra en la internacionalización, la cual le daría acceso a *targets* de mayor tamaño, muy escasos en nuestro país y que ofrecen mayores rentabilidades potenciales.

En cuanto al impacto social y económico del capital privado, los datos confirman que este tipo de inversiones tienen como consecuencia un aumento significativo de las ventas, rentabilidad, inversiones y empleo de las compañías participadas.

La industria se establece así como un elemento dinamizador de la economía española, y una fuente de empleo clave para un país lastrado por altas tasas de paro. Además, la liquidez que aporta al tejido empresarial hace que sus efectos económicos sean especialmente positivos en las épocas de crisis, lo que podría acentuar su papel en la recuperación de la crisis económica que ya ha comenzado como consecuencia del COVID-19.

La financiación y el apoyo en la gestión que ofrece el capital privado permite a las PYMES españolas alcanzar el tamaño crítico necesario para lanzarse a los mercados internacionales, y consolidar industrias nacionales que tienden a estar muy fraccionadas, aumentando así la rentabilidad y competitividad de nuestras empresas.

1.1 *Abstract*

This paper analyzes the current situation of the private equity industry in Spain, and later studies the economic and social impact of its activity in our country.

Spanish private equity is currently at its peak, showing record levels of investment, fundraising and dry power (capital available for investment). Since 2014 it has shown a clear upward trend, spurred on by solid macroeconomic growth both globally and nationally, and by the structure of the Spanish economy, which is dominated by SMEs, which are very susceptible to this type of investment.

However, the development of the industry is limited when compared to other European countries. In order to increase the competitiveness of our funds, greater state support, better tax and regulatory conditions, and greater support from retail investors are necessary.

The main growth opportunity for Spanish private equity is internationalisation, which would give it access to larger targets, which are very scarce in our country and offer greater potential returns.

With regards to the social and economic impact of private equity activity, the data confirm that this type of investment results in a significant increase in sales, profitability, investment and employment for the companies in which it invests.

The private equity industry is therefore an invigorating element of the Spanish economy, and a key source of employment for a country burdened by high unemployment rates. Furthermore, the liquidity it provides to Spanish businesses makes its economic effects particularly positive in times of crisis, which could accentuate the industry's role in the recovery from the economic crisis that has already begun as a result of COVID-19.

The financing and management support provided by private equity allows Spanish SMEs to reach the critical size needed to launch themselves into international markets, and to consolidate national industries that tend to be highly fragmented, thus increasing the profitability and competitiveness of our companies.

2. Introducción

2.1 Objetivos

El trabajo de investigación académica que se presenta a continuación está orientado a tratar dos temas principales que considero de gran importancia en la actualidad.

Por un lado, se trata de observar y analizar la situación de la industria del capital privado en España, teniendo en cuenta su evolución histórica desde sus comienzos y los factores retos y oportunidades clave que pueden afectar su futuro desarrollo.

Para ello, se establecerá primero un marco teórico en el que se definirá qué hacen los fondos de capital privado en nuestro país, teniendo en cuenta factores operativos, regulatorios, fiscales y otros.

Por otro lado, en este trabajo se tratará de analizar y estudiar el impacto real que tiene la actividad del capital privado en la economía y sociedad española. Considero especialmente importante este análisis, de carácter cuantitativo y factual, debido a la tendencia que existe de juzgar las inversiones de capital privado basándose en anécdotas y casos aislados que no representan fielmente las consecuencias de las inversiones de capital privado a nivel social y económico en nuestro país.

2.2 Metodología

Para conseguir los objetivos mencionados anteriormente, se ha recurrido a literatura académica, tanto a nivel nacional e internacional.

Sin embargo, y con el fin de maximizar la objetividad de los resultados, se le ha dado preferencia a la literatura de un carácter más estadístico y numérico. De esta manera, se diferencian y ganan valor los resultados de este trabajo frente a otras conclusiones más cualitativas o subjetivas.

Por ejemplo, la referencia de “Impacto económico y social del capital privado en las operaciones de *middle market* en España”, elaborado por ASCRI en 2018 en base al estudio financiero de más de 370 PYMES españolas desde 2005 a 2018 ha resultado de gran utilidad para la elaboración de este trabajo.

Por otro lado, cabe destacar la utilización de un caso práctico, proporcionado por el equipo de capital privado de la institución financiera española “Alantra” (anteriormente conocida como “N+1”), en la que realicé unas prácticas profesionales (de las que surge mi inquietud por este tema), que ha servido como ejemplo de los efectos de una inversión de capital privado en una PYME española.

3. Marco teórico

3.1 ¿Qué es el capital privado?

Según ASCRI (Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión), “el capital privado ... consiste en la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto minoritaria como mayoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento”.

Es decir, las compañías de capital privado representan una fuente de financiación alternativa a las vías tradicionales (i.e. préstamos bancarios, acudir al mercado de valores público) muy útil para compañías que tienen un acceso limitado a estas vías (siempre y cuando el objeto del fondo sea desarrollar la compañía invertida a largo plazo, y no simplemente revenderla en el corto plazo).

A diferencia de la mayoría de vías tradicionales de financiación, las inversiones de capital privado suelen llevar consigo participaciones mayoritarias en dichas compañías, por lo que las instituciones de capital privado tienen habitualmente capacidad para tomar decisiones estratégicas en las compañías invertidas.

De esta manera, el objeto del capital privado no es sólo la mera financiación de una compañía, sino contribuir en su expansión, desarrollo y creación de valor (ASCRI, 2020).

3.2 Tipos de inversión en capital privado

Según la fase de desarrollo en la que se encuentre la compañía invertida, las inversiones en capital privado se dividen en dos grandes grupos:

- *Venture capital*: aportaciones de capital a empresas que se encuentran en fase inicial o de desarrollo temprana. En muchas ocasiones se trata de compañías muy disruptivas, con un alto componente innovador y con un alto potencial de crecimiento (así como un elevado riesgo debido a la incertidumbre sobre resultados futuros).

Dentro del *Venture Capital*, y atendiendo a la etapa en la que se encuentra la compañía, existen distintos tipos de inversiones: *seed capital* (en ideas de negocio, aún por lanzar al mercado); *start up capital* (para compañías presentes en el mercado, pero EBITDA negativo); *late stage venture* (compañías más establecidas, con ventas significativas y EBITDA positivo) (Arango-Vásquez, 2015).

- *Capital privado*: aportaciones de capital a empresas en crecimiento, pero ya consolidadas. En este caso el espectro de sectores en los que se invierte es mucho más amplio, y el nivel de incertidumbre en la inversión es menor (más información histórica, equipo directivo con cierta experiencia), reduciéndose así las rentabilidades potenciales y los niveles de riesgo (Arango-Vásquez, 2015).

La herramienta mediante la cual se llevan a cabo la mayoría de operaciones de capital privado es la operación apalancada (*Leveraged Buyout* o *LBO* en inglés); un *LBO* consiste en la adquisición de una participación significativa de una compañía, financiando una parte de la operación con recursos ajenos (normalmente préstamos bancarios, avalados hasta cierto punto por los propios activos de la compañía adquirida), y financiando la otra parte con capital aportado por los inversores de la operación (Ivashina, 2011).

Las dos principales ventajas de este tipo de operaciones son que reducen significativamente la cantidad de capital que el inversor necesita aportar para llevar a cabo la operación (normalmente el 35-80% del capital invertido proviene de recursos ajenos), y que mantienen la alineación de intereses de la compañía tanto con los inversores (que dependen del rendimiento de la empresa para rentabilizar su inversión) como con los directivos (que en muchas ocasiones adquieren también participaciones significativas en la compañía) (Ivashina, 2011).

3.3 Formas jurídicas de capital privado

Según el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo se definen como entidades de capital privado (ECR) “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 objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores”. Estas entidades estarán compuestas por un mínimo de tres socios.

Bajo el artículo 3 de la ley 22/2014, de 12 de noviembre por la que se regula la industria, los dos tipos de sociedades principales que pueden adoptar las entidades de capital privado son:

- Sociedades de capital privado (SCR): sociedades anónimas, con capital mínimo de €1.200.000 (debiendo desembolsar al menos el 50% de este en el momento de su constitución). Este capital estará dividido en acciones de igual valor nominal y derechos.

El objeto social de estas sociedades está definido como “la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE”.

- Fondos de capital privado (FCR): patrimonios separados (sin personalidad jurídica) pertenecientes a múltiples inversores. El patrimonio comprometido mínimo (en el momento de su constitución) es de €1.650.000. La responsabilidad de los inversores está limitada al patrimonio del fondo (no responden a sus deudas). A su vez, el patrimonio del fondo es responsable de las deudas de sus partícipes ni de las compañías participadas.

Este tipo de entidades, a diferencia de las SCR, no podrán ser autogestionadas y por lo tanto requerirán de una sociedad gestora (SGICC o SGEIC).

3.4 Proceso de inversión en capital privado

Para después analizar las ventajas, debilidades y efectos económicos y sociales del capital privado, es importante entender cómo funcionan los procesos de inversión de dicho sector.

Los fondos de capital privado se caracterizan por tener un horizonte de inversión a largo plazo, pero limitado (habitualmente entre cinco y diez años). La vida del fondo está dividida en cuatro fases diferenciadas:

- Constitución y captación de fondos (habitualmente conocida como *fundraising*). Suele durar entre uno y dos años, en los que los gestores del fondo buscan inversores (normalmente institucionales) dispuestos a aportar capital al proyecto. En España, los inversores más importantes son los fondos de pensiones (c. 30%), seguidos de los fondos de fondos (c. 15%), entidades bancarias (c. 10%) y agencias gubernamentales (c. 10%), que tienen una especial importancia en nuestro país por razones explicadas más adelante.

El éxito en este proceso depende de un profundo conocimiento del universo inversor en el país, el rendimiento histórico de los gestores del fondo (*track record*), la relevancia de la sociedad inversora y tipo de inversiones esperadas (García, 2007).

- Fase de inversión. Esta es la parte más importante de la gestión de un fondo de capital privado, y es a la que más recursos se le asigna ya que de ella depende en gran medida el éxito y la rentabilidad de las inversiones del fondo.

El análisis de oportunidades es continuo, y se estudian (en mayor o menor medida) cientos de oportunidades anualmente. Se buscan compañías con flujos de caja predecibles y estables en el tiempo (necesarios para hacer frente a los pagos de la deuda que se producirían en caso de operación apalancada), equipos directivos profesionales y con experiencia (especialmente en el caso de *Management Buy-outs*), niveles de apalancamiento limitados y potencial de crecimiento elevado tanto de la industria como de la compañía.

El proceso de inversión puede ser en exclusividad, que es considerado preferible ya que a través de una carta de intenciones, el vendedor da una ventana de tiempo al inversor de capital privado para llevar a cabo el proceso de *Due Diligence* (investigación del negocio desde un punto de vista legal, laboral, de mercado, financiera... para comprobar que los datos aportados por la compañía son verídicos) y cerrar la operación sin competencia de otros inversores, y sin proceso de subasta (reduciendo considerablemente el precio pagado). Las relaciones personales entre equipos directivos y la

rapidez en las negociaciones son claves para el éxito de este tipo de operaciones.

Estas operaciones suelen ser más “artesanales”, y es el inversor de capital privado el que lleva la iniciativa e inicia el proceso (Vild, 2014).

Por otro lado, en los procesos organizados el vendedor adopta un papel más activo, publicando un *Information Memorandum* en el que se presenta ante el universo inversor, y recibe ofertas indicativas (no vinculantes) de fondos de capital privado que competirán durante el resto del proceso para alcanzar un acuerdo con el vendedor (esta competitividad suele tener como resultado un precio muy superior).

Aunque el precio es el principal factor, las relaciones personales, las expectativas de gestión de la compañía por parte del inversor y las perspectivas de desinversión son otros factores que también afectan al vendedor a la hora de escoger un inversor.

- Gestión de cartera (*Portfolio Management*). Durante esta fase del proyecto (habitualmente dura entre cuatro y siete años), los gestores, junto con el equipo directivo de la compañía invertida tratarán de obtener el valor esperado en la etapa de inversión.

Lo habitual es que el equipo directivo de la compañía se encargue de llevar el día a día, mientras que los inversores de capital privado se preocupan más por las decisiones estratégicas (ejercen su poder en la toma de estas decisiones a través de su posición en el consejo de administración).

Los gestores de capital privado suelen ser agresivos en esta fase del proceso, invirtiendo fuertemente en la ampliación de mercado, de producto, en adquisiciones de competidores (estrategias de “*build up*”), desinvirtiendo en departamentos no rentables, liquidando deuda... en definitiva tratando de maximizar el valor de la inversión en el menor tiempo posible (García, 2007). Son años muy exigentes para estas compañías, pero también suelen conseguir crecimientos significativos en ventas y rentabilidades.

Es en esta fase en la que el capital privado, aparte de aportar financiación a los empresarios, es capaz de crear un valor significativo gracias a su experiencia en la gestión de compañías, su profesionalidad y a su amplia red de contactos dentro de las industrias.

- La desinversión. Es en este momento del proceso en el que todo el valor creado (desde la búsqueda de inversiones hasta la gestión de la cartera) se materializa en forma de rentabilidad para el inversor.

Este es el único momento en el que los fondos de capital privado reciben ingresos (al margen de las comisiones de gestión, que pueden ser muy significativas), lo que muestra la baja liquidez de este tipo de inversiones (este es uno de los aspectos negativos y multiplicadores de riesgo de la industria).

Las alternativas principales a considerar en el proceso de desinversión son la venta a inversores institucionales (normalmente otro capital privado), la venta a competidores industriales (preferible, ya que los precios pagados suelen ser más altos), y la realización de una oferta pública de venta a través del mercado bursátil (operación más compleja y costosa, reservada para las grandes operaciones) (García, 2007).

3.5 Consideraciones regulatorias y fiscales

Actualmente, las entidades de capital privado se rigen bajo la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, quedando así derogada la anticuada ley 22/2005.

La nueva legislación incluye la *AIFM Directive*, la directiva europea sobre activos alternativos que trata de recoger bajo un marco regulatorio común a todas las entidades de capital privado que operan en la Unión Europea.

Cabe destacar que, bajo esta nueva legislación más flexible, se permite el uso sin límite de préstamos participativos a compañías participadas de la entidad de capital privado, a la vez que se permite invertir hasta el 100% de los activos del fondo en otras entidades de capital privado autorizadas (anteriormente sólo se permitía invertir hasta el 20%), dentro del coeficiente obligatorio de inversión (Guerreiro, 2015).

El marco fiscal español está considerado como uno de los factores que ha provocado el limitado desarrollo de la industria en nuestro país.

Con la reforma del Impuesto sobre Sociedades de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, tanto los gestores como los inversores en capital privado han visto deteriorada su posición fiscal. Se han reducido las exenciones a las plusvalías obtenidas en las inversiones en participadas, al igual que se ha limitado la deducibilidad fiscal de los intereses de la financiación ajena en las operaciones, dificultando de esta manera la capacidad del capital privado para obtener financiación (Guerreiro, 2015).

Aunque se considera beneficioso en comparación con el resto de ordenamiento tributario español (debido a la importancia de la industria para el desarrollo económico, especialmente para las PYMES), el marco fiscal actual sigue poniendo en desventaja a los gestores españoles frente a sus competidores europeos (principalmente franceses, británicos y holandeses) (Irazusta, 2020).

4. El capital privado en España

4.1 Inicios de la industria en Estados Unidos

A nivel global, la industria nació a finales de la década de los 40 en Estados Unidos, promovida también por el estado para apoyar la recuperación económica tras el final de la Segunda Guerra Mundial, invirtiendo en nuevas compañías en fase inicial de desarrollo. El marco regulatorio americano sobre la industria se empieza a formar en la década de los setenta, y es en la década de los 80 cuando el capital privado vive su “etapa dorada”, con la aparición de grandes firmas como KKR o Michael Milken, que aprovechando la facilidad para conseguir grandes cantidades de financiación a bajo coste llevan a cabo operaciones apalancadas sobre algunas de las mayores compañías del mundo (el ejemplo más significativo y célebre de este fenómeno fue la adquisición de RJR Nabisco por KKR en 1988, una operación valorada en más de 23.000 millones de euros) (Lerner, 2012).

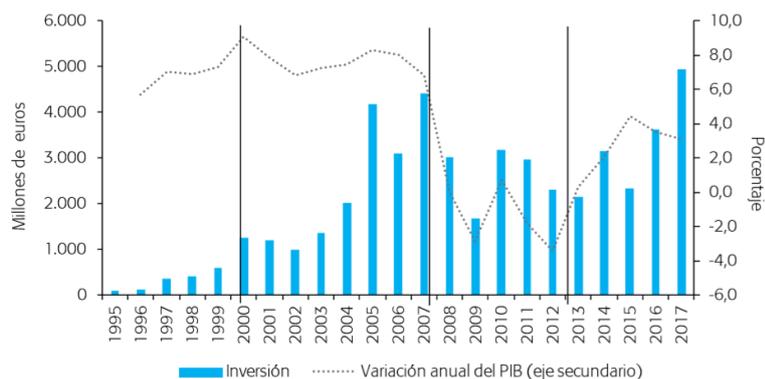
4.2 Evolución histórica en España

- **Los comienzos de la industria** (años 70 – 2000): las primeras operaciones de capital privado en nuestro país comienzan en la década de los 70, promovidas principalmente por el sector público para facilitar la inversión en PYMES, y fomentar y dinamizar el tejido empresarial español.

No es hasta 1986 cuando el capital privado cobra una cierta relevancia y reconocimiento regulatorio en la economía española, con la incorporación a la Unión Europea, y la consiguiente creación de ASCRI (Asociación española de Capital, Crecimiento e Inversión).

Durante los años posteriores, se produce un progresivo crecimiento en la industria, que se acelera considerablemente en los últimos años del siglo XX con la aparición de la burbuja Punto-Com, años en los que muchas compañías se vieron obligadas a realizar grandes inversiones para adaptarse y liderar la digitalización de sus negocios, propiciando así un aumento de demanda del tipo de financiación que el capital privado ofrece (Peña, 2018).

Figura 1: Evolución histórica de los niveles de inversión de capital privado en España



- **Periodo de despegue** (2000 – 2007): en el año 1999 se crea un nuevo marco jurídico completo para el capital privado en España, que dota de mayor rigor y flexibilidad a la industria.

Los efectos de la crisis Punto-com se notan durante los primeros años de siglo (2001 – 2004), lastrando los datos de inversión y captación de fondos, y parando la tendencia de crecimiento del capital privado.

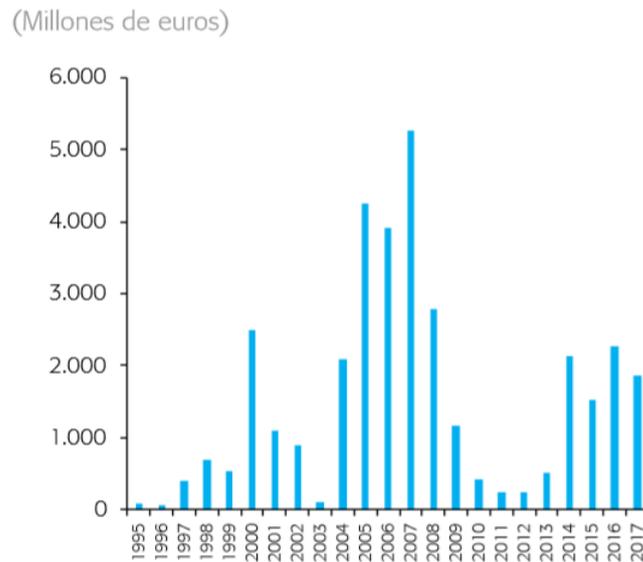
Sin embargo, a partir del 2004, la estabilidad política junto con el buen momento de ciclo económico constituye un clima favorable para el desarrollo del capital privado, produciéndose un fuerte crecimiento en los niveles de inversión (que se sitúan por primera vez por encima de los 4.000 millones de euros), captación de fondos y desinversión.

Además, en noviembre de 2005 se publica la Ley 25/2005, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, modernizando así el marco regulador. Esta nueva legislación contribuye al desarrollo de la ya creciente industria; según el propio ASCRI, esta ley situaba el marco jurídico español como uno de los más favorables a nivel europeo para el desarrollo del sector. A través de esta ley se le otorgan a la CNMV las competencias regulatorias de la actividad del capital privado, y se crea la figura de los fondos de fondos (que facilitarían la capacidad de pequeños inversores institucionales y de particulares de invertir en fondos de capital privado) (Peña, 2018).

Durante esta época, el sector madura, se profesionaliza y se consolida como factor importante en el desarrollo de la economía española. Se deja de depender del sector público como principal fuente de capital, ya que se incrementa sustancialmente la presencia de operadores e inversores internacionales que, junto con el desarrollo de los operadores nacionales, fomentan la competitividad dentro de la industria.

Una buena prueba del desarrollo de la industria durante estos años es la fase de desarrollo de las compañías adquirida, ya que los targets pasan de ser compañías familiares y nuevas compañías con necesidades de financiación a compañías de mayor tamaño, ya establecidas y rentables que demandan el capital para lanzar proyectos de expansión e internacionalización (i.e. Parques Reunidos – Advent International, Caprabo – Caixa Capital Risc) (Capital&Corporate, 2018).

Figura 2: Evolución histórica de niveles de captación de fondos de capital privado en España



ASCRI, 2020

- **La crisis financiera y recesión económica (2008 – 2013):** a finales de 2007 se produce el estallido de la crisis financiera mundial, teniendo esta consecuencias especialmente drásticas en España debido a la dependencia del crecimiento reciente de nuestra economía al sector de la construcción, uno de los más afectados durante esta crisis.

El aumento en el desempleo y la consiguiente caída en el consumo y la inversión tuvo consecuencias negativas muy significativas sobre el capital privado español. Además, el plan de austeridad aprobado en julio 2008 por el gobierno socialista del recién reelegido José Luis Rodríguez Zapatero para hacer frente a esta crisis redujo el apoyo estatal sobre la industria.

Los niveles de inversión del capital privado tardaron en caer, y no se vieron tan drásticamente afectados debido a la enorme cantidad de fondos captados durante los años anteriores al estallido de la crisis, como se puede apreciar en la gráfica anterior.

Donde realmente se apreciaron las consecuencias de la nueva situación fue en la captación de fondos, que se desplomaron desde los casi €6.000 millones en 2007 a menos de €500 millones en 2010-2012 (ASCRI, 2020).

La desaceleración de la economía española trajo consigo un fuerte problema de falta de liquidez en el sistema financiero, provocado por la dificultad de los bancos de proveer financiación. Esto redujo la capacidad de los fondos de capital privado para llevar a cabo grandes operaciones, empujando a los inversores a buscar rentabilidad en operaciones de mayor riesgo como los *turn-arounds* (Figari, 2018).

Otra consecuencia de esta crisis fue la dificultad en las desinversiones, debido a la ausencia de liquidez en el mercado y la falta de apetito de los inversores. Por un lado, las compañías industriales estaban sufriendo significativas caídas en su volumen de

negocio, y no podía afrontar operaciones de adquisiciones o fusiones. Por otro lado, la limitada financiación bancaria en el sistema español, junto con la desconfianza de los inversores internacionales en la economía española y sus perspectivas de futuro no permitían a los grandes inversores institucionales llevar a cabo operaciones de adquisición sobre compañías españolas (Fernández, 2018).

- **Recuperación y desarrollo (2014 - actualidad):** A partir del año 2014 se produce un punto de inflexión y un cambio de tendencia en el capital privado, empujado por el cambio en el ciclo económico y el comienzo de la recuperación de la economía española tras la crisis. La progresiva reducción del desempleo y el aumento en el consumo hacen que el apetito inversor nacional crezca, al mismo tiempo que los inversores internacionales van recuperando la confianza en las compañías españolas (en parte gracias a la reforma laboral y a la reforma del sistema bancario, llevadas a cabo durante estos años).

El incremento de la liquidez en el mercado, debido en parte a los niveles de tipos de interés históricamente bajos y los programas de estímulos españoles y europeos, unido a la mejora en las condiciones del crédito bancario fueron básicas para la dinamización de la economía, y la recuperación del sector (Espinoza, 2019).

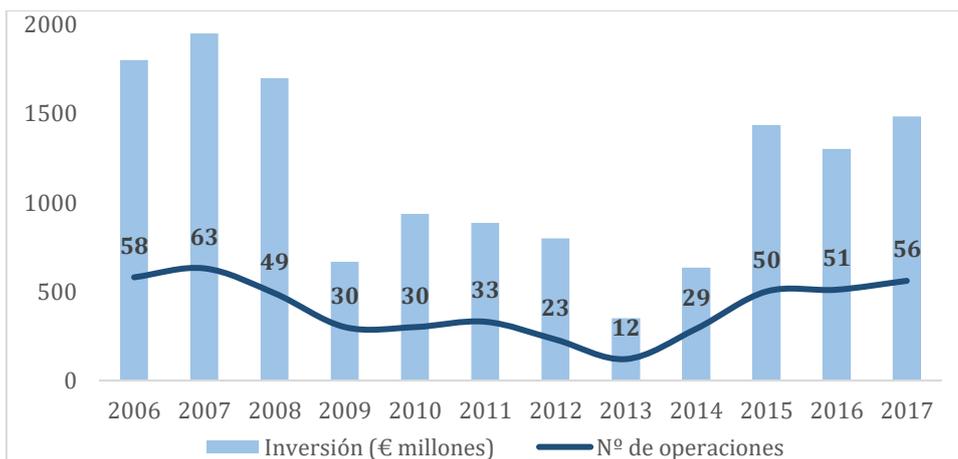
La actividad de los fondos internacionales de capital privado ha sido fundamental para la recuperación del sector, invirtiendo anualmente entre 1.500 y 2.000 millones de euros durante esta etapa. Su actividad se centra en las grandes operaciones, tomando control sobre empresas más maduras y con mayores garantías (por ejemplo, la operación EQT – Parques Reunidos) (Figari, 2018).

Otro de los factores claves de la recuperación de la industria fue el apoyo estatal, ejemplificado en el lanzamiento del Fondo ICO Global en octubre del 2013, un fondo de fondos de capital privado fundado con el objetivo de mejorar la capacidad de financiación de las PYMES. Originalmente el tamaño del fondo era de 1.200 millones de euros, cifra que se ha ido dilatando hasta los 1.800 millones de euros actuales (Fernández, 2018).

Existen en nuestro país una gran cantidad de PYMES que necesitan de la financiación y el apoyo en la gestión de los fondos de capital privado para consolidar los mercados nacionales, y ganar el tamaño crítico que necesitan para ser más eficientes y productivas, y dar el salto a los mercados internacionales.

Sin embargo, las opciones de realizar grandes operaciones en nuestro país son muy limitadas, debido a la escasez de *targets* de gran tamaño. Esto ha provocado que el desarrollo de la industria se haya focalizado en el *mid-market* (operaciones de tamaño pequeño y medio, rara vez superando los 100 millones de euros de *equity value*). Esta es la parte de mercado más atractiva, y la que está atrayendo grandes entradas de capital desde los fondos internacionales. De hecho, en 2018 el 83% de las operaciones llevadas a cabo tuvieron un valor de capital inferior a los €5 millones (ASCRI, 2020).

Figura 3: Evolución de inversión y número de operaciones de capital privado middle market en España



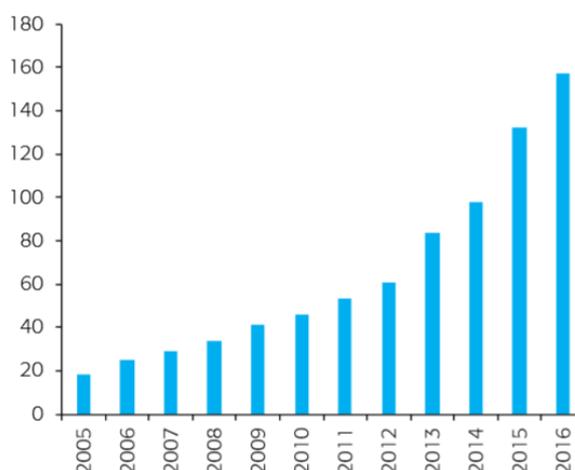
Adaptado de ASCRI y webcapitalriesgo, 2018

De esta manera, la industria del capital privado en España se encuentra en la actualidad en niveles récord de inversión, captación de fondos, capacidad de inversión, y valor de activos invertidos (ASCRI, 2020).

En definitiva, durante estos años la industria del capital privado se ha desarrollado significativamente, consolidándose como un factor importante en el desarrollo económico de nuestro país, actuando como catalizador de crecimiento nacional e internacional de las PYMES españolas.

Este crecimiento ha llevado consigo un aumento en la competitividad del sector, obligando a los fondos españoles a construir carteras más diversificadas y orientadas a la internacionalización, y les ha permitido competir con los grandes fondos extranjeros por el mejor talento y las mejores operaciones dentro de nuestro país.

Figura 4: Número de entidades internacionales de capital privado operando en España



ASCRI, 2020

No obstante, el sector está todavía lejos de los países líderes a nivel europeo, como Alemania, Francia o Reino Unido. De esta manera, el gran reto para el futuro de la industria del capital privado en nuestro país será conseguir que los fondos españoles consigan una nueva dimensión, dando el salto al extranjero y compitiendo por las grandes operaciones a nivel europeo (Espinoza, 2019).

4.3 Retos y oportunidades para el futuro

A día de hoy, el sector del capital privado se encuentra en un momento muy positivo de cara a seguir creciendo en los próximos años. El nivel de *dry powder* (recursos acumulados disponibles para invertir) por parte de los fondos españoles está en niveles récord (unos 4.100 millones de euros) (ASCRI, 2020), lo que asegura que los niveles de inversión seguirán siendo altos al menos en los próximos años, más aún si tenemos en cuenta el creciente apetito de los fondos internacionales en las compañías privadas españolas.

Así, se espera que el porcentaje de la economía española invertido en capital privado (que ahora mismo se encuentra en 0,34%), continúe creciendo en los próximos años (en 2018 por primera vez superó la media europea) y se acerque a los niveles de países como Francia (0,56%) u Holanda (0,53%), empujado por la gran cantidad y calidad de PYMES susceptibles a ser adquiridas por fondos de capital privado (PwC, 2019).

La principal oportunidad de crecimiento para el sector se encuentra en que, conforme los fondos de capital privado vayan consiguiendo que las PYMES de su cartera crezcan, se internacionalicen y alcancen una nueva dimensión, creándose así más grandes y mejores oportunidades de inversión. Como afirma Miguel Zurita, presidente de ASCRI, “este es un sector en el que la oferta crea su propia demanda”. De esta manera, cuantas más operaciones se llevan a cabo en nuestro país, los propietarios de negocios españoles ven evidenciadas las ventajas del capital privado, y serán más propensos a llevar a cabo este tipo de operaciones.

Los retos para mantener el crecimiento sostenible de la industria pasan por aumentar la base de inversores institucionales españoles, con el objetivo de reducir la dependencia en la captación de fondos a las ayudas estatales y a la entrada de capital extranjero (Fernández, 2018). Para lograr esto, es necesario un apoyo legislativo, por ejemplo, ofreciendo incentivos fiscales a los *family offices*, eliminando la limitación a las comisiones en cascada de los fondos de pensiones, y clarificando la normativa europea de las compañías de seguros.

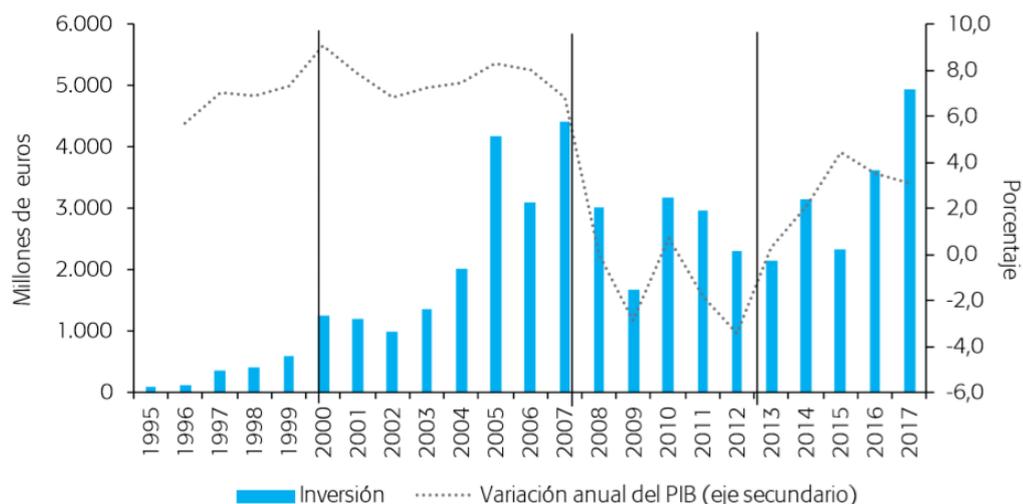
En relación a esto, es necesaria la estabilidad regulatoria y seguridad jurídica, convirtiendo el marco legal y fiscal en homologable al resto de la Unión Europea, con el objetivo de mejorar el atractivo de los fondos españoles a inversores internacionales, y de reducir la desventaja de nuestros fondos frente a sus competidores europeos (Irazusta, 2020).

Estas decisiones ayudarían al gran reto de la industria para los próximos años: el salto exterior de las gestoras nacionales para invertir en otros mercados. Históricamente, esta industria ha estado muy centrada en inversiones locales, lo que ha limitado las oportunidades de inversión reduciendo las rentabilidades potenciales. La ampliación

del foco de inversión a otros mercados internacionales supondría un salto significativo en cuanto a la madurez y desarrollo del sector (Fernández, 2018).

Sin embargo, todo crecimiento a largo plazo quedará supeditado a la evolución del escenario macroeconómico de los próximos años. Como se puede ver en el gráfico a continuación, los niveles de inversión en capital privado están fuertemente condicionados por el crecimiento del PIB. Con un crecimiento económico bajo o negativo, el apetito inversor cae, como también se reducen las rentabilidades de las compañías en cartera (reduciendo por tanto la rentabilidad de las inversiones en capital privado).

Figura 5: Evolución histórica de los niveles de inversión en capital privado y de PIB



ASCRI y Capital & Corporate, 2020

La reciente pandemia del COVID-19, originada a finales de 2019 en China, pero rápidamente extendida al resto del mundo ha supuesto una brusca caída en las principales economías mundiales, y amenaza con causar una crisis de grandes dimensiones que amenaza con romper la tendencia positiva de la industria en nuestro país. Las primeras estimaciones prevén un impacto en el desempleo y el PIB de la economía española superior al de la crisis financiera de 2008 (Banco de España, 2020).

En caso de una nueva crisis en el sector, un continuado apoyo estatal sería clave para el mantenimiento de los niveles de captación de fondos e inversión, ya que el capital privado sería básico para la dinamización y reactivación de la actividad económica, gracias a la experiencia en la gestión y los flujos de liquidez que aporta.

5. Impacto económico y social del capital privado en España

Es indudable que el sector del capital privado tiene una mala reputación a nivel global, y especialmente en España. Como prueba de ello, destaca el nombre asignado por muchos medios de comunicación y partidos políticos a los fondos de capital privado, calificándolos como “fondos buitres”.

El periódico “Expansión” recientemente publicaba un artículo titulado: “¿Fondos buitres o capital privado? ¿Cómo distinguir un fondo buitre de capital privado? Leyendo la prensa, es más bien complicado”.

Por otro lado, hace unos meses se publicaba en el periódico “El País” un artículo sobre el crecimiento del sector en España durante los últimos años, con el titular de “Llegan los bárbaros”. En este, se critica el trato fiscal recibido por el sector, y se define a los gestores de capital privado como inversores sin rostro, cuyo único objetivo es rentabilizar rápido su dinero, vendiendo los mejores activos de las empresas, despidiendo a trabajadores y ajustando costes.

Según una encuesta realizada por *Consumer Science & Analytics*, la opinión pública española respecto a los fondos de capital privado está dividida.

Si nos movemos por el resto del continente europeo, la tendencia es la misma. El presidente del partido socialdemócrata alemán (entonces en el gobierno) describía en 2016 a este tipo de inversores como “una plaga de langostas” que despojaban a las empresas de sus activos y destruían empleo para ganar dinero rápido.

Ludovic Phalippou, el antiguo gestor de capital privado y conferenciante y profesor universitario afirma en un artículo para el *Washington Post* que “El capital privado es la versión más pura del capitalismo brutal y su objetivo final es ganar dinero. No les importan muchas otras cosas”

Sin embargo, la gran mayoría del debate sobre el papel del capital privado en la economía española se basa actualmente en argumentos políticos, habladurías o ejemplos puntuales muy polémicos, pero poco representativos. Por esta razón, creo que sería interesante analizar el efecto real que tiene las actividades de inversión del capital privado sobre la economía española, y las compañías que la componen, basándose en datos y resultados obtenidos durante los últimos años.

Un estudio publicado en 2018 por ASCRI titulado “Impacto económico y social del capital privado en las operaciones de *middle market* en España” analiza y compara la evolución de ventas, empleo, rentabilidad e inversión de PYMES españolas, 186 adquiridas por capital privado y otras 186 que forman el grupo de control (conjunto de compañías similares pero que no han recibido inversión de capital privado, usadas como punto de comparación). Se estudian las inversiones de entre 10 y 100 millones de euros comprometidas en empresas españolas entre 2005 y 2012, ya que este tamaño de operaciones es el más común y representativo de la realidad del sector en la actualidad.

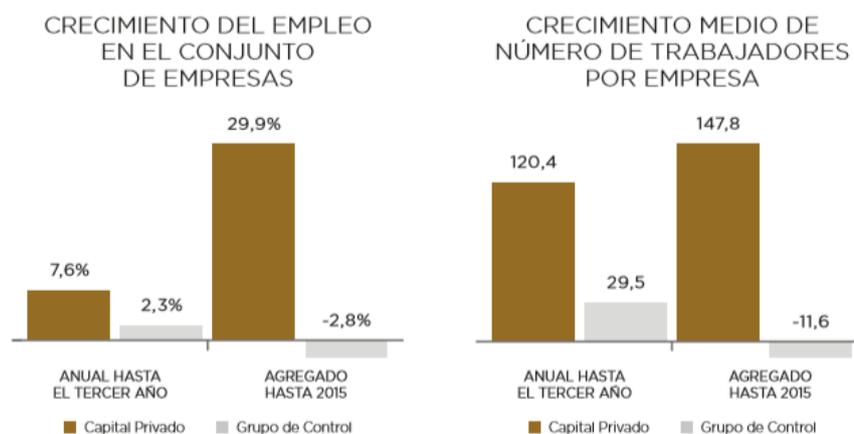
El estudio defiende el papel del capital privado como dinamizador fundamental de la economía española, no solo aportando capital a PYMES (que actualmente componen más del 65% del PIB y más del 70% del empleo en España) sino apoyando en la gestión del negocio, consiguiendo que las más de 2.700 compañías participadas por el sector crezcan muy por encima de la media nacional en términos de empleo, ventas, beneficios, e inversión.

La internacionalización y la exportación de las empresas españolas es uno de los ejes básicos del crecimiento actual de la economía de este país, y el capital privado juega un rol fundamental como catalizador de esta expansión internacional. Por eso considero que la estimulación y consolidación de la industria del capital privado en nuestro país es clave para que, a través de compañías más grandes, competitivas y globales, se alcance un mayor crecimiento en la economía española.

5.1 Generación de empleo

Si analizamos el ritmo de generación de empleo tres años después de la inversión inicial, se observa que en las compañías apoyadas por capital privado la plantilla crece un +7,6% anual, frente a la tasa anual de +2,3% obtenida por el grupo de control. Las diferencias son aún más significativas si se amplía la perspectiva temporal (hasta 2015), ya que en este caso el grupo de control destruye empleo (crecimiento agregado negativo de -2,8%) frente al crecimiento agregado de las compañías que recibieron financiación de capital privado de +29,9%.

Figura 6:



ASCRI, 2018

En cuanto a crecimientos medios, tras tres años de inversión la contratación de cada empresa alcanzó los 120 nuevos empleos, frente a los 29 empleos sumados por cada compañía del grupo de control. Las cifras hasta 2015 muestran una ampliación media de plantilla tras la inversión del capital privado de 148 trabajadores por compañía, frente a una destrucción neta de 12 empleos por empresa en el caso del grupo de control.

De esta manera se confirma que el empleo generado por el capital privado es sostenible y duradero, en contra de lo argumentado en muchos estudios y medios de comunicación.

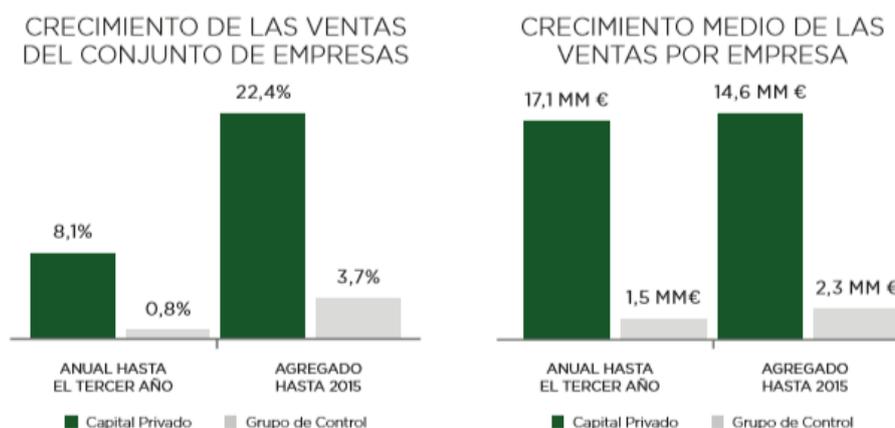
Creo que este dato cobra una especial importancia al tratarse de España, cuya economía ha estado históricamente lastrada por una de las tasas de desempleo más elevadas a nivel europeo. Además, entre 2005 y 2012 (periodo temporal de las inversiones de capital privado analizadas en el estudio de ASCRI), se destruyeron unos 2.400.000 empleos de la economía española (INE, 2020), mientras que las compañías apoyadas por capital privado generaron desde 2005 hasta 2015 un crecimiento neto de 44.000 empleos.

Estos datos justifican el apoyo que pueda recibir el sector, y evidencian la importancia que tiene su actividad para sanear uno de los mayores puntos débiles de nuestra economía.

5.2 Crecimiento en ventas

Si analizamos y comparamos las diferencias de crecimiento en ventas con y sin apoyo del capital privado, las conclusiones son incluso más claras. Tres años después de la inversión inicial, las compañías invertidas experimentaron una tasa anual de crecimiento en ventas de +8,1%. Por otro lado, el grupo de control apenas incrementó sus ventas a un ritmo anual de +0,8%.

Figura 7:



ASCRI, 2018

Si se amplía el horizonte temporal, se observa un crecimiento agregado desde 2005 a 2015 de +22,4% en la facturación, cifra muy elevada teniendo en cuenta la crisis financiera que atravesó gran parte del horizonte temporal observado. En cuanto al grupo de control, se aprecia un incremento agregado en ventas de +3,7%, muy por debajo del obtenido por compañías con financiación de capital privado.

En términos individuales, las empresas con apoyo de capital privado vieron de media sus ventas incrementadas en 17,1 millones de euros tres años después de la inversión, mientras que las compañías del grupo de control aumentaron de media 1,5 millones de euros en facturación (15,6 millones de euros de diferencia en apenas tres años tras la

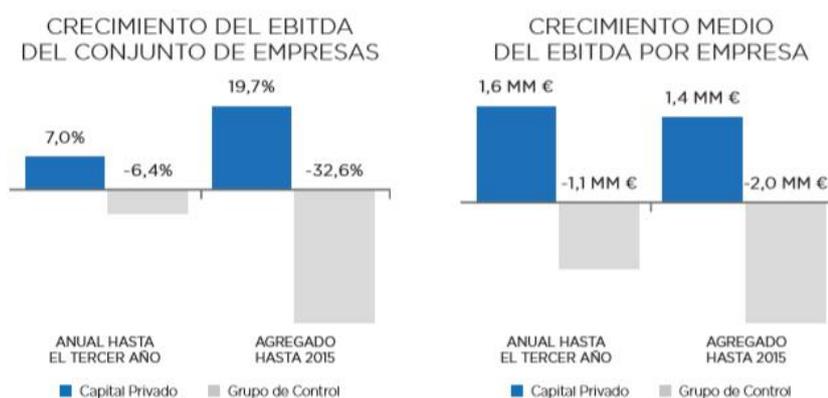
inversión). Analizando los datos hasta 2015, las ventas de las participadas crecen de media 14,6 millones de euros, frente al incremento medio de 2,3 millones de euros observado en el grupo de control.

5.3 Crecimiento en rentabilidad

En cuanto a la rentabilidad de las compañías (capacidad de generar beneficios, medida en este caso por el beneficio antes de intereses, impuestos, y amortizaciones - EBITDA - generado), también se aprecian diferencias significativas entre el grupo de control y las empresas invertidas por capital privado.

Tres años después de la inversión, las compañías participadas experimentaron una tasa de crecimiento de EBITDA anual de +7,0%, mientras que las compañías del grupo de control experimentaron un crecimiento anual negativo de -6,4%.

Figura 8:



ASCRI, 2018

Si observamos la evolución de las participadas desde 2005 hasta 2015, observamos un crecimiento agregado de +19,7%. Esta cifra, aunque aparentemente indica un crecimiento reducido, cobra especial valor cuando se compara con la caída agregada del -32,6% en el EBITDA de las compañías del grupo de control. De esta manera podemos observar el fuerte impacto que tuvo la crisis financiera sobre la capacidad de las compañías para rentabilizar sus ingresos.

En cuanto a los valores individuales medios, hasta el tercer año las compañías de la muestra de capital privado consiguieron un aumento medio de 1,6 millones de euros en el EBITDA, frente a la destrucción de EBITDA de -1,1 millones de euros de las compañías del grupo de control (diferencia de 2,7 millones de euros de media en el EBITDA en apenas tres años).

Hasta 2015, el EBITDA medio generado por las compañías participadas aumentó en +1,4 millones de euros, frente a la caída de -2,0 millones de euros de las compañías no invertidas por capital privado (la diferencia aumenta hasta los 3,3 millones de euros por compañía).

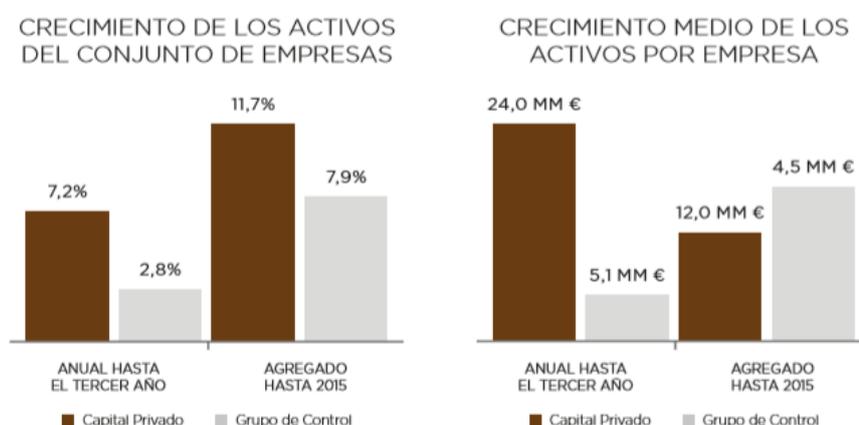
La evolución del EBITDA generado por una compañía tiene una especial importancia para sus accionistas, ya que es una de las métricas más utilizadas para la valoración a través de múltiplos. De hecho, el múltiplo EV/EBITDA es la única magnitud que se cita en muchas ocasiones para definir el precio de una compañía. Por esta razón, mejorar sustancialmente el EBITDA (la rentabilidad) es la principal prioridad de los fondos de capital privado, ya que a través de esta magnitud se definirá el precio de venta y por tanto el retorno de la operación.

5.4 Crecimiento en inversiones

El crecimiento en la inversión, aspecto clave para el desarrollo e internacionalización de las PYMES españolas, es otro factor en el que el capital privado es capaz de tener un impacto positivo.

Para las compañías financiadas por capital privado, la inversión (medida como aumento o disminución del valor de los activos totales) aumentó a un ritmo anual de +7,2% hasta el tercer año después de la inversión. Por otro lado, los activos totales de las empresas del grupo de control crecieron a un ritmo anual de +2,8%.

Figura 9:



ASCRI, 2018

Ampliando los datos hasta 2015, observamos que el valor de los activos totales de las compañías financiadas por capital privado creció un +11,7% (valor agregado), frente al crecimiento agregado de +7,9% del valor de los activos de las compañías del grupo de control.

Los altos niveles de amortización y depreciación que conllevan los incrementos en la inversión, junto con la crisis financiera de 2008 son los principales factores que erosionan la diferencia entre las magnitudes del grupo de control y las compañías gestionadas por el capital privado.

Por último, analizando el crecimiento medio individual, se observa en el grupo de control un crecimiento anual hasta el tercer año de 5,1 millones de euros, frente al incremento de 24,0 millones de euros en las compañías invertidas (casi 19 millones de euros de diferencia en valor de activos tras tres años de inversión). Si analizamos hasta 2015, esta diferencia se reduce por las razones mencionadas anteriormente,

experimentando las empresas apoyadas por capital privado un crecimiento medio de 12,0 millones de euros frente a los 4,5 millones de euros del grupo de control.

5.5 Creación de valor del capital privado

Los datos analizados anteriormente evidencian el efecto positivo que tienen las inversiones de capital privado sobre la evolución de las principales métricas financieras de las PYMES españolas.

Por lo tanto, cabe pensar que el apoyo de este tipo de inversores crea valor para las compañías. La alineación de intereses es uno de los factores claves detrás de esta creación de valor.

Mientras que los inversores en compañías cotizadas públicamente suelen adquirir posiciones muy minoritarias, sin capacidad de toma de decisiones sobre la dirección estratégica, en la gran mayoría de operaciones de capital privado se toman posiciones mayoritarias. De esta manera, los fondos de capital privado se ven totalmente involucrados en la gestión de las participadas (Fernández, 2018).

Cabe destacar que, en muchas ocasiones, el propio equipo directivo de la compañía invertida toma participaciones significativas en el capital de la empresa, con el objetivo de solidificar este alineamiento de intereses (Alantra, 2020).

Además, las inversiones en los mercados públicos de valores suelen tener un horizonte temporal muy inferior a las inversiones de capital privado, por lo que los inversores en capital público tienden a buscar el incremento a corto plazo en el valor de sus acciones, que en el positivo desarrollo a largo plazo del negocio.

De esta manera, los inversores de capital privado crean valor a través de dos vías fundamentales: la financiación y el apoyo en la gestión.

Gracias a estas vías, las compañías innovan más; a nivel europeo, se estima que las compañías apoyadas por capital privado llevan a cabo el 12% de la innovación en el continente, representando el 8% del gasto en I+D del continente (Hersch, 2018). Si tenemos en cuenta que este grupo de compañías representa apenas el 6% de trabajadores del sector privado (Frontier Economics, 2013), podemos observar los efectos de la financiación (permitiendo invertir en I+D por encima de la media) y el apoyo en la gestión (profesionalizando equipos directivos, y haciendo más eficientes las inversiones) proporcionados por el capital privado.

Además, la productividad de las compañías apoyadas por capital privado se ve incrementada debido a su capacidad de inversión, que les permite invertir en nuevos activos, desarrollar nuevos productos, e introducirse en nuevos mercados. Todo esto, añadido con el apoyo en la gestión de un equipo desde los fondos de capital privado (que suelen estar compuestos por individuos con gran experiencia y contactos en los sectores de actividad de la empresa) permite a las compañías alcanzar una mayor magnitud, aumentando significativamente su productividad. La productividad de compañías europeas apoyadas por capital privado fue de media un 6,9% superior a las empresas no invertidas (Frontier Economics, 2013).

Por último, la capacidad de financiación adicional que reciben las compañías participadas les permite llevar a cabo una estrategia de fusiones y adquisiciones más agresiva, permitiendo la consolidación de mercados.

Todos estos factores tienen consecuencia un aumento en la competitividad de las compañías apoyadas por el capital privado. Por consecuencia, una industria de capital privado española fuerte y desarrollada apoyará al crecimiento de las compañías locales, y fomentará el desarrollo económico y la competitividad de nuestro país frente al extranjero.

5.5.1 Creación de valor para la economía española

La estructura de la economía española y el crecimiento asimétrico durante los años de recuperación han propiciado una situación muy favorable para el desempeño del capital privado. Aproximadamente el 65% del PIB español se origina de PYMES con menos de 50 empleados, muy por encima de la media europea (i.e. en Reino Unido apenas suponen el 30%) (INE, 2020).

Esto indica que existen en nuestro país mercados competitivos muy fragmentados, con líderes en cada nicho que necesitan financiación para adquirir mayor dimensión, ser más eficientes y productivos, y poder competir a nivel global. De esta manera existen en nuestro país una gran cantidad de compañías propensas a ser adquiridas por fondos de capital privado, con el objetivo de consolidar mercados y fomentar la internacionalización.

Además, como se ha analizado anteriormente, el apoyo del capital privado tiene consecuencias positivas significativas sobre los niveles de empleo de las compañías invertidas (en el periodo analizado las compañías invertidas crearon 148 empleos de media, frente a la destrucción neta media de 12 empleos por las compañías no invertidas), por lo que el apoyo a este sector debería ser una de las prioridades de los gobiernos españoles, ya que ayuda a aliviar uno de los principales problemas estructurales de nuestra economía.

Cabe destacar que el capital privado tiene un impacto especialmente significativo en el sector servicios, siendo este sector el de mayor peso en las inversiones *mid market* en los últimos años (ASCRI, 2018). Este sector supone el 68% del PIB español (INE, 2018) por lo que su desarrollo es básico para el buen funcionamiento de la economía de nuestro país.

Por último, es importante mencionar que, debido al bajo desarrollo de la industria del capital privado en nuestro país, el impacto que su actividad tiene sobre el total de la economía y sociedad española es significativo pero limitado. Conforme la industria vaya ganando tamaño e importancia a nivel nacional, más apreciables serán los efectos positivos de este tipo de inversión.

5.5.2 Creación de valor en épocas de crisis

Por último, múltiples estudios afirman que el capital privado apoya a las compañías invertidas durante las épocas de crisis, y permite amortiguar sus efectos a largo plazo (Bernstein, 2018 y Strömberg, 2009).

Un buen ejemplo de esto lo podemos encontrar en las compañías invertidas desde 2008 en España, uno de los países más afectados por la crisis financiera comenzada en ese año.

Analizando las mismas métricas observadas anteriormente, podemos observar que tres años después de las inversiones durante la crisis, las compañías apoyadas por capital privado crearon de media 166,0 empleos nuevos, frente a la destrucción neta media de 17,2 empleos por parte de las empresas del grupo de control. Ampliando el marco temporal hasta 2015, esta diferencia se amplía, creando de media 200 empleos más las compañías invertidas.

Lo mismo ocurre con las ventas, creciendo en las compañías en cartera en 23,7 millones de euros en los tres primeros años de inversión, frente al crecimiento de 3,3 millones de euros experimentado por el grupo de control. Hasta 2015, las cifras son de 27,7 y 5,2 millones de euros respectivamente.

En cuanto a la rentabilidad, medida por la capacidad de generar EBITDA, las compañías invertidas consiguieron aumentar esta variable durante los tres primeros años en 3,0 millones de euros de media, frente a los 0,6 millones de euros del grupo de control. Esta diferencia se mantiene hasta 2015 (+4,6 millones de euros frente a +1,5 millones de euros).

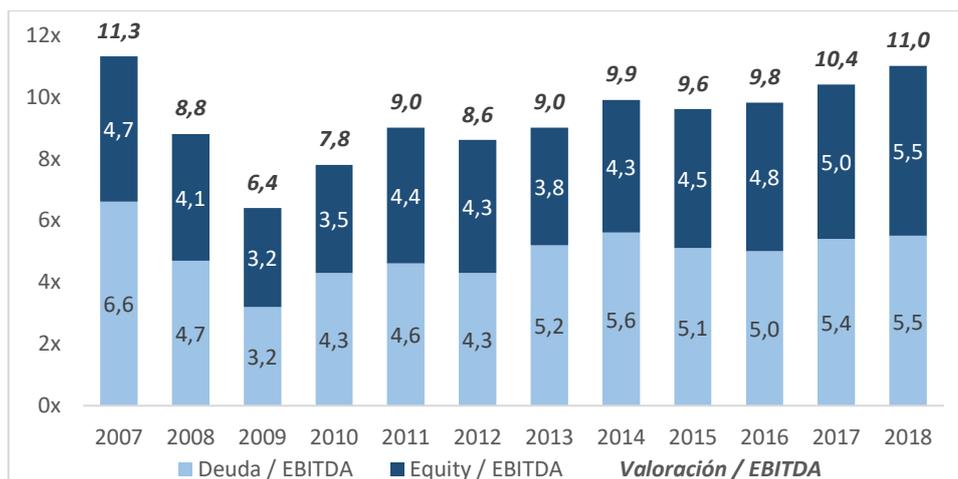
Por último, en cuanto a la inversión, los activos totales de las compañías participadas por capital privado aumentaron su valor de media tras tres años de inversión en 16,7 millones de euros, frente al crecimiento medio de 3,0 millones de euros en el grupo de control. Hasta 2015, las diferencias aumentan, creciendo en 21,9 millones de euros con capital privado y 4,4 millones de euros sin su apoyo.

Una de las razones de este impacto positivo puede estar en la capacidad del capital privado de proveer financiación en épocas de escasa liquidez, permitiendo a las compañías participadas seguir realizando inversiones, mejorando su productividad y eficiencia, y asegurando su supervivencia en periodos en los que la mayoría de las compañías apenas realizan inversiones y ven reducido el valor de sus activos totales (Strömberg, 2009).

Además, el funcionamiento de los fondos de capital privado les permite captar una gran cantidad de fondos durante las épocas de crecimiento económico y alta liquidez, e invertir estos fondos durante los años de crisis e iliquidez, amortiguando así las consecuencias en los niveles de inversión de los países en los que operan durante las crisis.

De hecho, debido al horizonte temporal a largo plazo de la mayoría de las inversiones de capital privado, los fondos se ven incentivados a invertir durante las épocas de deceleración económica ya que el apetito inversor a nivel general se ve reducido, y el precio pagado por compañías es muy inferior durante estos años a lo pagado durante los años de bonanza económica (Alantra, 2020).

Figura 10: Evolución de mediana de múltiplos pagados en operaciones de capital privado a nivel global 2007-2018



Adaptado de Pitchbook, 2019

De esta manera, las rentabilidades potenciales de las inversiones de capital privado llevadas a cabo durante los años de crisis aumentan significativamente (Alantra, 2020).

5.6 Inversión responsable en el capital privado

Las inversiones del capital privado en España tienen la capacidad no sólo de fomentar el desarrollo económico, sino también de acelerar el proceso hacia la sostenibilidad medioambiental, el respeto a los derechos humanos, mayor transparencia y la consecución de buenas prácticas de gestión en las empresas españolas.

Esta tendencia hacia la inversión responsable en el sector financiero en general, y en el capital privado en particular viene causada por las demandas de los inversores privados e institucionales, cada vez más concienciados con los problemas sociales y medioambientales (ASCRI, 2020).

Además, nuevas regulaciones a nivel nacional y europeo están acelerando este cambio en las inversiones del capital privado. Entre las recientes regulaciones a nivel europeo destaca el “Green Deal”, aprobado en diciembre de 2019, que marca el camino de las compañías de la UE para alcanzar la neutralidad de carbono en el año 2050. El objetivo intermedio de esta regulación, para 2030, consiste en una reducción del 55% de las emisiones de CO2 (Comisión Europea, 2019).

Como respuesta a estas demandas de los inversores de capital privado, y a estas nuevas regulaciones, los gestores de capital privado se están adaptando a gran ritmo, aumentando la importancia del ESG (factores medioambientales, sociales y de gobierno) en su propia gestión y en la gestión de sus compañías participadas.

Cabe mencionar que, debido al espíritu a largo plazo de las inversiones de capital privado, este subsector tiende a ser uno de los más maduros en cuanto a la inversión y gestión responsable dentro del sector financiero español. Como prueba de ello, el 84% de las entidades de capital privado en España incluyen criterios ESG tanto en las decisiones de inversión como en la gestión de su porfolio (ASCRI, 2020).

De esta manera, la gestión responsable se presenta como un elemento significativo en las decisiones de inversión, al mismo nivel que otros factores considerados más importantes tradicionalmente como los financieros. Así, el ESG se utiliza como herramienta de identificación de riesgos, convirtiéndose así en un elemento de creación de valor.

A nivel español, el 50% de los fondos de capital privado tienen formalizado su compromiso público con la inversión responsable a través de informes anuales (ASCRI, 2020).

Sin embargo, cuando comparamos al sector en nuestro país con sus competidores europeos, la menor madurez del sector en España es evidente.

Apenas el 28% de los fondos de capital privado españoles cuentan con un sistema de monitorización del desempeño ESG, frente al 88% apreciado a nivel global (ASCRI, 2020). De la misma manera, a nivel nacional sólo el 14% de los fondos cuentan con un empleado o un equipo dedicado expresamente a cuestiones de inversión responsable y ESG, frente al nivel global de 35% (ASCRI, 2020).

Ante estos retos, los fondos de capital privado se están viendo obligados a responder, incluyendo nuevos factores en los procesos de inversión y gestión.

En el caso del proceso de inversión, es muy común en la industria en la actualidad la exclusión de ciertos sectores por incompatibilidad con los valores del fondo, o con los principios de los inversores (por ejemplo, tabaco, bebidas alcohólicas, armas de fuego...). Además, partiendo de la base del compromiso de cumplimiento de la legislación actual, se recomienda elaborar una serie de estándares de inversión responsable que sirvan como referencia en todas las tomas de decisiones.

6. Caso práctico: N+1 – EYSA

Para evidenciar y ejemplificar los argumentos comentados anteriormente, me parece relevante exponer y analizar un caso práctico de la industria del capital privado española en los últimos años.

El acceso a este caso proviene de mis prácticas curriculares que realicé en el equipo de capital privado de la institución financiera española Alantra; esta experiencia profesional, durante la cual pude observar los efectos de las inversiones de capital privado en las PYMES españolas de primera mano, es de hecho el origen de mi inquietud para llevar a cabo este trabajo académico.

Este caso va a ser la compra apalancada (*Leveraged Buyout*) de Estacionamientos y Servicios, S.A. (“EYSA”) por parte del fondo español N+1 PEF II (actualmente conocido como “Alantra”).

Esta adquisición, llevada a cabo en diciembre de 2011, representa un ejemplo paradigmático de creación de valor por parte del capital privado en España; en el momento de la desinversión (en octubre de 2015) tras escasos cuatro años de gestión conjunta, tanto los ingresos, como la rentabilidad, número de empleados y presencia internacional había aumentado significativamente, a un ritmo muy superior al observado antes de la inversión de capital privado.

6.1 Descripción de la compañía

EYSA es el segundo operador líder en España en concesiones y gestión de plazas de aparcamiento, tanto a pie de calle (conocido como “*on-street*”) como de aparcamientos subterráneos públicos y privados (conocido como “*off-street*”).

En el momento de la inversión, EYSA tenía una cuota del mercado español de aproximadamente 25%, gestionando y explotando más de 150.000 plazas de aparcamiento en 67 ciudades españolas. De estas plazas, más de 100.000 eran *on-street*, siendo este mercado la parte central y más rentable del negocio de la compañía.

El modelo de negocio de EYSA está muy diversificado, ya que incluye múltiples fuentes de ingreso alternativas como servicios de remolque y almacenaje de vehículos mal estacionados, servicios de movilidad como gestión de tráfico, gestión y mantenimiento de los parquímetros (es una de las cuatro compañías encargadas de gestionar el estacionamiento regulado “ORA” de Madrid), o gestión de multas por infracciones.

6.2 Oportunidad de inversión

La oportunidad de inversión era óptima, y muy representativa de las operaciones de capital privado en España, ya que se trataba de una compañía con un modelo de negocio escalable, necesitado de inversiones significativas, con fuerte potencial de crecimiento tanto orgánico, como a través de fusiones y adquisiciones.

Además, el modelo de negocio era muy replicable en otros países, por lo que la internacionalización se presentaba como una de las palancas de crecimiento más claras.

Por otro lado, su fuerte posicionamiento en el mercado español aseguraba altas barreras de entrada frente a potenciales competidores internacionales, y su plataforma construida a lo largo de los años ofrecía altos márgenes y una sólida generación de caja, elemento clave buscado por el capital privado para asegurar la capacidad de repago del apalancamiento de la operación.

Por último, el nivel de ventas de €60 millones y EBITDA de €17 millones en el momento de la inversión representaba un tamaño de operación óptimo, dentro del rango habitual de las operaciones llevadas a cabo por los grandes fondos de capital privado españoles.

6.3 Modelo de creación de valor

Tras la realización de la inversión, se dio paso a la parte más importante de una operación de capital privado, que es la gestión y creación de valor en la participada.

De esta manera, el modelo de creación de valor ideado por el fondo de N+1 para la compañía se basó en cuatro pilares: internacionalización y exportación, adquisiciones estratégicas y expansión, mejoras operacionales y crecimiento orgánico, y renovación del equipo directivo.

- Internacionalización y exportación: durante los años gestionados por N+1, EYSA llevó a cabo un fuerte proceso de internacionalización, que se convirtió en la base y catalizador de su crecimiento en ingresos y rentabilidad.

Se consiguieron las dos primeras concesiones en Méjico, nuevas ofertas e iniciativas de financiación privadas (PFIs) en Brasil, Colombia, Perú y Panamá, se iniciaron varios procesos de concesiones en Estados Unidos, se exportaron los servicios de gestión de multas...

Sin el apoyo del capital privado, esta expansión internacional hubiera sido imposible. Por un lado, el fondo proveyó la financiación necesaria para lanzar todos estos procesos expansivos, aportando además seguridad y confianza al equipo directivo para llevar a cabo proyectos más arriesgados y costosos.

Por otro lado, N+1 utilizó su amplia red de contactos internacionales para facilitar todos estos proyectos de expansión, especialmente en Latinoamérica. De hecho, se contrató en 2013 un nuevo *Country Head* en Méjico para fomentar el desarrollo de la compañía en la zona.

Este modo de creación de valor es muy común en los grandes fondos españoles, que gracias a su amplia experiencia van creando redes de contactos internacionales en ciertos sectores (con empresarios de la zona, funcionarios de alto nivel, clientes...) que luego utilizan para generar oportunidades de negocio para sus participadas.

- Adquisiciones estratégicas y expansión: en el año 2013, EYSA anunció la adquisición de SCI, una compañía española especializada en gestión de multas y

recaudación de tasas municipales, con el objetivo de aumentar la oferta de servicios y diversificar las fuentes de ingresos.

Como consecuencia de esta adquisición, la compañía incorporó 54 nuevos mandatos en 40 ciudades, consiguiendo sinergias significativas y costes de integración muy limitados. Además, esta operación permitió la aparición de múltiples oportunidades de ventas cruzadas.

Al analizar la evolución de ingresos de EYSA, se puede observar que la adquisición de SCI provocó un aumento de más de €10 millones en ventas, siendo de esta manera la principal fuente de crecimiento tanto en ingresos como en rentabilidad.

Esta transacción es un ejemplo de cómo el capital privado en España ayuda a consolidar sectores o subsectores que tienden a estar muy atomizados, formados por múltiples PYMES que carecen del tamaño crítico para ser competitivas a nivel internacional.

- Mejoras operacionales y crecimiento orgánico: con la llegada de N+1, se llevó a cabo una reestructuración y remodelación de todas las operaciones de la compañía, con el objetivo de reducir costes y aumentar la eficiencia.

Se renegociaron todos los contratos con proveedores (consiguiendo una reducción de costes anuales de €0,5 millones), se optimizó la mano de obra de concesiones (consiguiendo una reducción de costes anuales de €1,5 millones), y se implementó una nueva plataforma tecnológica común para toda la compañía.

El foco de las mejoras operacionales estuvo centrado en los procesos de cobro, que fueron totalmente rediseñados gracias a la experiencia del equipo de N+1 en la gestión de estos procesos, y sus relaciones con clientes e instituciones financieras.

Por otro lado, se invirtió en la propia compañía para complementar el crecimiento inorgánico basado en *add-ons*; gracias a estas inversiones, y al apoyo en la gestión de la compañía se renovaron en 2013 todas las concesiones en la ciudad de Madrid para un periodo de hasta 14 años (de las que se originaba el 40% del EBITDA total), y se incrementó la duración media del portfolio de concesiones (que pasó de 5,7 años en el momento de la inversión hasta los 8,9 años en la desinversión).

Por último, se reestructuró toda la estructura de la deuda de la compañía en 2013, con una emisión de bonos flexibles en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Una vez más, las buenas relaciones del equipo directivo de N+1 con los dirigentes de las grandes instituciones financieras españolas fueron clave para que la compañía accediera a esta vía de financiación.

- Renovación del equipo directivo: con la llegada del capital privado a EYSA, se reestructuró y remodeló el liderazgo de la compañía.

Se contrató un nuevo consejero delegado, gracias a un contacto personal de uno de los directivos de N+1 (que además se convirtió en parte de la red de contactos internacionales del fondo). También se introdujo un nuevo presidente de la junta, con más de 30 años de experiencia en la industria de concesiones de plazas de garaje.

Un buen ejemplo de los beneficios provenientes de esta renovación del equipo directivo apareció con la introducción del concepto de “*bundled services*”, con los que EYSA fue capaz de ofrecer sus servicios de gestión y explotación de plazas de aparcamiento, junto con los de gestión de multas bajo un mismo producto. La introducción de esta oferta de servicios unificada (y totalmente exportable) fue una de las claves que permitió la internacionalización y expansión de la compañía española a nivel global.

La profesionalización de los equipos directivos, muy necesaria en muchas PYMES españolas, es otra de las palancas clave mediante la cual los fondos de capital privado aportan valor a las participadas.

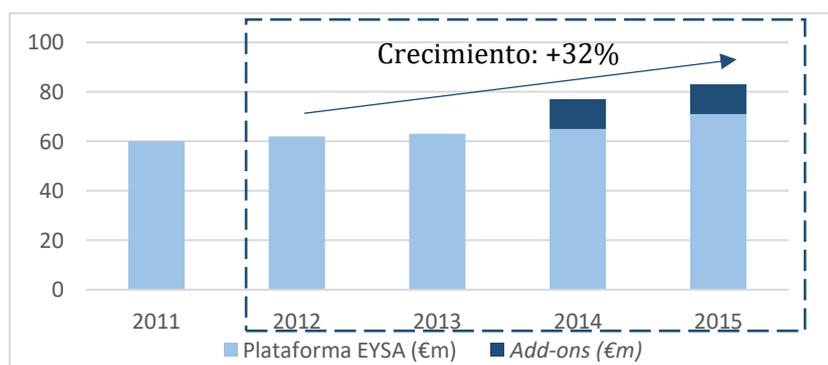
Además, también se fortaleció el equipo profesional a niveles medios y bajos, contratando por ejemplo un *controller* para apoyar la labor del CFO, e introduciendo directores de países en las zonas en las que la compañía se iba expandiendo.

Basándose en estos cuatro pilares, podemos apreciar un ejemplo de cómo el capital privado crea valor para las pequeñas y medianas empresas españolas. Esta creación de valor se maximiza cuando las posiciones son mayoritarias (como fue el caso en la adquisición de EYSA por parte de N+1), y los fondos inversores tienen libertad y capacidad plena para afectar la toma de decisiones.

6.4 Evolución financiera

Una vez analizado el modelo de creación de valor durante la inversión, es necesario estudiar la evolución financiera para comprobar si realmente estos cambios en el negocio han tenido efectos positivos sobre la capacidad de la compañía de generar ingresos y rentabilidad.

Figura 11: Evolución de ventas de EYSA 2011-2015



Adaptado de Alantra, 2020

Atendiendo a la evolución en ventas, podemos observar un crecimiento significativo en los ingresos anuales totales, superando los €80 millones en el momento de la desinversión frente a los €60 millones que reportaba en el momento de la inversión (crecimiento del 32% en apenas cinco años).

Por un lado, la compañía presenta un sólido crecimiento orgánico, indicando una evolución positiva de su *core-business*, la gestión de plazas de aparcamientos. Este crecimiento cobra una especial importancia cuando lo comparamos con la evolución de la economía española durante los años de inversión, ya que se contrajo significativamente en 2012 y 2013, y apenas alcanzó los niveles de 2011 en el año 2015.

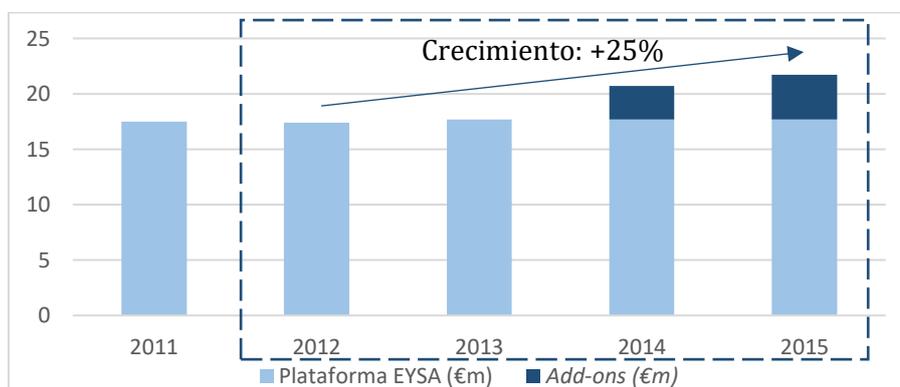
Esto indica la importancia que tuvo el proceso de internacionalización fomentado por el capital privado en la capacidad de la compañía para encontrar vías de crecimiento, gracias a la introducción en mercados de mayor potencial que el español.

Además, este crecimiento sólido y sin altibajos del *core-business* (sin tener en cuenta el *add-on*), debido a la naturaleza del modelo de negocio (basado en concesiones públicas y privadas a largo plazo), suele ser muy atractivo para los inversores de capital privado, que buscan compañías capaces de asegurar una generación de caja fuerte y sostenida, que permita asegurar los repagos de la deuda.

Por otro lado, es evidente la importancia que tuvo la adquisición de SCI como catalizadora de crecimiento en ventas, aportando de manera instantánea más de €10 millones en ingresos, y permitiendo a EYSA acceder a un segmento con fuerte crecimiento.

De esta manera, se pone de manifiesto una vez más la importancia del capital privado para la expansión de las PYMES españolas, consolidando sectores en la economía nacional, y haciéndolas más competitivas a nivel internacional.

Figura 12: Evolución de EBITDA de EYSA 2011-2015



Adaptado de Alantra, 2020

En cuanto a la evolución del EBITDA, podemos observar que sigue un comportamiento similar al de ingresos. El suave pero constante crecimiento en el *core-business* se ve complementado por la adquisición de SCI, que tuvo como consecuencia un aumento en unos €3 millones de EBITDA.

Así, el EBITDA anual en el momento de la desinversión superaba los €21 millones, frente a los €17 millones anuales que la compañía reportaba en 2011, antes de la inversión.

Cabe mencionar que la evolución positiva del EBITDA siempre es uno de los objetivos principales de los gestores de capital privado, ya que en gran medida de esta métrica dependerá el precio de desinversión, y por tanto la rentabilidad final de la operación.

Por esta razón, las compañías participadas tienden a centrarse en reducir el despilfarro y en maximizar la eficiencia en los procesos. Buen ejemplo de esto fue la remodelación y reestructuración total de todas las operaciones de EYSA liderada por N+1, que tuvo como resultado una reducción de costes operativos anuales superior a €2 millones.

Por último, cabe destacar que durante el tiempo en el que la compañía estuvo participada por capital privado, el número de trabajadores aumentó significativamente, pasando de 1.422 empleados en 2011 a 1.602 empleados en 2015 (un aumento del 12,7%).

Sin embargo, según la EPA (Encuesta de población activa) del INE (Instituto Nacional de Estadística), entre 2011 y 2015 (años de inversión y desinversión de EYSA por N+1), la tasa de desempleo en España subió desde el 21,4% hasta el 22,1% (alcanzando un máximo de 26,1% en 2013).

Este dato es buen ejemplo del importante papel que juega el capital privado como elemento dinamizador de la economía en España, no sólo fomentando el crecimiento y la expansión de las compañías nacionales, sino también apoyando a la creación de empleo de calidad.

6.5 Creación de valor para N+1

Desde el punto de vista del fondo de capital privado, toda la creación de valor de la participada tiene como objetivo final aumentar su precio en el momento de la desinversión, alcanzando así una rentabilidad mayor en la operación.

Según el portal *Mergermarket*, N+1 compró el 100% del capital EYSA a Fomento de Construcciones y Contratas SA (FCC) en diciembre de 2011 por un valor estimado de €78,2 millones.

En octubre de 2015, N+1 vendió la totalidad de su participación en el capital de EYSA a un consorcio de inversores liderado por el fondo de capital privado español Portobello Capital (que adquirió una participación del 51%), por un valor estimado de €88,4 millones.

De esta manera, N+1 consiguió aumentar el valor del capital de EYSA en un 13,0% en menos de cinco años, obteniendo así una rentabilidad significativa en un periodo de gestión relativamente corto.

Además, gracias a las positivas expectativas de crecimiento tanto a nivel nacional como internacional, y a las fuertes inversiones realizadas por EYSA junto con N+1 que permitieron la construcción de plataformas que sentarían la base para el crecimiento

futuro, N+1 consiguió aumentar el múltiplo pagado de Valor Empresa / EBITDA, que pasó de 3,5x en el momento de la inversión, a 4,5x en el momento de la desinversión.

Por último, cabe destacar que tras la desinversión de N+1 en 2015, EYSA pasó a ser controlada por otro fondo de capital privado español, Portobello Capital, que mantiene la posesión del 100% de su capital hasta el día de hoy.

Durante estos años de gestión, la compañía ha seguido creciendo y expandiéndose a un fuerte ritmo, superando por primera vez los €100 millones en ingresos en 2019 (BME, 2019).

El número de plazas de garaje bajo gestión ha crecido hasta las 170.000, y la expansión internacional ha continuado, consolidando su fuerte posicionamiento en los mercados latinoamericanos, y dando por fin el salto al mercado estadounidense.

En 2017, la compañía lanzó en un *joint venture* junto al grupo PSA (dueño de Citroën y Peugeot entre otros) el servicio de *carsharing* “Emov”, un gran éxito comercial. EYSA vendió su participación en el proyecto al propio grupo PSA en diciembre de 2018

De hecho, la evolución de la compañía ha sido tan positiva, que desde finales de 2019 el fondo Portobello ha lanzado un proceso de desinversión, recibiendo gran atención y apetito por inversores tanto nacionales como internacionales.

En definitiva, el caso de EYSA nos ofrece un ejemplo de la capacidad y el potencial que tiene el capital privado en España para dinamizar la actividad económica, y fomentar la creación de empleo.

El músculo financiero de las instituciones del capital privado, combinado con la experiencia empresarial de sus equipos directivos permite a pequeñas y medianas empresas españolas como EYSA expandir su oferta de productos y servicios, aumentar su tamaño y su competitividad consolidando sectores en los mercados nacionales, y lanzarse a los mercados internacionales aumentando así la riqueza nacional y aliviando el sistema de empleo español.

7. Conclusiones

Al comienzo de este trabajo, se establecieron dos objetivos principales como base para la elaboración del mismo.

Por un lado, he tratado de presentar y analizar la situación actual de la industria del capital privado en España, teniendo en cuenta su evolución histórica, el panorama actual y los retos y oportunidades para el futuro.

De esta manera, nos encontramos con una industria con un crecimiento considerable en los últimos años (fuerte recuperación desde 2014), que presenta niveles récord en inversión, *fundraising*, y *dry powder*, y consiguiendo buenas rentabilidades para los inversores.

Este crecimiento ha tenido como origen por un lado la buena evolución de la economía a nivel nacional e internacional en los últimos años, con altos niveles de liquidez, financiación barata, expansión del PIB, creación de riqueza y reducción de las tasas de desempleo (la evolución de la industria del capital privado tiende a estar muy ligada históricamente a la evolución macroeconómica general).

El otro factor principal detrás del crecimiento de la industria ha sido la propia estructura de la economía española, basada en pequeñas y medianas empresas (que conforman el 65% del PIB nacional y el 70% del empleo). Este tipo de compañías son las más propensas a ser adquiridas por el capital privado, lo que supone una abundancia de *targets* (de tamaño medio y pequeño) de calidad para la industria.

Sin embargo, al comparar el tamaño y nivel de desarrollo del capital privado (medido en porcentaje de la economía invertida en capital privado) de España frente a otros países, se puede observar la juventud y relativa poca importancia de la industria en la actualidad.

De esta manera, y para alcanzar los niveles de desarrollo de otras naciones será necesario un sólido apoyo estatal, y una mejora de las condiciones fiscales y legales (que actualmente ponen en desventaja a los fondos españoles frente a competidores de otros países europeos con condiciones más benignas).

Además, hace falta una mayor educación y normalización de este tipo de actividad inversora en el conjunto de la población española, con el objetivo de fomentar que inversores minoristas se lancen a introducir este tipo de proyectos en sus portafolios. Esta es una de las principales oportunidades de crecimiento que considero tiene el capital privado en España.

Otra oportunidad de expansión de la industria en el largo plazo es la internacionalización. Esta opción es especialmente interesante para los grandes fondos españoles, que tienen capacidad para llevar a cabo operaciones de gran tamaño, y podrían tener la confianza suficiente de los inversores para recibir mandatos paneuropeos. La estructura de la economía española mencionada anteriormente, basada en PYMES, provoca que exista una gran escasez de compañías privadas de gran tamaño, limitando el tamaño potencial de los fondos de capital privado que operan únicamente en España.

Por otro lado, el principal reto al que se enfrenta el capital privado en España está relacionado con la crisis económica causada por la pandemia del COVID-19, que ya está produciendo una contracción histórica del PIB de nuestro país, y aumentando considerablemente los niveles de desempleo.

Sin embargo, la gran cantidad de *fundraising* llevada a cabo por la industria en los últimos años, y los niveles históricos de *dry powder* aseguran la capacidad inversora del capital privado en los próximos años, situando así a la industria en una buena posición para superar la crisis económica que se aproxima.

El otro gran objetivo de este trabajo era tratar de analizar el impacto económico y social de la actividad del capital privado en España.

En este sentido, los datos aportados no dan lugar a duda. Esta industria tiene efectos muy positivos sobre las PYMES españolas, tendiendo a aumentar sus niveles de ventas, rentabilidad, inversión y empleo. De esta manera, se justifica el apoyo por parte del estado sobre el capital privado.

Además, el papel del capital privado como dinamizador de la economía tiende a acentuarse en las épocas de crisis, debido a su capacidad de aportar liquidez, financiación y empleo. Así, es previsible que la importancia de la industria siga aumentando en los próximos años como consecuencia de la crisis económica del COVID-19 que ya ha comenzado.

El efecto positivo del capital privado sobre los niveles de empleo es especialmente valioso para la economía española, que tiende a estar lastrada por tasas de paro muy elevadas. Como prueba de ello, las compañías participadas por capital privado generaron empleo incluso en los peores años de la crisis financiera de 2008, en los que la economía española destruía a nivel global cientos de miles de trabajos anualmente.

Como se ha mencionado anteriormente, las PYMES tienen un gran peso en la economía española. Este tipo de compañías se favorecen especialmente de las inversiones del capital privado, ya que carecen de la financiación, el tamaño crítico, y en muchos casos del equipo directivo necesarios para lanzarse a los mercados internacionales.

Además, al fomentar el desarrollo de estas compañías, el capital privado ayuda a consolidar sectores que tienden a estar muy fraccionados en la economía española, aumentando así la competitividad y la eficiencia.

Por último, y debido a la demanda de sus propios inversores y a factores regulatorios, el capital privado fomenta la inversión responsable; el horizonte temporal a largo plazo, y la experiencia de los equipos de gestión permiten el desarrollo tecnológico, y el respeto a los derechos humanos y objetivos de desarrollo sostenible en las compañías participadas por el capital privado.

Sin embargo, debido al bajo desarrollo de la industria del capital privado en nuestro país, el impacto que su actividad tiene sobre la economía y la sociedad española es limitado.

8. Bibliografía

- Alantra (2020); *Detailed review N+1 PEF II Portfolio – EYSA*
- Alperovych, Y. (2018); *The impact on productivity of management buyouts and private equity.*
- Amengual, M. (2018); *El capital riesgo en España y su impacto en la innovación empresarial.*
- Arango-Vásquez, L. y Durango-Gutiérrez, M.P. (2015); *Private Equity y Venture Capital: diferenciación y principales características.*
- Arcano, 2015. *Nota EYSA Cambio de control junio 2015.* Disponible en: <https://research.arcanopartners.com/documentos/company-research-772118/eysa-773218/eysa-spanish-942018/nota-eysa-cambio-de-control-junio-2015-942018/>
- ASCRI (2018); *Impacto económico y social del capital privado en las operaciones de middle market en España.*
- ASCRI (2020); *Qué es el capital privado (Venture Capital & Private Equity).*
- ASCRI (2020); *Guía de inversión responsable para el sector del Private Equity y Venture Capital en España.*
- ASCRI (2020); *Informe ASCRI 2019: “Venture Capital & Private Equity en España”.*
- Balboa, M (2004); *Captación de fondos de private equity: determinantes en España y Europa.*
- Banco de España (2020); *Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19.*
- Bernstein, S. y Lerner, J. y Mezzanotti, F. (2018); *Private equity and financial fragility during the crisis.* The review of financial studies. Volume 32, Issue 4. P. 1309-1373.
- Bernstein, S. y Lerner, J. y Sorensen, S. (2017); *Private equity and industry performance.*
- Boletín Oficial del Estado, 2014. *Ley 22/2014 de 12 de noviembre (Ley de Entidades de Capital riesgo).* Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714>
- Bolsas y Mercados Españoles, 2019. *Estados financieros consolidados y auditados de EYSA a 31 de diciembre de 2018.* Disponible en: [https://www.bmerf.es/docs/IFinanc/MARF/2019/20190530_EYSA_EEFF_Auditados_2018_\(sin_firma\).pdf](https://www.bmerf.es/docs/IFinanc/MARF/2019/20190530_EYSA_EEFF_Auditados_2018_(sin_firma).pdf)
- Bolsas y Mercados Españoles, 2020. *Emisiones en circulación EYSA.* Disponible en: <https://www.bmerf.es/esp/aspx/Comun/FichaEmision.aspx?i=ES0205037007>

- Comisión europea (2020); *Green deal: el camino para una Europa neutra climáticamente.*
- Davis, S. et al. (2019); *The economic effects of private equity buyouts.*
- De los Ríos, S. (2015); *El sector del capital riesgo europeo y la intervención pública: introducción a las iniciativas estatales en España.*
- Del Castillo, R. (2015); *La instrumentación jurídica de las operaciones de capital riesgo (Private Equity).*
- Espinoza, J. (2019); *Spain wrestles with a private equity boom.*
- Eysa prepara el salto del 'carsharing' y el parking colaborativo a toda España, 2017. Disponible en:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2017/05/24/companias/1495653933_140634.html
- Fernández, A.I. (2018); *Private Equity en España. Oportunidades de crecimiento.*
- Ferrer, M (2010); *Effects of venture capital and private equity on investment cash flow sensitivity of Spanish firms.*
- Figari, L. (2018); *Why Spain's private equity industry is on the rise.*
- Frontier Economics (2013); *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe.*
- García Ferrer, F. (2007); *Fases de desarrollo de un proyecto de Private Equity.* Estrategia financiera. Volumen 244. P 59-63
- Guerreiro, L. (2015); *El marco fiscal del capital-riesgo español.*
- Haro del Rosario, A. (2013); *Eficiencia en el sector del capital riesgo y private equity: análisis del caso español.*
- Hersch, IJ. (2018); *Private Equity impact on corporate innovation*
- Instituto Nacional de Estadística, 2020. *Encuesta de Población Activa.* Disponible en:
https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176918&menu=ultiDatos&idp=1254735976595
- Instituto Nacional de Estadística, 2020. *Sección prensa / contabilidad nacional (PIB).* Disponible en: https://www.ine.es/prensa/pib_prensa.htm
- Irazusta, P. y Sánchez M. y Posadas, C. (2020); *Los fondos de fondos de capital riesgo: análisis regulatorio y fiscal.*
- Ivashina, V. y Kovner, A. (2011); *The private equity advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking.*
- Lerner, J. y Leamon, A. y Hardyman, F. (2012); *Venture capital, private equity, and the financing of entrepreneurship: The power of active investing.*
- Mergermarket, 2020. *EYSA - N+1 Financial Summary.* Disponible en:
<http://www.mergermarket.com/Common/Mergermarket/Deals/ViewFinancialSummary.aspx?dealsysid=317743>
- Peña, I. y Mañueco, P. (2018); *Evolución del capital riesgo en la economía española.*

- Recondo, R. (2017); *El capital riesgo como fuente de financiación alternativa, y su fomento, en la UE y en España*. Revista española del capital riesgo. Volumen 4. P 23-53.
- Robers, S. (Price Waterhouse Coopers) (2019); *Private equity tren report 2019: The coming of age*.
- Rubira, C.L. (2014); *El capital riesgo como forma de financiación empresarial*.
- Strömberg, P (2009); *The economic and social impact of private equity in Europe: Summary of research findings*.
- Vild, J. y Zeisberegger, C. (2014); *Strategic buyers vs. Private equity buyers in an investment process*.