



Facultad de Ciencias Económicas

ANÁLISIS DE LA ACTIVIDAD DE LOS PRIVATE EQUITY EN ESPAÑA, TRABAJO FIN DE GRADO

Autor: Marta Guerrero Vázquez

Director: Jesús Javier Reglero Sánchez

MADRID | Abril 2022

I. RESUMEN:

La actividad del Private Equity ha crecido exponencialmente en la última década, pasando de captar en España 900 millones de euros en 2009 a 2.134 millones en 2020. Este crecimiento ha sido aun mayor a nivel mundial dónde se ha superado el billón de dólares en captación de fondos.

Por ello, es de gran interés estudiar el funcionamiento del negocio para entender la estructura establecida entre los inversores y el equipo gestor. Para con posterioridad, entrar a analizar las tendencias del mercado en la última década a través de cada una de las fases del negocio: captación de fondos, inversión, creación de valor y desinversión. Haremos especial mención a los principales motores de creación de valor en las empresas invertidas que el equipo gestor es capaz de generar antes de venderlas.

Para verificar y completar nuestro análisis, hemos realizado tres entrevistas en profundidad a directivos de importantes gestoras de Private Equity en España: Alantra, Portobello y CAPZA. Gracias a ellos hemos conseguido dar respuesta a cuestiones de gran relevancia en la actualidad. En concreto, que los efectos del Covid 19 hasta el momento no han sido tan perjudiciales como los de las crisis de 2008, y que tras el crecimiento de la industria de los últimos años algunos de los sectores más atractivos son las empresas tecnológicas, farmacéuticas y de infraestructuras. Además, gracias a los detalles de alguna operación concreta en la que han participado, hemos concluido que los principales pilares de creación de valor son: mejorar la línea operativa de la compañía, mejorar la percepción del mercado y sanear su estructura financiera.

Este trabajo es de gran utilidad para conseguir una visión completa de la evolución del Private Equity en España y entender cómo funciona su modelo de negocio tan particular que les permite crear valor a largo plazo.

II. PALABRAS CLAVE:

Private Equity, Capital Riesgo, Evolución, Inversiones, Creación de valor, Captación de fondos.

III. ABSTRACT:

Private Equity activity has grown exponentially in the last decade, from raising 900 million euros in Spain in 2009 to 2,134 million euros in 2020. This growth has been even greater at a global level, where it has exceeded one billion dollars in fundraising.

Therefore, it is of great interest to study how the business works in order to understand the structure established between investors and the management team. Subsequently, we will analyze market trends over the last decade through each of the phases of the business: fundraising, investment, value creation and divestment. We will make special mention of the main drivers of value creation in invested companies that the management team is able to generate before selling them.

To verify and complete our analysis, we have conducted three in-depth interviews with executives from leading private equity managers in Spain: Alantra, Portobello and CAPZA. Thanks to them, we have been able to answer questions of great relevance today. Specifically, that the effects of Covid 19 so far have not been as detrimental as those of the 2008 crises, and that after the growth of the industry in recent years some of the most attractive sectors are technology, pharmaceutical and infrastructure companies. In addition, thanks to the details of some specific operations in which they have participated, we have concluded that the main pillars of value creation are improving the company's operating line, improving market perception and cleaning up its financial structure.

This project is useful to get a complete vision of the evolution of Private Equity in Spain and to understand how their particular business model works, which allows them to create value in the long term.

IV. KEY WORDS:

Private Equity, Venture Capital, Evolution, Investments, Value creation, Fundraising.

V. ÍNDICE DE CONTENIDO	
1. INTRODUCCIÓN.	6
1.1. Justificación del trabajo.	6
1.2. Objetivo del trabajo.	7
1.3. Metodología.	8
2. MARCO TEÓRICO: ¿QUÉ ES EL PRIVATE EQUITY?	8
2.1. Regulación del Private Equity en España.	8
2.2. Régimen fiscal de las ERC.	11
2.3. Funcionamiento: General Partner y Limited Partner.	13
2.4. Fases del desarrollo del negocio.	15
3. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL PRIVATE EQUITY EN LOS ÚLTIMOS AÑOS:	15
3.1. Evolución de cada fase del negocio.	15
3.1.1. Fundraising: captación de fondos.	15
3.1.2. Inversiones.	21
3.1.3. Financiación de operaciones.	28
3.1.4. Creación de valor en las compañías participadas.	29
3.1.5. Desinversión.	32
3.2. Principales impactos del Private Equity en la economía española.	37
3.3. Entrevistas:	38
3.3.1. Entrevista a Antonio Rodríguez Pina: vicepresidente en Portobello Capital.	38
3.3.2. Entrevista a José Tomás Moliner: Country Manager en España del fondo de Private Equity francés CAPZA.	45
3.3.3. Entrevista Gonzalo de Rivera: Consejero delegado Alantra Private Equity.	46
4. CONCLUSIONES.	53
5. BIBLIOGRAFÍA.	55

VI. ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Evolución del Fundraising en Europa 2007-2021.	16
Figura 2. Evolución del Fundraising en España 2009-2020.	16
Figura 3. Fundraising global por tipo de fondo.	18
Figura 4. Evolución de las inversiones del PE en Europa 2007-H1 2021	21
Figura 5. Evolución de la inversión del PE en España 2009-2020	21
Figura 6. Tamaño promedio operaciones de Buyout 2005-2020.	22
Figura 7. Precio de compra promedio (múltiplo EBITDA) Buyouts en Europa 2006-2020	23
Figura 8. Ratio Apalancamiento operaciones buyout desde 2003-2020.	24
Figura 9. Esquema de financiación de una operación de LBO.	29
Figura 10. Creación de valor media en inversiones en EEUU y Europa desde 2010.	30
Figura 11. Evolución de las desinversiones del PE en Europa 2007/ H1 2021 a precio de coste.	33
Figura 12. Desinversión en España a precio de coste 2008 a 2020.	34
Figura 13. Desinversiones globales por tipo de comprador 2005 a 2020.	34
Figura 14. Desinversiones globales de Buyout por periodo de maduración.	35
Figura 15. Tasa Interna de Retorno (IRR) de Buyouts globales.	36
Figura 16. MOIC bruto obtenido por año de desinversión	37

VII. ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Ejemplo práctico creación de valor.	41
Tabla 2. Creación de valor en el margen operativo	41
Tabla 3. Creación de valor por revalorización del mercado.	42
Tabla 4. Creación de valor por reducción de la deuda neta.	42
Tabla 5. Creación de valor en los tres niveles.	42
Tabla 6. Operación reciente Alantra.	49

1. INTRODUCCIÓN.

1.1. Justificación del trabajo.

El capital riesgo (Venture Capital) nace en Estados Unidos en mitad del siglo XX como respuesta a la necesidad de financiación de empresas jóvenes con gran potencial de expansión que no encontraban financiación a través del sistema financiero bancario tradicional debido al alto riesgo de negocio que implicaba. Para financiarse, estas empresas recurrieron a inversores privados que aportaban el capital necesario para su expansión. Estas inversiones tenían un mayor riesgo de recuperación y un periodo más largo de maduración, pero a cambio tenían el atractivo de una mayor rentabilidad.

El Venture Capital (VC) comienza en Europa a partir de los años 60. En España, aparecen a mediados de los años 70 las primeras sociedades de apoyo al desarrollo industrial con capital mayoritariamente público. El VC mostró en muchos casos un riesgo excesivo y unas rentabilidades no siempre acordes a lo esperado, y enseguida esta nueva actividad inversora se fue trasladando a empresas no cotizadas pero consolidadas que necesitaban recursos para su crecimiento. Esta nueva forma de invertir en el capital de sociedades no cotizadas se empezó a estructurar y consolidar muy rápidamente dando origen a lo que hoy conocemos como Private Equity (PE) (Fernández, A. I., 2018).

Según un informe de Bain & Co., la industria del PE a nivel mundial se habría triplicado en la última década superando el billón de dólares en el importe de nuevas operaciones (**Inversiones**) en 2021. Y también, en el importe de operaciones desinvertidas (**Desinversión**). La captación de nuevos fondos (**Fundraising**) habría superado los 1,3 billones de dólares y habría unos fondos disponibles para invertir (**Dry Powder**) de más de 3,3 billones de dólares (Bain & Company, 2021).

En España, el sector del PE está mucho más retrasado que en Estados Unidos y el resto de Europa, pero está alcanzando unos volúmenes muy significativos.

En el informe de ASCRI de abril de 2021 (Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión), referido al año 2020, las inversiones del PE y del VC fueron de 6.257 millones de euros correspondientes a 838 operaciones. Las desinversiones representaron (a precio de coste) 1.625 millones de euros.

La captación de fondos de gestoras españolas fue de 2.123 millones de euros y los fondos disponibles para invertir (Dry Powder) estaba en torno a los 4.000 millones de euros. Hay

que tener en cuenta que este Dry Powder corresponde a los fondos gestionados por las gestoras de fondos españolas, pero es mucho mayor si tenemos en cuenta las gestoras internacionales que operan en España que en el año 2020 acapararon el 75% del volumen de la inversión del año (ASCRI, 2021).

Como vemos, el PE representa un sector o *Asset Class* cada vez más importante en la economía de los países y concretamente en España. Es un sector con un fuerte crecimiento que cada vez se vuelve más complejo y sofisticado y que todavía es poco conocido probablemente porque no es un activo disponible para el inversor particular como la renta fija, la renta variable o la inversión inmobiliaria.

La inversión en fondos de PE o VC es a largo plazo, es ilíquida y requiere *tickets* de entrada muy altos siendo solo apta para grandes inversores profesionales como fondos soberanos, fondos de pensiones, compañías de seguros, family offices entre otros.

Por todo ello, es de especial interés estudiar la evolución que ha experimentado el Private Equity en los últimos años y razonar cuales son los principales pilares en su creación de valor.

1.2. Objetivo del trabajo.

En este contexto el objetivo de la investigación será analizar la actividad del Private Equity en España desde distintos enfoques:

- Estudio del funcionamiento de las sociedades gestoras y fondos de PE.
- Análisis de tendencias en cada una de las fases de desarrollo del negocio:
 - Fundraising: Captación de fondos.
 - Inversión:
 - Estrategia.
 - Due Diligence.
 - Financiación.
 - Creación de valor.
 - Gestión de participadas.
 - Desinversión.

Además, se hará especial alusión al impacto que tuvo la crisis de 2008 para después analizar el contexto actual tras la crisis del Covid 19, las perspectivas de futuro para los Private Equity y su impacto en la economía española.

1.3. Metodología.

Para realizar el trabajo vamos a realizar en primer lugar, un resumen de la normativa y del funcionamiento del PE en España. Para después realizar un análisis de la evolución del sector del PE a través de los informes anuales de ASCRI y de Invest Europe, así como los distintos informes y artículos de expertos del sector (firmas como Bain and Company, EY, Pwc, KPMG).

A esto le añadiremos un enfoque más práctico y directo a través de entrevistas con tres directivos de gestoras de PE para que nos den su visión del mercado actual, las principales formas de crear valor, del impacto que han tenido las crisis económicas en sus participadas y en el sector, y de las perspectivas de futuro.

2. MARCO TEÓRICO: ¿QUÉ ES EL PRIVATE EQUITY?

2.1. Regulación del Private Equity en España.

La regulación del PE en España está fundamentalmente recogida en su ley 22/2014 de 12 de noviembre. El análisis detallado de esta ley no es objeto de este trabajo, pero vamos a intentar hacer un resumen del régimen jurídico de las Entidades de Capital Riesgo (ERC) para comprender mejor su funcionamiento en España.

El preámbulo de la Ley define el capital riesgo como aquellas estrategias de inversión que canalizan financiación de forma directa o indirecta a empresas, maximizan el valor de estas a través de una gestión y asesoramiento profesional, y desinvierten en las mismas con el objetivo de aportar elevadas plusvalías para los inversores.

El régimen jurídico del capital riesgo actual tiene sus orígenes en el artículo 12 a 16 del Real decreto ley 1/1986. Este régimen fue profundamente modificado por la ley 1/1999 de 5 de enero reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Esta ley introdujo dos modalidades de entidades: las sociedades y los fondos de capital riesgo que estaban administrados por sociedades gestoras que quedaron sujetas a un régimen de autorización y supervisión por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Se establecieron también coeficientes obligatorios de inversión en empresas no financieras y no cotizadas y se reguló la diversificación de las inversiones.

Esta ley fue sustituida por la ley 25/2005 de 24 de noviembre que, aunque recogía el esquema de la ley anterior eliminó alguna de sus rigideces flexibilizando las reglas de inversión armonizándolas con la regulación europea.

Esta normativa, junto con un marco fiscal favorable, contribuyó significativamente al crecimiento y desarrollo del capital riesgo en España.

Tan solo 8 años después la ley 25/2005 fue sustituida por la legislación actual, por distintas razones, pero fundamentalmente para adaptar el marco jurídico a nuevas normativas y directivas europeas, como la Directiva 2011/61 relativa a las gestoras de fondos, y otros reglamentos europeos (motivos expuestos en el preámbulo de la ley actual).

Siguiendo brevemente algunas de las regulaciones recogidas en esta ley podemos comprender mejor su funcionamiento:

El título preliminar recoge las disposiciones generales:

El **artículo 3** define las entidades de capital riesgo (**ERC**) como aquellas “*entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores y cuyo objeto principal viene definido en el artículo 9 de la Ley*”.

Las ERC serán gestionadas por sociedades gestoras autorizadas y pueden adoptar la forma jurídica de sociedades de capital riesgo (**SRC**) o fondos de capital riesgo (**FRC**).

El **artículo 9** recoge que el objeto principal de las ERC consiste en “*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 la Bolsa de Valores*”.

El **artículo 10** también prevé que para el desarrollo de su proyecto social principal las ERC podrán conceder préstamos participativos y otras formas de financiación a sus participadas.

El título I recoge el régimen de las entidades de capital riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

La ley define como ERC o SGEIC de **tipo cerrado** aquellas en las que las desinversiones de sus socios o partícipes se deben producir de una forma simultánea para todos y que lo percibido por la desinversión lo sea en función de los derechos de cada socio o partícipe de acuerdo con lo establecido en sus estatutos.

El capítulo I habla de la Constitución de las entidades de capital riesgo y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

El capítulo II define entre otras cosas la política de inversiones, los coeficientes obligatorios de inversión (60 % en activos computables), la concentración máxima (25%) en una inversión, los límites temporales entre otros.

El capítulo III regula el régimen jurídico de las SCR, que serán sociedades anónimas (con un capital mínimo de 1.200.000 €), la forma de valoración del patrimonio y determinación del valor liquidativo y la delegación de la gestión.

El capítulo IV regula el régimen jurídico de los FCR.

Son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora.

El patrimonio mínimo comprometido será de 1.650.000 €, se constituye con las aportaciones de los partícipes, se regularán por el reglamento del fondo y será dirigido y gestionado obligatoriamente por una única SGEIC.

El título II recoge el régimen de las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

El capítulo I en su artículo 41 define las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC) como sociedades anónimas cuyo objeto social es la gestión de los de las inversiones de una o varias ERC, así como el control y gestión de sus riesgos. Para ello ha tenido que ser previamente autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las SGEIC serán responsables de garantizar el cumplimiento de esta ley.

Este capítulo también regula los requisitos de las SGEIC para el acceso a la actividad, los servicios accesorios que puede prestar y la información que debe contener la solicitud de autorización a la Comisión Nacional de valores como son la composición información de los socios gestores, los estatutos de la sociedad, las políticas de

remuneración, las estrategias de inversión y los reglamentos de las ERC que van a gestionar. El capital mínimo de las SGEIC será de 125.000 €.

En el capítulo II se regulan los requisitos operativos y de organización, la delegación de funciones y los requisitos de transparencia de las SGEIC.

Entre otras materias se recogen los principios generales de funcionamiento, las políticas retributivas, la regulación de los conflictos de interés con las ERC gestionadas, las políticas de gestión del riesgo, la gestión de la liquidez, los procedimientos de evaluación de carteras, la delegación de funciones y las obligaciones de información y auditoría.

Las SGEIC deberán elaborar informes anuales de las ERC gestionadas, informes previos a la inversión para los partícipes, informes periódicos a los inversores y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Como vemos la actividad del Private Equity, que en sus orígenes estaba regulada por acuerdos y contratos privados entre el gestor del fondo (General Partner) y el inversor profesional (Limited Partner) y basada en la confianza y el track record del equipo gestor, con el paso del tiempo se ha ido regulando y controlando de forma exhaustiva por las legislaciones de los distintos países.

En la actualidad toda esta actividad está perfectamente definida tanto en su marco jurídico, como en sus obligaciones de información, control y régimen de sanciones por los organismos públicos de cada país. En el caso de España la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Guía de Negocios en España, 2021). A cambio de esta mayor rigidez las ERC cuentan con un régimen fiscal atractivo.

2.2. Régimen fiscal de las ERC.

El régimen fiscal de las entidades de capital riesgo y sus socios está recogido en el **artículo 50 de la ley 27 /2014** de 27 de noviembre del Impuesto sobre Sociedades.

Plusvalías

Las entidades de capital riesgo reguladas en la ley 22 / 2014 estarán exentas en el 99% de las rentas positivas que obtengan en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o fondos propios de las entidades de capital riesgo a qué se

refiere el artículo 3 de la ley / 2014 siempre que la transmisión se produzca a partir del inicio del segundo año y hasta el decimoquinto inclusive (Wolters Kluwer, 2015).

Excepcionalmente podrá admitirse una ampliación hasta el vigésimo año incluido.

En el caso de que la sociedad participada acceda a la cotización en un Mercado de Valores regulado la exención se aplicará durante 3 años desde la admisión a cotización.

Dividendos y participación en beneficios

Los dividendos y participaciones en beneficio percibidos por los socios de las entidades de capital riesgo estarán exentos de acuerdo con el artículo 21.1 de la ley 27/2014 cualquiera que sea el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia de las acciones.

Estas exenciones se aplicarán a los contribuyentes españoles y a los no residentes con establecimiento permanente en España.

Estas plusvalías y rendimientos se entenderán como no obtenidos en territorio español cuando su perceptor sea una persona física o entidad no residente y sin establecimiento permanente en España.

Esto no será de aplicación cuando dichas plusvalías y rendimientos se obtengan a través de un país o territorio calificado como paraíso fiscal o cuando el adquirente resida en dicho país o territorio (Wolters Kluwer, 2015).

Intereses de préstamos

Estas exenciones solo se aplicarán a plusvalías y dividendos por lo que los intereses de préstamos obtenidos de las sociedades participadas si se integran en la base imponible del impuesto sobre sociedades de las ERC.

IVA

Están exentos de IVA los servicios de gestión y gestión de cartera que prestan las sociedades gestoras a las ERC gestionadas.

Impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados

Están exentas de estos impuestos la transmisión de acciones y participaciones de las ERC y también las operaciones de Constitución y ampliación de capital. No están exentas las reducciones de capital con devolución de aportaciones que tributarán al 1%.

2.3. Funcionamiento: General Partner y Limited Partner.

Una vez repasada la normativa legal y fiscal de las ERC vamos a resumir cómo funciona en la práctica la operativa entre el General Partner (equipo gestor) y los Limited Partners (inversores) (Alcantara, A. C., 2022).

Cuando se lanza un fondo nuevo por un equipo gestor lo primero que se hace es elaborar un folleto informativo para su comercialización (Folleto Informativo, 2008).

Las principales características de este folleto suelen ser:

- Un resumen ejecutivo del proyecto.
- Un análisis del *track record* de fondos anteriores y del equipo gestor.
- La estrategia de inversión del nuevo fondo.
- La organización de la gestora y currículum de sus socios.
- Un resumen de las principales operaciones efectuadas por el equipo gestor.
- Un resumen del futuro reglamento del fondo.
- Una enumeración de los factores de riesgo del proyecto.
- Un análisis de las consideraciones regulatorias y fiscales.

En el folleto se incluye también el tamaño objetivo del fondo y un calendario de cierre.

Con este folleto el equipo gestor inicia la comercialización del fondo (**Fundraising**) visitando a los potenciales inversores y tratando de conseguir compromisos de inversión. Si la comercialización tiene éxito se suele hacer un primer closing del fondo y luego *closings* sucesivos hasta la constitución final del fondo.

En estos *closings* se firman entre los partícipes del fondo y la gestora la documentación legal definitiva y los partícipes suelen desembolsar en torno a un 5% de los fondos comprometidos.

Los aspectos más significativos que se recogen en el **reglamento interno** del fondo son:

- **Política de inversión:** zona geográfica de la inversión, toma de participaciones mayoritarias o minoritarias, tamaño de las operaciones, sectores prioritarios, apalancamiento de las operaciones, modelo de la gestión de las participadas (*Hands on* o *Hands off*), inversión en empresas recientes o consolidadas (Caselli, S., s. f.).

- **Estructura legal:** Sociedad Gestora autorizada por la CNMV, ERC españolas SRC o FCR. Posibilidad de alguna estructura internacional (LP Limited partners internacional).
- **Promotores:** serán normalmente los socios de la gestora y suelen tener unos compromisos de inversión en el fondo (entre un 1% y un 5% del fondo) y un derecho a un *carried interest*.
- **Tamaño del fondo y periodo de suscripción**
- **Importe del compromiso mínimo de inversión de cada partícipe**
- **Periodo de inversión:** suele ser de 5 años.
- **Plazo de los desembolsos:** a requerimiento de la gestora suele ser de 10 a 15 días tras la aprobación de una nueva inversión.
- **Duración del fondo:** suele ser de 10 años con posibles prórrogas para facilitar las desinversiones.
- **Comisión de gestión:** suele ser anual del 2% sobre el tamaño del fondo durante el período de inversión y después el 2% sobre el capital vivo invertido.
- **Carried interest:** el promotor recibirá un beneficio por su gestión equivalentes a un porcentaje del beneficio del fondo (normalmente un 20%) que se distribuirá después de que se haya devuelto a los inversores todas las cantidades aportadas al fondo (capital y comisiones) más un retorno preferente (Hurdle rate) que suele ser del 8%.
- **Política de distribuciones:** fija los criterios y plazos de distribución de las desinversiones.
- **Ejecutivos clave:** define quiénes son los ejecutivos clave suspendiéndose el período de inversión si éstos se marchan.
- **Coinversión:** se regula la posibilidad de que los partícipes puedan convertir con el fondo en una inversión.
- **Información a los inversores:** fija la periodicidad de la información a los inversores y su contenido relativas al fondo y a la cartera de participadas.
- **Endeudamiento:** fija los límites de endeudamiento del fondo y de las participadas.
- **Diversificación:** fija los límites máximos de inversión en una participada normalmente el 20% del fondo.

- **Conflictos de interés:** regula los posibles conflictos de interés entre gestora y partícipes gestora y participadas y diferentes fondos de una misma gestora.
- **Comité de inversiones:** formado por representantes de los partícipes que serán consultados para cuestiones relativas a rendimientos del fondo o conflictos de interés, no intervendrá en la política de inversiones y desinversiones.
- **Incumplimiento de un inversor:** regula las penalizaciones en el caso de incumplimiento los desembolsos de un inversor.

2.4. Fases del desarrollo del negocio.

El negocio del Private Equity se desarrolla en diferentes fases: *fundraising* (captación de fondos), inversiones, financiación de la operación, creación de valor en las compañías participadas y por último su desinversión.

Normalmente la duración del fondo suele ser de 10 años. Durante los cinco primeros años los gestores invertirán en las compañías elegidas, gestionando las mismas para conseguir la máxima creación de valor. Finalmente se desinvertirá en las compañías participadas devolviendo a los inversores los fondos aportados y las plusvalías generadas. Los gestores cobrarán una comisión de gestión sobre los fondos gestionados y una participación en beneficios, siempre y cuando la rentabilidad para los inversores supere la tasa de retorno preestablecida.

3. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL PRIVATE EQUITY EN LOS ÚLTIMOS AÑOS:

3.1. Evolución de cada fase del negocio.

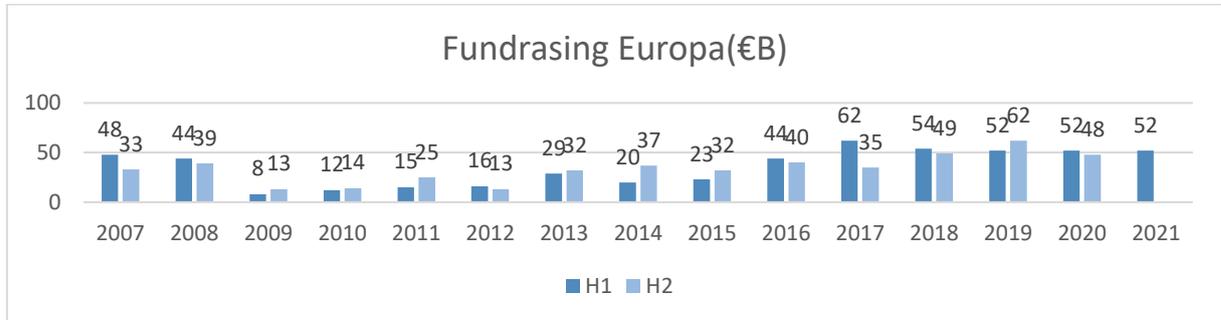
3.1.1. Fundraising: captación de fondos.

Como hemos visto con anterioridad el Private Equity se nutre de los Fondos (Limited Partners) que levantan las Gestoras (General Partners) para invertir en empresas no cotizadas.

También veíamos que por el perfil de las inversiones de PE (inversiones a largo plazo, ilíquidas y de riesgo más elevado) solo han invertido tradicionalmente en este *Asset Class* grandes inversores profesionales como los Fondos de pensiones, Compañías de seguros, Fondos soberanos o grandes *Family offices*.

La captación de fondos del PE evoluciona con el ciclo económico. A mayor crecimiento económico mayor captación de fondos y fuerte caída del *Fundraising* en las crisis económicas.

Figura 1. Evolución del Fundraising en Europa 2007-2021.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Invest Europe (2021).

El informe Invest Europe recoge los datos de las asociaciones nacionales de PE y cubre una parte sustancial del mercado en sus análisis.

Como vemos a nivel europeo los años 2007 y 2008 fueron años récord de captación de fondos superando los 80.000 millones de euros. No obstante, con la crisis de Lehman Brothers de 2008 esta captación de fondos se redujo al 25% en los dos años siguientes. A partir de ese momento el *Fundraising* fue incrementándose progresivamente con la recuperación económica. Hasta el año 2017 (10 años después) no se volvieron a alcanzar los niveles del 2007.

Figura 2. Evolución del Fundraising en España 2009-2020.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ASCRI (2021).

En España la captación de fondos ha seguido una pauta similar, aunque con las peculiaridades propias de nuestro país donde la inversión en PE por parte de inversores

españoles está menos desarrollada que en otros países europeos y Estados Unidos. En España, por la configuración del sistema de seguridad social y la fiscalidad poco atractiva de las aportaciones a los Fondos de pensiones hacen que éstos estén poco desarrollados. Por otra parte, existen limitaciones a las aportaciones que las compañías de seguros y las entidades financieras pueden hacer a los fondos de PE.

En España en el año 2020 se aportaron a fondos gestionados por gestoras españolas de PE 2.134 millones de euros de los cuales el 30% provenían de inversores internacionales (sobre todo Fondos de fondos y el Fondo Europeo de Inversiones) y el 70% restante de inversores españoles (56% *Family offices*, 14% Inversores públicos, 9% Empresas financieras, 5% Fondos de pensiones, 3,5% compañías de seguros) (ASCRI, 2021).

Los inversores públicos son fundamentalmente el Fond-ICO Global (que aportó 119 millones en 2020 y desde su constitución 2.266 millones de euros a 108 fondos españoles) y a nivel internacional el Fondo Europeo de Inversiones (ASCRI, 2021).

Como vemos la aportación a fondos españoles de PE es baja sobre todo si nos comparamos con países como Reino Unido, por ejemplo, con más de 60.000 millones de euros captados en 2019 o Francia con 21.000 millones en el mismo año. En España la captación de fondos viene a representar en torno a un cero 0,20% del PIB que está claramente por debajo de la media europea. En cambio, la inversión en PE en España representó el 0,69% del PIB en 2019 siendo el 0,53% la media europea. Esto se explica porque un alto porcentaje de la inversión en PE en España proviene de gestoras y fondos internacionales (78% en 2019) (ASCRI, 2020).

Es importante también señalar el crecimiento que está teniendo la captación de fondos de Venture Capital en España que en 2020 supuso 810 millones de euros (38% del total).

¿Porque los fondos captados por gestoras españolas están por debajo de la media europea? Existen varias razones:

Las gestoras españolas están enfocadas al *Mid Market* con fondos relativamente pequeños y cuyo objetivo es invertir en España. Los mayores fondos españoles (como Alantra, Magnum o Portobello) no superan los 500 millones de euros. Los fondos intermedios (como Proa, Arta o MCH) se mueven en torno a los 350 millones de euros.

Históricamente han existido fondos internacionales con oficina en España que han estado muy activos en el mercado (como CVC, Permira o Apax). En general los inversores

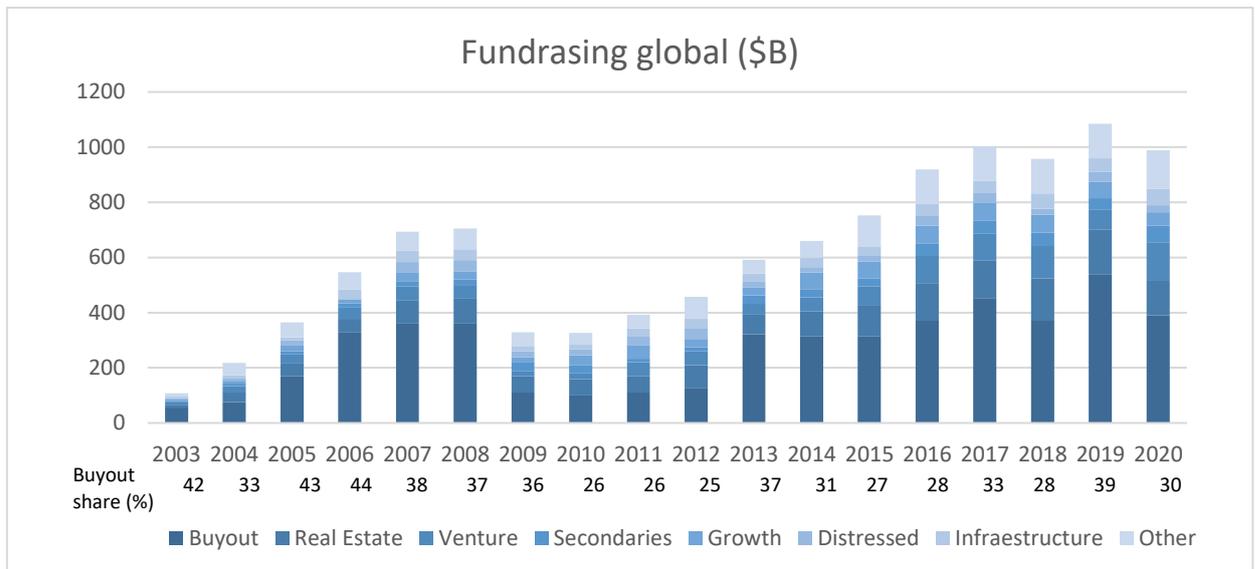
internacionales prefieren invertir en estos grandes fondos con enfoque multinacional que invertir en fondos limitados solo a España.

Como ya hemos comentado están poco desarrollados en España los grandes inversores típicos del PE como son los Fondos de Pensiones.

En 2021 en España se captaron 2.583 millones de euros, un 20% más que en 2020. De ellos un 40% fue para el Venture Capital. El *Dry Powder* del mercado español se sigue situando en torno a los 4.000 millones de euros. (ASCRI, 2021).

Como vemos en el siguiente cuadro a nivel internacional observamos un crecimiento continuo de los fondos captados desde 2011 alcanzándose en los últimos años cifras récord en torno al billón de dólares.

Figura 3. Fundraising global por tipo de fondo.



Fuente: Bain & Company, 2021.

La gran expansión en los últimos años del PE a nivel mundial obedece a distintas razones:

- Buen comportamiento de la economía mundial con políticas expansivas por parte de los gobiernos y bancos centrales.
- Bajos tipos de interés que ha producido una baja rentabilidad de la renta fija. Esto ha empeorado la rentabilidad de los fondos que han buscado inversiones alternativas. Así la participación del PE en la cartera de los fondos de pensiones americanos ha pasado del 9,7% en 2007 al 17,1% en 2015 (Bain & Company, 2021).

- La política expansiva de los bancos centrales ha generado una gran liquidez en los mercados que junto con los bajos tipos de interés ha llevado a un mayor apalancamiento de las operaciones de PE. Este mayor apalancamiento junto con el bajo coste de la deuda ha producido una mejora de los retornos en las operaciones.
- Históricamente la rentabilidad de las operaciones de PE ha sido mejor que la de otros activos como bolsa, renta fija e inversiones inmobiliarias. Esta rentabilidad ha subido aún más en los últimos al haberse reducido también mucho las operaciones fallidas o *writte off*.
- Los gestores de fondos de PE cada vez son más sofisticados con tipos de fondo y estrategias de inversión cada vez más especializadas:
 - **Fondos de *buyout***: representan más del 35% del mercado y son fondos especializados en operaciones apalancadas.
 - **Fondos de ciclo más amplio**: fondos con una duración de más de 10 años que permite un mayor plazo de maduración de las inversiones.
 - **Fondos sectoriales**: especializados en tecnología, laboratorios, energético, infraestructuras entre otros. Permite una mayor especialización de los gestores a diferencia de los fondos generalistas.
 - **Fondos de *distress***: especializados en la compra de compañías con problemas. Tienen más riesgo, pero también más rentabilidad.
 - **Fondos de mercado secundario**: compran compañías de la cartera de otros fondos dando liquidez y ampliando el periodo de maduración de una compañía.
 - **Fondos de deuda privada**: son que no participan en el *Equity* pero si en la deuda de las compañías compradas. Permiten aumentar el nivel de apalancamiento en tramos donde los bancos no llegan. A cambio del mayor riesgo al estar subordinados a la deuda bancaria estos tramos tienen un tipo de interés mayor. Estos fondos están teniendo un gran crecimiento y han pasado de representar el 16% del total fondos en 2007 al 31% en 2017.
 - **Fondos de crecimiento**: se especializan en compañías con alto potencial de crecimiento.
 - **Fondos de *venture capital***: Estos fondos invierten en compañías que están en sus fases iniciales, reciente creación (capital semilla o *start up*) o en rondas de financiación en una fase de desarrollo más avanzada (*early stage*). Este tipo

de operaciones han crecido mucho con la proliferación de *start up* orientadas a nuevas tecnologías, internet, *ecommerce* entre otros. Aunque su volumen global en importe no es tan grande como el de otros fondos al ser operaciones de importes generalmente más pequeños, estos fondos están proliferando y están teniendo gran apoyo por parte de inversores y organismos públicos al representar una fuente importante de financiación de la investigación y desarrollo de la economía de un país. Estos fondos tienen un mayor riesgo, pero en muchos casos su rentabilidad puede ser extraordinaria.

- **Fondos de fondos:** En vez de invertir en empresas invierten directamente en otros fondos de PE. Diversifican el riesgo del inversor y permiten abarcar un mayor campo de inversión. A cambio soportan un doble coste de gestión. Cada vez están teniendo más relevancia en los mercados. (Fernández, A. I., 2018).

El análisis que hemos hecho de la evolución del *Fundraising* en los últimos años nos lleva a pensar que esta industria no está ni mucho menos agotada, sino que le espera un futuro de continuo crecimiento.

La especialización progresiva de gestores y fondos, la necesidad de rentabilidad a largo plazo de los fondos de pensiones, de los fondos soberanos, de los *Family offices* y otros inversores nos lleva a que esta industria va a seguir atrayendo a los inversores. Incluso ya se están buscando fórmulas para que inversores más pequeños puedan participar en este mercado.

Todo ello está llevando a que el *Dry Powder* a nivel mundial sea cada vez mayor (se estima en cerca de 3 billones de dólares a final de 2021) y a un mercado cada vez más activo con un importante recorrido de crecimiento (Bain & Company, 2021).

Hay que tener en cuenta que la cartera de activos gestionados por los PE sólo representa el 3% del volumen total de la renta variable (Bain & Company, 2021).

En el futuro vamos a seguir viendo a esta industria crecer y solo en el caso de que haya alguna nueva crisis económica podría reducirse temporalmente el levantamiento de estos fondos. El futuro a medio y largo plazo de esta industria es muy optimista y va a tener cada vez un mayor peso en las carteras de los inversores de medio y largo plazo.

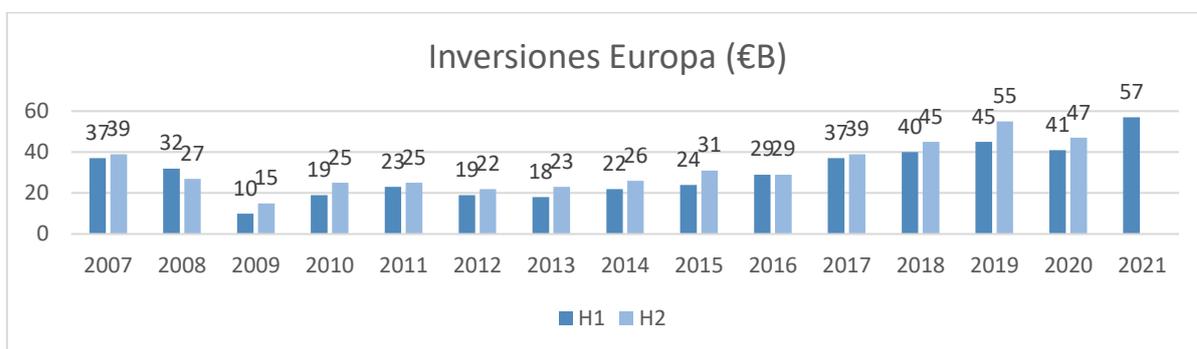
3.1.2. Inversiones.

3.1.2.1. Evolución de las inversiones de los Private Equity.

En línea con lo que veíamos en el Fundraising la inversión de los fondos de PE en compañías ha venido creciendo consistentemente en los últimos años con una pequeña ralentización en 2020 como consecuencia de la crisis del COVID-19.

No obstante, en 2021 se ha retomado el ritmo de crecimiento de las inversiones tanto a nivel mundial, europeo y en España.

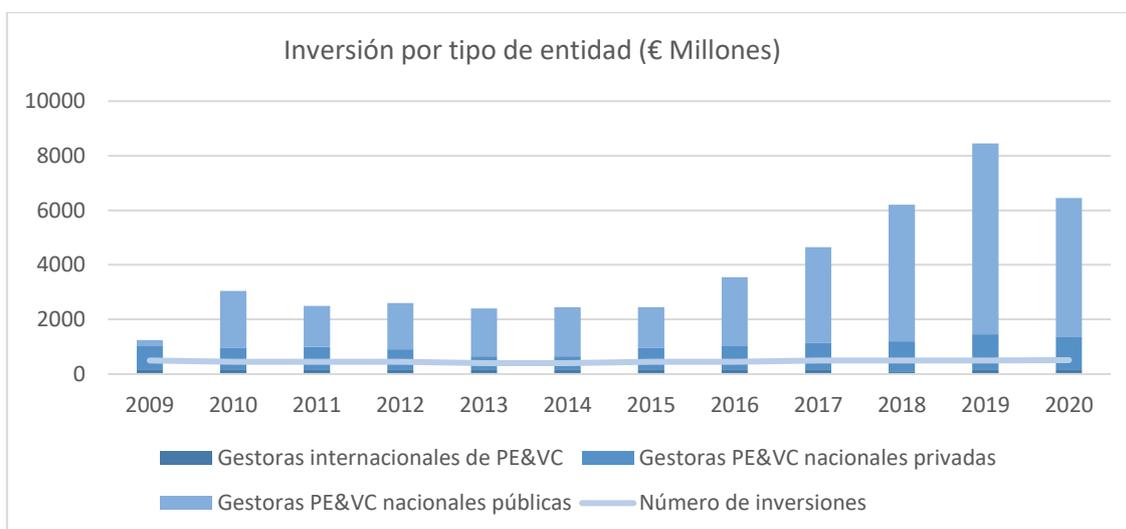
Figura 4. Evolución de las inversiones del PE en Europa 2007-H1 2021



Fuente: Invest Europe, 2021.

En España en 2021 de acuerdo con los primeros datos de ASCRI se han invertido fondos de PE por importe de 7.494 millones de euros con un total de 841 operaciones. De estos 1.942 millones han sido de Venture Capital con 691 operaciones. El 81% de estas inversiones han sido hechas por inversores internacionales.

Figura 5. Evolución de la inversión del PE en España 2009-2020

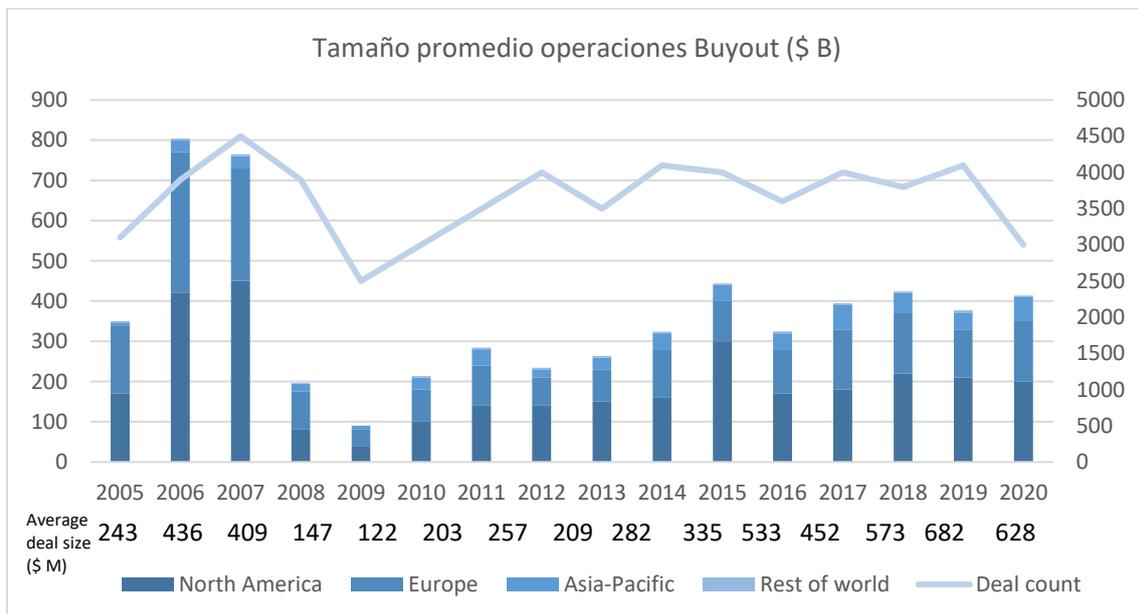


Fuente: elaboración propia a partir de los datos de ASCRI, 2021.

Como consecuencia del crecimiento del Dry Powder, del incremento del tamaño de los fondos y del impacto de la última crisis de COVID-19 algunas de las tendencias de mercado están cambiando:

- **Está aumentando año a año el tamaño medio de los deals** y estamos asistiendo a operaciones más grandes (megadeals) patrocinadas por unos fondos cada vez mayores y por club deals acompañados muchas veces por coinversores de los fondos. (Bain & Company, 2021)

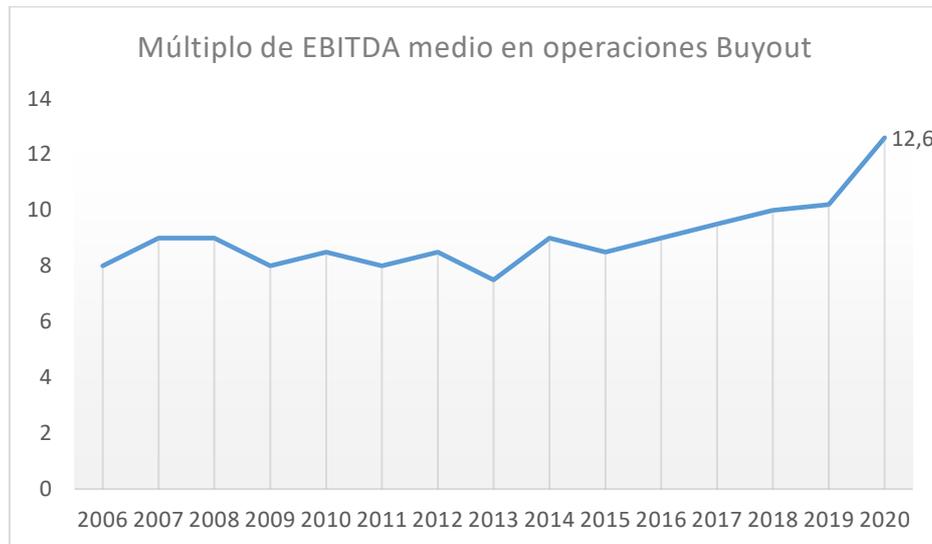
Figura 6. Tamaño promedio operaciones de Buyout 2005-2020.



Fuente: Bain & Company, 2021.

- **Está subiendo el precio pagado por las compañías** como consecuencia de la mayor competencia inversora y de la fuerte liquidez de los fondos de PE.

Figura 7. Precio de compra promedio (múltiplo EBITDA) Buyouts en Europa 2006-2020



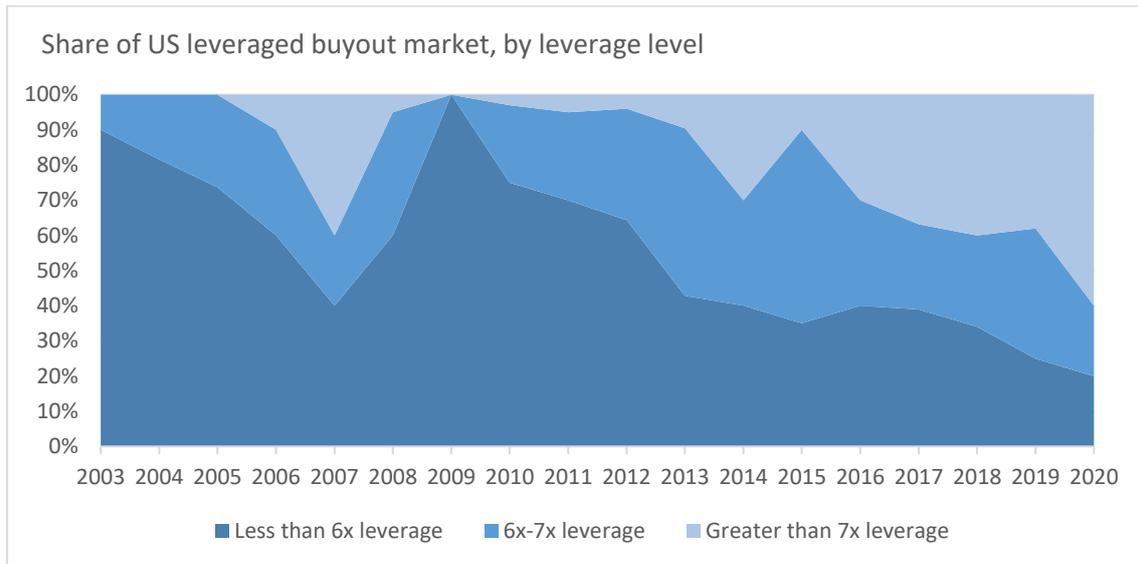
Fuente: Bain & Company, 2021.

Vemos que el precio pagado por las compañías en operaciones de buyout ha pasado de 8x /9x veces el EBITDA (Earnings Before Taxes, Depreciation and Amortization), que se pagaba en el período 2009 /2015, a haberse alcanzado 12,6x de precio promedio en Europa en 2020.

Este fenómeno plantea dudas de cómo puede afectar a la rentabilidad futura de los fondos de PE el alto precio que se está pagando por las compañías.

- **Está subiendo el nivel de apalancamiento de las operaciones** de buyout debido a la gran liquidez del mercado y a la bajada de tipos de interés

Figura 8. Ratio Apalancamiento operaciones buyout desde 2003-2020.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Bain & Company, 2021.

Así mientras que en los años 2009/ 2010 no se apalancaban las operaciones más de 6 veces el EBITDA en 2020 más del 80% de las operaciones se apalancaron más de 6 veces.

Esta mayor posibilidad de apalancamiento también ha empujado al alza el precio de las operaciones.

- **Se está incrementando el apalancamiento de las de las operaciones a través de los fondos de deuda** que invierten por encima de los tramos senior de la banca tradicional con un riesgo mayor pero también con unos tipos de interés más altos y unos covenants más agresivos.
- **El COVID-19 ha transformado los sectores preferentes de inversión** del PE con un enfoque hacia aquellas compañías menos sensibles a la crisis como el sector de salud (laboratorios, biotecnología, farmacéuticas, hospitales), compañías tecnológicas (comunicaciones, informática, internet, software y videojuegos), retail (ecommerce) entre otros. Y en cambio, se han retirado de sectores más afectados por la crisis como transporte aéreo, turismo u hoteles. También la crisis ha acelerado la concienciación de los gestores de PE hacia la necesidad de un nuevo enfoque más tecnológico en las compañías participadas tanto en la producción, gestión y control, como en un enfoque de las ventas y la comercialización a través de las plataformas de ecommerce e internet (Redondo, R., Cuervo-Arango, C., & Recondo, M., 2020).

3.1.2.2. Proceso de inversión y gestión de las compañías participadas.

Una vez analizada la evolución y tendencias de la inversión de los PE en los últimos años vamos a intentar analizar someramente cómo es el proceso de inversión y gestión de las compañías participadas:

3.1.2.2.1. Originación.

Probablemente uno de los mayores desafíos de las gestoras de PE en la actualidad es encontrar las compañías donde invertir. La competencia es cada vez mayor con más *players* en el mercado y una mayor liquidez para invertir.

Los precios pagados por las compañías hemos visto que no paran de subir y los procesos de subasta se han convertido en el estándar del mercado. Conseguir deals propietarios es cada vez más difícil. En este contexto la labor de búsqueda de los equipos de inversión se ha convertido en esencial.

El contacto permanente con los bancos de inversión y boutiques de M&A es importante pero también el profundo conocimiento sectorial especializado. Las operaciones de Buy&Built pueden ser una oportunidad, así como el tener socios industriales en los LP (por ejemplo, Family Offices con participaciones empresariales) que permitan acceder a oportunidades de inversión en exclusiva.

La creatividad también es importante creando oportunidades u operaciones no obvias para el resto del mercado.

En definitiva, la experiencia del equipo gestor, su especialización y conocimiento del mercado pueden marcar la diferencia entre unos fondos y otros y por tanto las preferencias de los LP a la hora de invertir (Fernández, A. I., 2018).

3.1.2.2.2. Proceso de inversión.

Normalmente el proceso de inversión comienza con un *Teaser* (Resumen Ejecutivo o Perfil Ciego) que sirve para presentar una inversión sin incluir el nombre de la compañía.

Este *Teaser* recoge los principales aspectos de la operación de forma resumida e incluye una descripción de la compañía, sector al que pertenece, datos financieros, evolución de ventas y resultados, Business plan, estructura de la operación propuesta, accionistas, venta de mayoría o minoría, y calendario de la operación.

Este *Teaser* normalmente estará elaborado por un intermediario financiero (Banco de negocios, Boutique de M&A entre otros) que se lo enviará a una selección de Gestoras de PE basándose en el perfil de cada fondo que mejor se adapte al tipo de inversión de que se trate.

Así tendrá en cuenta el tamaño del *Deal*, la zona geográfica, y la industria ya que las estrategias de inversión de los fondos y el tamaño de las operaciones que pueden hacer suelen ser muy diferentes.

Normalmente el intermediario financiero tiene un mandato de venta de la compañía y le pide a la gestora de PE que firme una **carta de interés y un acuerdo de confidencialidad**, si está interesado en la operación, tras lo cual se enviará una información adicional de la compañía.

Tras el envío de nueva información (que ya suele incluir el nombre de la compañía) se pedirá a los PE interesados el envío de **una carta de intenciones no vinculante** con una indicación de precio.

Con estas cartas de intención se seleccionarán normalmente dos o tres finalistas a los que se les remitirá información adicional de la compañía, normalmente **un cuaderno de ventas (*information memorandum*)**, facilitándose también el acceso a reuniones con el equipo directivo de la compañía.

Durante este proceso encaminado a que los PE hagan **una oferta final vinculante** se seguirá facilitando a los PE seleccionados la información que vayan solicitando sobre la compañía (Corporate Finance Institute, 2019).

El cuaderno de ventas de la compañía suele ser muy amplio y contempla todos los aspectos relevantes de la compañía: estructura accionarial, organizativa y organigrama, estados financieros históricos y Flujo de Caja, auditorías, *business plan* y proyecciones a 5 años, análisis sectorial y de la competencia, análisis de ventas y plan de crecimiento, perfiles del equipo directivo, aspectos legales y contratos, y estructura de la operación propuesta.

Con toda esta información el equipo inversor de la gestora de PE elabora **un cuaderno de inversión** que incluye no solamente toda la información anterior sobre la compañía sino también el propio Business plan elaborado por el PE, el calendario de la operación, hipótesis de desinversión y retornos, una valoración de la compañía, estructura propuesta,

financiación de la operación y finalmente unas conclusiones y recomendación al Comité de Inversión de la gestora.

Para ello también habrán contactado con los bancos financiadores, cuando se trate de una operación apalancada de *buyout*, para pedirles sus propuestas de financiación.

Finalmente, el equipo inversión propondrá la inversión, valoración y estructura de la operación a su **Comité de Inversiones** (normalmente compuesto por los socios de la gestora) para su aprobación.

Todo este proceso puede durar varios meses en función de la complejidad de la operación. Al final de este proceso los PE enviarán una **oferta vinculante** con el precio y condiciones de la operación, seleccionándose el PE ganador.

A partir de ese momento se firma un **contrato de exclusividad** entre el PE y los vendedores de la compañía iniciándose un **proceso de Due Diligence (DD)**.

En algunos casos el vendedor ha preparado un *data room* con toda la información de la compañía que ayuda al proceso de venta. El proceso de DD pretende confirmar con la ayuda de expertos independientes toda la información facilitada con anterioridad por la compañía:

- DD financiero: incluirá la revisión de los Estados financieros históricos, auditorías de cuentas, revisión de proyecciones y plan de negocios.
- DD de mercado: incluirá la revisión de los datos y proyecciones de ventas, análisis de la competencia y posicionamiento de la compañía.
- DD industrial: en el caso de compañías industriales análisis de plantas, productividad obsolescencia de maquinaria, capex necesario entre otros.
- DD laboral: análisis de la plantilla, antigüedad, cumplimiento de normativa laboral y de seguridad social, y contingencias.
- DD fiscal: cumplimiento de normativa y análisis de contingencias fiscales de la compañía.
- DD legal y regulatorio: revisa el cumplimiento de toda la normativa Mercantil y legal de la compañía, revisión de contratos entre otros.

3.1.2.2.3. Contrato de compraventa.

Durante el proceso de DD se va elaborando y negocia con el vendedor el contrato de compraventa. Este contrato se elabora normalmente por los abogados del comprador y

suele ser de una gran complejidad. Incluye todas las condiciones de la compraventa como precio, forma de pago, plazos, y garantías. También recogen anexos con la información más relevante de la compañía que el vendedor certifica que es cierta y responde por ella. Lógicamente este contrato se va negociando con el vendedor y los abogados de las partes hasta que se llega a un acuerdo final.

El contrato se firma ante notario y en el mismo momento se firma la renuncia de apoderados, nombramiento de nuevo consejo y nuevos apoderados. Esto es especialmente trascendente cuando se compran mayorías. También en el mismo momento se firman los contratos de financiación cuando se trata de operaciones de *buyout*.

3.1.3. Financiación de operaciones.

Las operaciones de *buyout* o *Leverage Buy Out* (LBO) han representado un alto porcentaje de las operaciones de PE.

Según datos de ASCRI, en 2020 las operaciones de LBO en España supusieron una inversión de 4.212 millones de euros y representaron el 56% de la inversión total (7.494 millones de euros) (ASCRI., 2021).

De acuerdo con el informe anual de Invest Europe del total fondos levantados por el PE en 2020 (100.500 millones de euros) el 62% fue para fondos de LBO (Invest Europe, 2021).

La principal característica de los fondos de LBO es que las operaciones de compra se estructuran mediante una combinación de deuda y *equity*. La estructura más típica es crear una NewCo o SPV (*special purpose vehicle*) a la que el PE aporta el capital y los financiadores la deuda. Esta Newco compra la compañía en la que se invierte y lo normal es que acabe fusionándose con ella (Mañueco, P., & Peña, I., 2018).

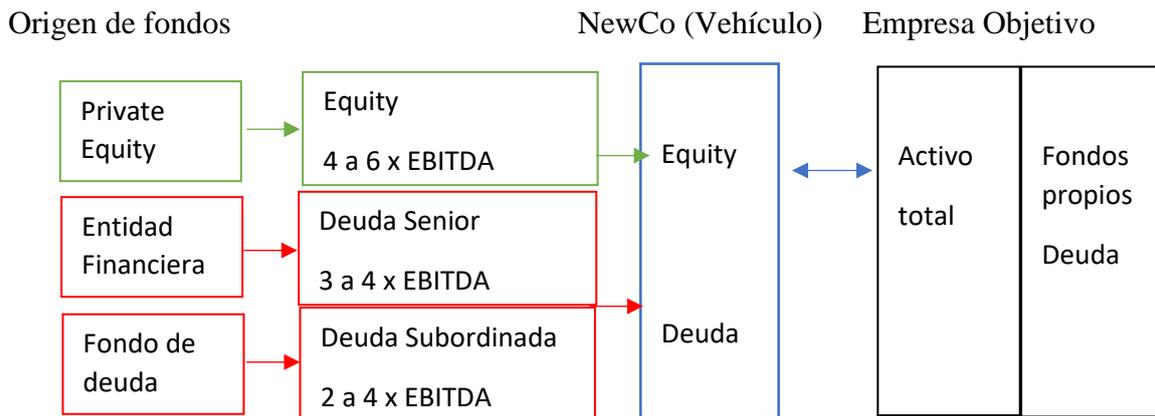
La financiación se suele dividir en varios tramos:

-Deuda senior: normalmente aportada por los bancos. Suelen financiar entre 3 y 4 veces el EBITDA de la compañía comprada a un tipo de interés entre el 3% y el 5% (2021). Esta deuda solo tiene recurso contra la Newco y la compañía adquirida y no contra la entidad de capital riesgo.

-Deuda *mezzanine* o subordinada: normalmente la aporta un fondo de deuda especializado. Normalmente financian entre 2 y 4 veces el EBITDA de la compañía

comprada a un tipo de interés que varía según los tramos y que puede oscilar entre el 8% y el 15%. Esta financiación suele ser muy flexible y puede incluir tramos *bullet* (con amortización a vencimiento) que puede llegar a 5 o 7 años. También puede haber intereses pagados al vencimiento (PIK) y participación en beneficios. Esta deuda está subordinada a la deuda sénior y solo tiene recurso contra la Newco y la compañía comprada (Mañueco, P., & Peña, I., 2018).

Figura 9. Esquema de financiación de una operación de LBO.



Fuente: Elaboración propia.

Los contratos de financiación son también muy complejos e incluyen toda una serie de *covenants* y garantías en favor de los financiadores.

El nivel de apalancamiento de las operaciones de LBO se ha ido incrementando en los últimos años. Como vimos en la Figura 8, obtenida del informe sobre el PE que elabora anualmente Bain&Co, más del 50% de las operaciones de LBO en USA en 2020 se apalancaron más de 7 veces el EBITDA (Bain & Company, 2021).

Este alto apalancamiento, producido entre otras causas por la fuerte liquidez de los mercados y los bajos tipos de interés, ha tenido claramente un impacto en el crecimiento del precio de las operaciones de LBO cuya valoración media ha subido a 12 veces el EBTDA en 2020 en Europa, según el informe de Bain&Co (Bain & Company, 2021).

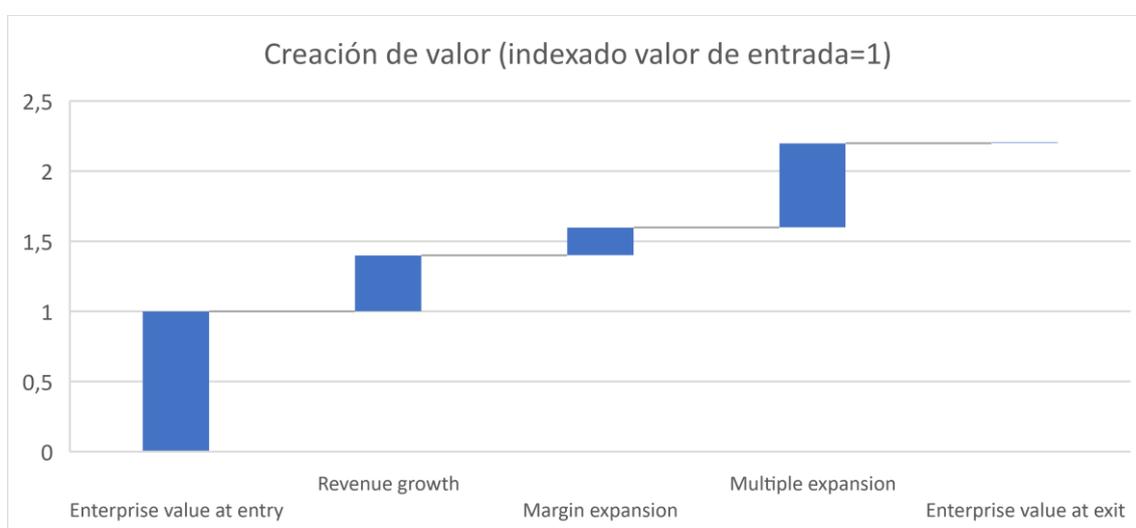
Estos altos precios pagados por las compañías pueden poner en riesgo en un futuro la rentabilidad de los fondos de PE sobre todo en un contexto de subida de tipos de interés.

3.1.4. Creación de valor en las compañías participadas.

Stephen Schwarzman, presidente, director ejecutivo y cofundador de Blackstone una de las mayores y más antiguas firmas de PE, comenta “no se crea valor simplemente comprando una compañía con apalancamiento, en realidad hay que transformar la compañía”. No se trata solo de reducir costes y aumentar ventas, sino de impulsar un cambio de dirección estratégico fundamental (EY, 2018).

Bain and Co. en su informe de octubre 2019, señala que la expansión de múltiplos ha sido la responsable del 50% de la creación de valor de las compañías desde la crisis financiera (Bain & Company, 2019).

Figura 10. Creación de valor media en inversiones en EEUU y Europa desde 2010.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Bain and Company, 2019.

Esto llevaría a pensar que la buena marcha de la economía y el crecimiento de precio de las compañías ha tenido más importancia que la mejora de márgenes y ventas en la rentabilidad obtenida en las desinversiones de los PE en los últimos años.

En ese mismo informe, Bain & Co señala que en un análisis de desinversiones de 65 deals (en los que tuvieron total acceso a las proyecciones financieras originales), en un 71% de los casos estas proyecciones no se cumplieron y se quedaron un 30% por debajo de las estimaciones iniciales.

Todo esto nos lleva a que son muchos los factores que intervienen en la creación de valor de una compañía. Vemos que es especialmente relevante la evolución de la economía y los precios de mercado en el momento de la inversión y desinversión pues puede generarse una expansión o contracción de los múltiplos pagados por las compañías que

afectarán directamente a la rentabilidad de la inversión. Pero también es muy relevante que se cumpla el plan de negocio y la creación de valor en la compañía adquirida. Hemos visto que muchas veces las proyecciones que hacen los PE para valorar la inversión son excesivamente optimistas.

Veamos algunos aspectos importantes a tener en cuenta a la hora de crear valor en una compañía.

- Plan estratégico. El plan estratégico de la compañía debe hacerse con profundidad y debe contemplar no solamente los objetivos de crecimiento y rentabilidad de la compañía a medio y largo plazo sino también la forma de cumplirlos. Para ellos hay que analizar todas las áreas de la compañía de forma conjunta y elaborar un plan muy detallado con un calendario realista.
- Equipo directivo. Tiene que estar alineado e involucrado en el proyecto participando directamente en la elaboración del plan estratégico. También deberá tener incentivos económicos vinculados al cumplimiento de los objetivos marcados por el plan estratégico. Posiblemente habrá que reforzar los equipos con nuevas incorporaciones.
- Optimización de los recursos. El plan de ahorro de costes y los planes de expansión de ventas a través de nuevos productos o nuevas áreas geográficas probablemente no serán suficientes.
- Inversión en conciencia de cultura corporativa. El arraigo de una sólida cultura empresarial cambiará por completo la forma de trabajo en la compañía.
- La transformación corporativa de la compañía comprada es fundamental y habrá que reinventarse en muchas áreas:
 - Transformación digital.
 - Reposicionamiento de negocio.
 - Nuevos mercados y productos.
 - Ingeniería financiera.

Esto convierte a los gestores del PE en algo más que meros observadores. Su experiencia, su conocimiento sectorial y su creatividad serán fundamentales a la hora de enfocar la compañía hacia metas de creación de valor. También será importante crear contratar asesores externos de alto nivel que nos ayuden a llevar a cabo el plan de negocio ayudando

a la compañía participada a implantar las mejoras necesarias para el cumplimiento del plan estratégico.

Hay muchos otros muchos factores que influyen y que pueden ser muy relevantes al valorar una inversión:

- Que los sectores en los que se invierte estén en crecimiento y sean seguros frente a las crisis (tecnología, salud, consumo, infraestructura).
- Que se invierta en el momento adecuado del ciclo económico a precios razonables y con un nivel de apalancamiento razonable.
- Las estrategias de crecimiento también son importantes y los procesos de *Buy&Built* y consolidación sectorial pueden ser una oportunidad, aunque normalmente requerirá de fondos con un músculo financiero suficiente para comprar nuevas compañías.

Como vemos la creación de valor en una operación de PE es algo muy complejo que depende de muchos factores. La profesionalidad y experiencia de los equipos de PE es fundamental pero también acertar en el “*momentum*” de la inversión y los sectores en que se invierte. La complejidad de algunas operaciones requerirá cada vez más la participación de asesores que ayuden a los PE en sus procesos de inversión y elaboración e implantación de los planes estratégicos.

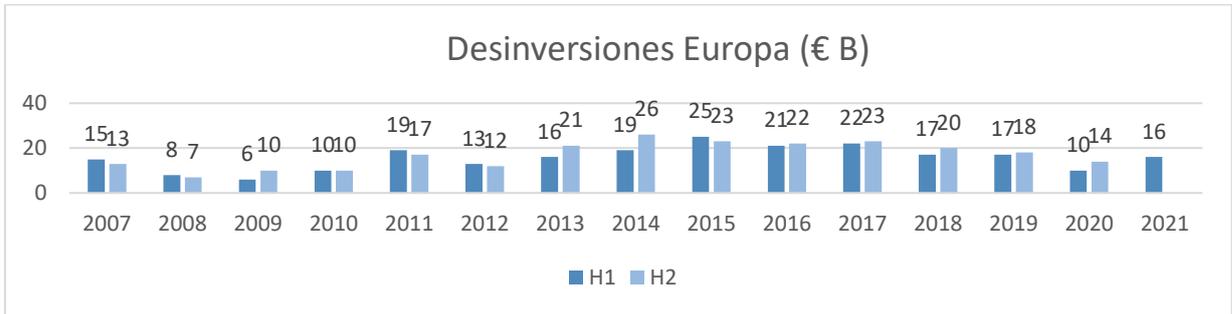
3.1.5. Desinversión.

El proceso de desinversión es clave en la industria del PE. El objetivo final de un fondo de PE es devolver los fondos aportados por los Limited Partners con la máxima rentabilidad posible.

El periodo de vida de un fondo está limitado (generalmente a 10 años) y el general General Partner está obligado a desinvertir en ese periodo.

Una vez más, la crisis y la evolución de los mercados juegan un papel importante en la evolución de las desinversiones y en la rentabilidad obtenida por los fondos.

Figura 11. Evolución de las desinversiones del PE en Europa 2007/ H1 2021 a precio de coste.



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Invest Europe (2021).

Como podemos observar en Europa los años 2008 y 2009 han sido los años con menor volumen de desinversión como consecuencia de la crisis de 2008. Desde 2010 este volumen ha ido subiendo, llegando a su máximo en 2014 y 2015.

Esto fue debido a que tras la crisis de 2008 se produjeron varias consecuencias: falta de liquidez de los mercados, mala marcha de las compañías invertidas y bajada de los precios de las compañías. También se habían producido inversiones récord del PE en los años 2007 y 2008 (ver Figura 4). Todo ello llevo a que los PE tuvieran que retrasar las desinversiones para no incurrir en pérdidas, por lo que en muchos casos los fondos se vieron obligados a aumentar su periodo de inversión. Hasta los años 2014 y 2015, no se normalizó la desinversión.

A partir de 2015 se produce una desinversión estable y equilibrada con el volumen invertido en años anteriores y la madurez de las carteras.

No obstante, en 2020 se produce una caída significativa de la Desinversión como consecuencia de la crisis del COVID-19 pero que en 2021 se ha recuperado volviendo a niveles normales de Desinversión.

Figura 12. Desinversión en España a precio de coste 2008 a 2020.

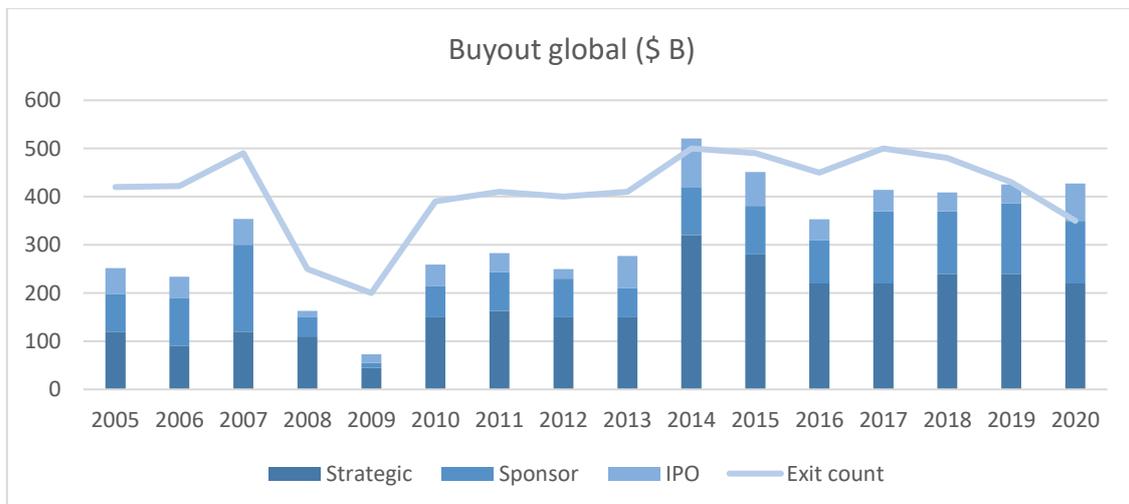


Fuente: elaboración propia a partir de los datos de ASCRI (2020).

Como vemos en España la evolución de las desinversiones ha sido muy similar a la europea aunque quizá con una caída más importante en 2020 con solo €1.385 millones desinvertidos (a precio de coste) frente € 2.977 millones desinvertidos en 2019. Tampoco 2021 ha sido un año bueno de desinversión con € 1.490 millones desinvertidos en 238 operaciones.

Si analizamos quiénes son los compradores observamos que los compradores estratégicos representan casi el 50% de las compras seguidos de las operaciones secundarias de PE (sponsor-to-sponsor) y finalmente las salidas a bolsa.

Figura 13. Desinversiones globales por tipo de comprador 2005 a 2020.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Bain & Company (2021).

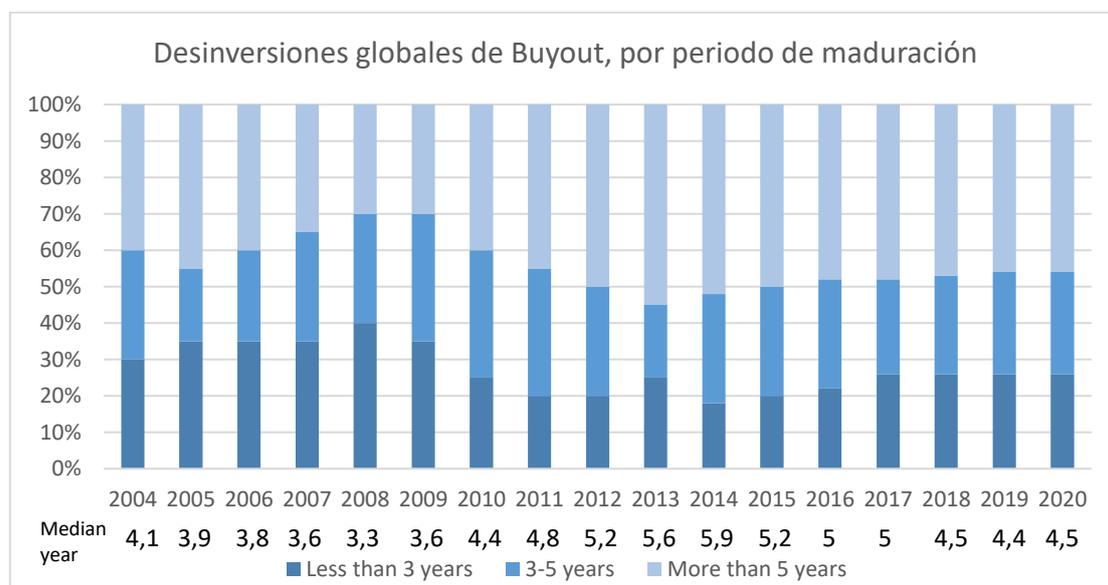
El comprador estratégico suele ser un competidor directo de la compañía vendida o un *player* de un sector complementario que intentará ganar cuota de mercado y buscará sinergias con la adquisición.

El comprador financiero de PE será un fondo específico de *secondary* (que compra la participación de otro fondo en la empresa objetivo) o un fondo normal de PE que todavía ve recorrido de creación de valor en la compañía.

Un ejemplo actual es el lanzamiento de un nuevo fondo *secondary* de Portobello para poder seguir participando en el crecimiento de dos empresas que tenían en su *portfolio* desde 2014, Angulas Aguinaga E industrias Alimentarias de Navarra (Capital Riesgo, 2020).

Los fondos de *secondary* y las operaciones *sponsor-to-sponsor* permiten dar liquidez a los fondos de PE cuando se está acabando su periodo de vida. Finalmente, la venta de compañías mediante IPO permite vender la compañía mediante su colocación en bolsa. El periodo medio de maduración de las inversiones se suele situar en torno a los 5 años.

Figura 14. Desinversiones globales de Buyout por periodo de maduración.



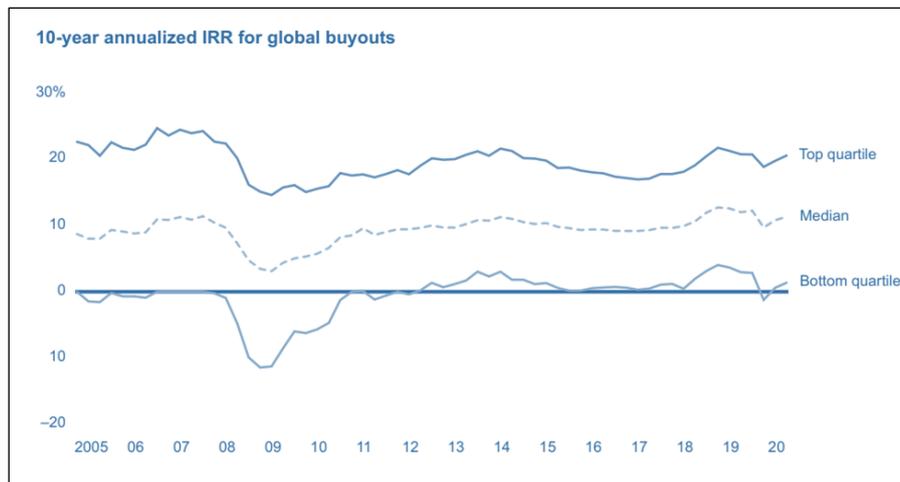
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bain & Company (2021).

Como podemos observar se produce un pico de permanencia (5,6 años y 5,9 años) en los años 2013 y 2014 consecuencia como veíamos anteriormente de las fuertes inversiones

previas a la crisis de 2008 que se compraron a precios elevados y que han requerido un mayor periodo de maduración para recuperar la inversión.

Con respecto a la rentabilidad de las inversiones en el cuadro siguiente podemos analizar que hay grandes diferencias entre el primer cuartil de los fondos más rentables y el último.

Figura 15. Tasa Interna de Retorno (IRR) de Buyouts globales.



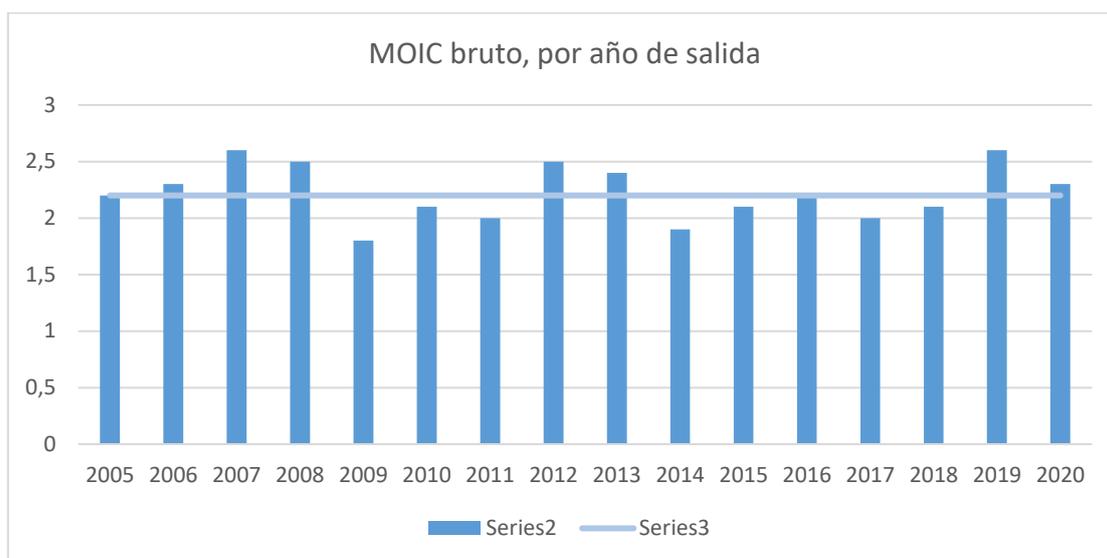
Fuente: Bain & Company (2021).

En este cuadro podemos ver que para los mejores fondos la rentabilidad media supera el 20% para el 50% de los fondos esta rentabilidad media está en torno a un 10% y para el último cuartil no suele superar el 5% y en muchos años ha sido negativa.

También vemos que en los años posteriores a la crisis de 2008 las rentabilidades bajaron sustancialmente y también se ve una bajada en el primer semestre de 2020 como consecuencia de COVID-19.

Si analizamos el MOIC (*Multiple of Invested Capital*) que es el multiplicador sobre el capital invertido observamos que la media estará en torno a multiplicador de 2 veces la inversión (equivalente a un IRR del 19% en un periodo de cuatro años o un 15% en cinco años).

Figura 16. MOIC bruto obtenido por año de desinversión



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Bain & Company (2021).

En términos generales podemos decir que la rentabilidad obtenida por los fondos de PE es mayor que la de otros activos, con todos los matices que hemos ido viendo a lo largo de este trabajo, pero su falta de liquidez su inversión está limitada a inversores profesionales de largo plazo.

3.2. Principales impactos del Private Equity en la economía española.

Este modelo de financiación alternativa para las empresas españolas constituye un impulso fundamental de crecimiento, especialmente en periodos de crisis económicas. Como ya hemos subrayado, en los últimos años han aumentado los fondos disponibles para invertir (*dry powder*) y con ello la capacidad de influir en la inversión sobre las empresas.

Las diferentes formas en las que el Private Equity interviene en la economía son:

- Canalización de las inversiones hacia modelos de negocio sostenibles: los fondos se destinarán a empresas con perspectivas de crecimiento a largo plazo, se trata de inversiones mucho más seguras que otros canales como puede ser la inversión en el mercado de renta variable (con una gran volatilidad durante la crisis) y con la obtención de una mayor rentabilidad que el mercado de renta fija (con los tipos de interés negativos que se han mantenido los últimos años). Esta seguridad la aporta la gran implicación de los PE en la gestión de las compañías participadas

que siguen muy de cerca que las decisiones estratégicas concuerden con sus expectativas de crecimiento.

- Creación de valor en las empresas participadas: mediante la mejora en su productividad, reorganización de sus líneas de negocio, apoyo a la investigación y desarrollo, reducción de estructuras de costes o reorganización de su estructura de financiación.
- Reducción del desempleo: la generación de puestos de trabajo en las empresas participadas por un PE en España creció un 5,3% más que el resto, en los tres primeros años tras la inversión durante los años 2005 a 2012 (ASCRI, 2018).
- Aceleración del crecimiento en los sectores invertidos y fomento de la inversión.
- Reacondicionamiento de empresas mal gestionadas.

3.3. Entrevistas:

3.3.1 Entrevista a Antonio Rodríguez Pina: vicepresidente en Portobello Capital.

- 1- Desde tu experiencia, ¿cómo ves el futuro del PE en el mercado español? ¿Y cuáles son las grandes diferencias de estrategia de inversión de los dos fondos en los que has estado?

Antonio nos explica que el mercado de Private Equity en España ha evolucionado mucho desde sus inicios, hace ya veinte años cuando sólo había un par de *players* nacionales (Ibersuizas, Mercapital entre otros). Desde entonces, ha incrementado mucho el apetito inversor por este tipo de activo alternativo, y los fondos han desarrollado estrategias muy enfocadas para diferenciarse, ya sea por el tipo de capital que ofrecen a las empresas en las que invierten (fondos de *buyout* tradicional, deuda, venture capital, entre otros) o por el sector en que se especializan (fondos de infraestructuras, real estate o *tech*).

En su opinión, el mercado español tiene mucho recorrido. El tejido empresarial *mid-market* es muy amplio en nuestro país, y la oferta de los fondos de PE para ayudar a profesionalizar y crecer negocios cada vez se entiende mejor por parte de los empresarios.

En España se ha más que duplicado la capacidad inversora por parte del sector de PE en los últimos 10 años. La legislación europea y los bajos tipos han penalizado mucho a los bancos que no han podido ofrecer la flexibilidad de los fondos privados. La proporción de inversión directa/privada seguirá aumentando, pero el nivel de competitividad (cada vez mayor) hará que los fondos tengan que aportar un ángulo diferencial de

conocimientos o de capital para ofrecer a inversores y empresas una propuesta atractiva. “En Portobello confiamos en invertir en los sectores que mejor conocemos, donde mejor podemos ayudar a los empresarios a impulsar sus negocios y donde más confiamos en hacer un retorno atractivo (esta convicción es mucho más fácil de obtener cuando conoces bien la industria en la que inviertes)”.

En cuanto a las diferencias de estrategia entre Portobello y el fondo en el que trabajaba Antonio durante su etapa dentro de Carlyle, la principal diferencia la determina la situación de las empresas en las que invierte cada uno. Carlyle es un *asset manager* global, que maneja €300bn en AuM (*assets under management*) con bolsillos de capital destinados a estrategias distintas (fondos de real estate, *tech*, *direct lending*, energía, *buyout* tradicional o *distress*) mientras que en Portobello siguen dos estrategias claras, gestionando €1.9bn (un fondo de *buyout* tradicional donde tomamos control de empresas y un fondo de minorías estructuradas).

En concreto, durante mi época en Carlyle trabajaba para un fondo llamado Carlyle Strategic Partners (también conocido como el fondo de “Special Situations” de Carlyle) cuya estrategia consistía en invertir en empresas (deuda o equity) que estaban atravesando dificultades o se encontraban en situación de “distress”. Es probablemente el fondo con mayor flexibilidad inversora de Carlyle (pudiendo invertir en cualquier parte de la estructura de capital, haciendo inversiones directas privadas o en instrumentos públicos). Lo fundamental a la hora de invertir era identificar aquellos negocios que tenían un modelo de operaciones atractivo, que les gustase y entendiesen que debería funcionar a largo plazo, pero que por circunstancias de corto plazo tenían una estructura de capital insostenible (exceso de deuda o falta de liquidez). Su objetivo era ofrecer soluciones para reestructurar el balance, reducir el endeudamiento u ofrecer capital para crecer. Solían tomar control de las compañías, pero como comentaba Antonio, era una estrategia con capital muy flexible, y siempre que la relación riesgo-retorno les pareciese atractiva podían ofrecer distintos instrumentos (deuda, *equity* preferente, ordinario entre otros).

Por el lado de Portobello, la estrategia está enfocada a en dos fondos. El primero es un fondo de Private Equity o *buyout* tradicional (donde llevamos más de 12 años invirtiendo en empresas líderes en su sector, comprando a los empresarios o dueños anteriores una de mayoría en la compañía). Actualmente están terminando de invertir el cuarto “vintage” de este fondo (Portobello Fund IV). La estrategia consiste en ayudar a crecer las operaciones del negocio, profesionalizar procesos y afianzar sus posiciones de líderes del

mercado. Típicamente mantienen las empresas en cartera antes de venderlas en torno a 5 años, pero también pueden mantenerlas más a largo plazo, como ha sido el caso de Angulas Aguinaga (también conocida como la Gula del Norte), cuando confían en poder extraer más valor de esta forma. El segundo de los fondos y de más reciente creación, busca invertir en el mismo tipo de empresas (líderes y con perspectivas de crecimiento), pero ofrece capital en forma de minoría (con flexibilidad para ofrecer instrumentos estructurados más parecidos a la deuda). Es una estrategia en la que confían mucho y donde están recibiendo mucho apetito por parte de empresarios. En España existe una gran cantidad de empresas *mid-market* que necesitan capital, pero no están dispuestas a vender una posición de mayoría (a menudo necesitan dinero para crecer o para sacar a uno de los inversores existentes), y esta es la solución que intentan ofrecer desde Portobello Structured Partnerships.

2- ¿Cuáles son para vosotros los principales drivers de creación de valor en las compañías adquiridas?

Aunque pueda resultar un poco teórico, nos explica Antonio que es importante destacar las principales palancas de creación de valor que tienen los fondos de PE a la hora de invertir en empresas (normalmente en forma de LBO – *leveraged buyout* o adquisición apalancada).

Explicado de forma simplista, las empresas se suelen valorar aplicando un múltiplo (en función del sector y de su posicionamiento en éste) a alguna métrica operativa de la compañía (a menudo el EBITDA, que representa una aproximación a la capacidad de generación de caja de una empresa). El resultado de esto determina el valor de la empresa, a lo que restarías la cantidad de deuda neta existente y obtendrías el valor de las acciones (que es lo que percibirá el vendedor). Por lo tanto, es evidente que observamos tres vías para obtener una mayor valoración por el *Equity*: (i) mejorar las operaciones y aumentar el EBITDA, (ii) trabajar para que el futuro comprador aplique un mayor múltiplo de valoración y (iii) desapalancar la compañía o generar caja para reducir la deuda neta en el momento de la salida.

Un ejemplo práctico refleja su efecto, imaginemos que compramos una compañía con un EBITDA de €100m, a un múltiplo de 6x (“Enterprise Value” de €600m) y obtenemos financiación bancaria de €350m. El Private Equity en cuestión, invertiría €250m para financiar la compra del 100%.

Tabla 1. Ejemplo práctico creación de valor.

	Entry
EBITDA (€m)	100
(x) Múltiplo	6.0x
Enterprise Value	600
(-) Deuda Neta	350
Equity Value	250

Fuente: Elaboración propia.

La primera palanca de creación de valor que hemos comentado es mejorar el EBITDA. Esto puede ser a través de crecimiento en ventas (mejorar la cartera de clientes, entrar en nuevas geografías), mejora de los márgenes operativos (aumentando productividad, mejorando precios del producto o servicio que ofrece, o reduciendo costes) u operaciones de M&A. Si esta misma compañía la vendiésemos al cabo de un tiempo con la misma deuda y al mismo múltiplo, pero habiendo incrementado el EBITDA un 30%, aumentaríamos el valor de la inversión en un 72% (efecto del apalancamiento).

Tabla 2. Creación de valor en el margen operativo

	Entry	Incremento	Exit
EBITDA (€m)	100	30.0%	130
(x) Múltiplo	6.0x		6.0x
Enterprise Value	600		780
(-) Deuda Neta	350		350
Equity Value	250		430
Incremento Valor			+72%

Fuente: elaboración propia

La segunda palanca es la del múltiplo. Un nuevo inversor podría estar dispuesto a pagar un mayor múltiplo por la compañía si ésta ha desarrollado ventajas competitivas sostenibles, ingresos más recurrentes y predecibles, muestra mayores niveles de crecimiento que sus competidores u opera de forma más profesionalizada. En este mismo ejemplo, si aumentamos el múltiplo un 30%, el valor del *Equity* aumenta de nuevo un 72%.

Tabla 3. Creación de valor por revalorización del mercado.

	Entry	Incremento	Exit
EBITDA (€m)	100		100
(x) Múltiplo	6.0x	30.0%	7.8x
Enterprise Value	600		780
(-) Deuda Neta	350		350
Equity Value	250		430
<i>Incremento Valor</i>			<i>+72%</i>

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, el desapalancamiento o generación de caja juega un papel importante en la creación de valor. Si vendo la compañía después de haber repagado gran parte de la deuda (con la propia generación de caja del negocio) obtengo una mayor valoración por las acciones. Si la empresa reduce su deuda un 50%, obtengo un 70% más de valor por mi inversión.

Tabla 4. Creación de valor por reducción de la deuda neta.

	Entry	Incremento	Exit
EBITDA (€m)	100		100
(x) Múltiplo	6.0x		6.0x
Enterprise Value	600		600
(-) Deuda Neta	350	(50.0%)	175
Equity Value	250		425
<i>Incremento Valor</i>			<i>+70%</i>

Fuente: elaboración propia.

Vemos que, combinando estas tres palancas, conseguimos multiplicar nuestra inversión por 3.4x o aumentar su valor un 236%.

Tabla 5. Creación de valor en los tres niveles.

	Entry	Incremento	Exit
EBITDA (€m)	100	30.0%	130
(x) Múltiplo	6.0x	30.0%	7.8x
Enterprise Value	600		1,014
(-) Deuda Neta	350	(50.0%)	175
Equity Value	250		839
<i>Incremento Valor</i>			<i>+236%</i>

Fuente: elaboración propia.

Aunque como me comentaba Antonio esto puede sonar muy teórico, es algo que tienen siempre en mente a la hora de invertir. Se intentan asegurar de que el dinero se pone a funcionar de forma eficiente en negocios sostenibles y con mucha capacidad de crecer, y buscan la manera de ayudar a sus empresas a impulsar ese crecimiento y generar caja (tienen mucha experiencia en M&A, integración de compañías, internacionalización de negocios) y a enfocarse en aquellas áreas que van a hacer que el futuro comprador le atribuya un mayor valor. Para esto, es fundamental asociarse con los mejores equipos gestores. En su opinión, una de las características más importantes del inversor de PE es ser capaz de identificar a los directivos adecuados con los que asociarse.

- 3- La gran liquidez de los mercados, los bajos tipos de interés y el mayor nivel de apalancamiento de los últimos años han llevado a que el precio medio pagado por las operaciones de los PE en Europa haya llegado a múltiplos de 12,7 x EBITDA. ¿Piensas que los altos precios pagados pueden reducir la rentabilidad futura de los fondos en un contexto de contracción de múltiplos (subida de tipos de interés, reducción de liquidez por los gobiernos, crisis económica como COVID 19 o invasión de Ucrania)?

“Sin duda estamos atravesando un periodo muy particular. El entorno de tipos bajos durante mucho tiempo ha fomentado las mayores valoraciones. No hay duda de que esto afecta de forma generalizada a la rentabilidad que se puede esperar en el sector.”

El Private Equity, es un sector con mucha competencia y donde los fondos tienen que buscar su forma particular de añadir valor para así obtener retornos atractivos y ofrecer la mejor alternativa a sus inversores. Por otro lado, nos explica, que sigue habiendo mucha liquidez en el mercado y oportunidades para obtener retornos atractivos. Otra de las razones por las que los múltiplos han subido de forma generalizada es la mayor productividad de las empresas y su capacidad de generar más caja (ya sea aplicando tecnología o mejorando sus procesos internos) y eso algo que seguirá traducándose en valoraciones más altas a pesar del efecto contrario que produce la subida de tipos.

“Las situaciones extraordinarias derivadas del COVID-19 o el conflicto ruso van a causar efectos muy dispares en los *portfolios* de empresas del sector.”

En cuanto al COVID, por ejemplo, los negocios muy enfocados al turismo han sufrido mucho (empresas hoteleras o cadenas de restaurantes) sin embargo otros como pueden ser los del sector de la alimentación han sido mucho más resilientes. Algo similar sucederá con el conflicto ruso. En Portobello creen que están expuestos (generalmente) de forma controlada a ambos riesgos, pero por supuesto se aseguran de seguir los posibles efectos que pueden derivarse de estas situaciones y aplicar medidas para protegerse (mayor coste de la energía, de las materias primas, y subidas generalizadas de precios).

- 4- ¿Cuáles consideras que van a ser los sectores más atractivos para invertir en España en los próximos años? ¿Cuáles son las principales inversiones y desinversiones de Portobello en los últimos años?

Antonio cree que es difícil generalizar por sectores. En los últimos años han visto mucho crecimiento en sectores como el tecnológico (pero también han observado cómo muchas de las valoraciones de estos negocios se han ido desplomando al no cumplir las expectativas de crecimiento de sus inversores o verse afectadas por riesgos regulatorios, como pueden ser los casos de Delivery Hero o Facebook). Es importante, por lo tanto, que los inversores se dediquen a analizar aquellos negocios que entienden bien (siendo capaces de asignar probabilidades de éxito y riesgo a distintos escenarios). En Portobello les gusta invertir y seguirán invirtiendo en industrias que dominan como el sector de servicios, industrial, alimentación y otros.

En su cartera tienen actualmente más de veinte compañías. “En los últimos 12 meses hemos estado muy activos, habiendo invertido en 5 empresas: (i) Farmol (empresa italiana, “contract manufacturer” de aerosoles), (ii) Serveo (antiguo Ferrovial Servicios, que ofrece servicios de *facility management* a sus clientes), (iii) Legálitas (servicios legales con modelo de suscripción), (iv) Condis (cadena de supermercados en el norte de España) y (v) Caiba (empresa que se dedica al embotellamiento)”.

En cuanto a desinversiones, la última que han realizado es la de EYSA (proveedor de servicios de movilidad inteligente apoyado en tecnología) que han vendido por partes: a Mutua Madrileña el año pasado y recientemente han firmado la desinversión total con HIG.

Ahora están abriendo oficina en Italia (tras haber hecho dos inversiones en este mercado recientemente) y esperan que mucho del crecimiento venga por la internacionalización del negocio. Son muy ambiciosos con los objetivos que ponen a Portobello en el corto y

largo plazo y están convencidos de que hay muchas oportunidades para seguir creciendo y siendo líderes del sector.

3.3.2. Entrevista a José Tomás Moliner: Country Manager en España del fondo de Private Equity francés CAPZA.

- 1- CAPZA invierte en operaciones de Equity y Deuda, ¿qué estrategia estáis siguiendo en el mercado español y qué sectores os parecen más atractivos?

CAPZA mantiene idéntica estrategia en todos los mercados en los que opera. Invertimos en compañías con crecimiento en sectores anticíclicos, tales como educación, salud y tecnología.

- 2- La gran liquidez de los mercados y los bajos tipos de interés han llevado a un mayor apalancamiento de las operaciones en los últimos años y a un mayor precio de las operaciones. ¿Piensas que el alto precio pagado por las operaciones puede reducir la rentabilidad de los Private Equity en un contexto de contracción de múltiplos futuros (subida tipos de interés, reducción de liquidez, crisis Covid y Ucrania)?

Sin duda, si los múltiplos de salida se reducen respecto de los de entrada, el retorno de las operaciones sufrirá a la baja. No obstante, en un contexto de tipos bajos hay que asumir que los retornos de todos los activos deben bajar en consonancia con las bajadas de tipos.

- 3- ¿Cuáles son los principales drivers de creación de valor en las compañías adquiridas?

Claramente el crecimiento de ventas y rentabilidad es la clave, si bien las mejoras en ESG (impacto medioambiental, social y cuestiones de gobierno corporativo) tienen impacto en la creación de valor. Movimientos de carácter estratégico que hagan que mejore el posicionamiento de las compañías es clave. Ejemplo Palacios, empresa centrada en la venta de chorizo, se convierte en el líder mundial de venta de tortilla de patatas.

- 4- ¿Cómo os ha afectado la crisis del Covid 19?

Nuestro portfolio se ha comportado muy bien durante la crisis del Covid, si bien algunas compañías no han podido evitar las consecuencias negativas de los cierres, empresas como restaurantes o guarderías.

5- ¿Podrías contarme alguna operación de CAPZA España en la que se haya creado un especial valor?

Ivnosys ha sido una operación de mucho éxito, entramos en diciembre de 2018 y salimos en junio de 2021, multiplicando nuestra inversión por algo más de 4x. La compañía creció mucho en ventas, penetración de grandes cuentas, mejora del software, crecimiento del equipo e internacionalización.

3.3.3. Entrevista Gonzalo de Rivera: Consejero delegado Alantra Private Equity.

1- ¿Cuál ha sido en tu opinión la evolución del Private Equity en España durante los últimos 10 años y cómo le han afectado la crisis de 2008 y el Covid 19?

Según Gonzalo, el sector del Capital Privado ha tenido un desarrollo muy positivo en España en los últimos años:

- Por un lado, dicho desarrollo está siendo impulsado por la presencia de gestoras de Capital Privado exitosas, con foco local y un sólido *track record*, lo que a su vez ha permitido a un mayor número de inversores (tanto nacionales como internacionales) apostar por los activos alternativos en general y por el Capital Privado en particular como una alternativa de mayor peso dentro de su cartera general de inversiones.
- Por otro lado, las empresas familiares de tamaño medio (foco de la mayoría de las gestoras de Capital Privado en España) que representan más del 75% del PIB español, están cada vez más abiertas a dar entrada a socios de Capital Privado. A medida que la economía y empresas españolas maduran, las segundas, terceras o siguientes generaciones empresariales, reconocen cada vez con mayor frecuencia al Capital Privado como la mejor alternativa de un socio que les aporte, además de capacidad y liquidez financiera, una visión a medio-largo plazo en áreas clave para el desarrollo de los proyectos empresariales, como la internacionalización, el crecimiento inorgánico y la profesionalización y atracción del talento.
- Por último, un ejemplo más de la buena evolución de sector de Capital Privado en España en los últimos años es la presencia de actores internacionales en nuestro país. Estos han puesto un creciente foco en el mercado de alternativos español, gracias al sólido crecimiento de la economía (por encima de la media europea desde 2013), a las reformas estructurales que han impulsado la actividad

económica después de la crisis del 2009, y a la presencia de empresas líderes con proyectos ambiciosos y vocación internacional.

Todo lo anterior ha hecho que el Capital Privado en España haya evolucionado muy positivamente, alcanzando niveles de penetración por encima de la media europea. Así, la ratio del importe de Capital Privado invertido sobre el PIB en España se sitúa en torno a 0,53% s/PIB frente a una media europea de <0,47% y sustancialmente por encima de los niveles de hace una década (aprox. 0,3% s/PIB).

Respecto al impacto de graves crisis económicas como la del 2008 - 2009 o la reciente pandemia, el Capital Privado, al igual que la mayoría de los activos, se ha visto claramente afectado, tanto a nivel de inversiones, como de desinversiones y levantamiento de dinero (*fundraising*), aunque el impacto ha sido desigual:

- Con respecto a la crisis del 2008, el principal impacto fue la de una reducción sustancial en el importe de dinero levantado (*fundraising*) que se redujo sustancialmente. Si bien dicha crisis también provocó una caída en las valoraciones de las empresas, lo que permitió a aquellos fondos de Capital Privado que invirtieron entre el 2011 y 2015 obtener mayores rentabilidades que aquellos fondos que invirtieron en los años 2007-2010.
- Si nos enfocamos en la pandemia, a lo largo del 2020 se ha registrado una reducción en el número de transacciones de *mid-market*. Muchas de las gestoras nacionales han variado sus criterios de inversión, pasando de apostar por compañías / sectores más cíclicos (p.ej. restauración, retail, hotelero entre otros) hacia sectores más defensivos (i.e. alimentación).

Respecto a la actividad de *fundraising*, a nivel general la pandemia ha afectado a la actividad de recaudación y varias gestoras han decidido posponer el proceso (lo mismo pasó en los años 2009-2011 a raíz de la crisis económica global).

- 2- La gran liquidez de los mercados y los bajos tipos de interés han llevado a un mayor apalancamiento de las operaciones en los últimos años y a un mayor precio de las operaciones. ¿Piensas que el alto precio pagado por las operaciones puede reducir la rentabilidad de los Private Equity en un contexto de contracción de múltiplos futuros (subida tipos de interés, reducción liquidez, crisis Covid y Ucrania)

Efectivamente en los últimos años hemos notado que el elevado nivel de liquidez y la disponibilidad de opciones de financiación atractivas, han llevado a un a un mayor apalancamiento de las operaciones y a una subida generalizada de las valoraciones. Esto ha provocado que en el mercado de *Mid market* los niveles de valoración (medidos en términos de multiplicador de EBITDA) de las empresas hayan alcanzado una media de 12x-13x EBITDA a nivel europeo y de 10x-11x EBITDA en España.

No obstante, dada la fragmentación empresarial y gran número de empresas de tamaño medio existentes en España, en el mercado español es encontrar inversiones propietarias en formato bilateral (procesos no subastados), que nos ha permitido mantener niveles de valoración más reducidos (8,0x-9,0x EBITDA).

Es evidente que el complejo contexto macroeconómico y geopolítico, donde se han encadenado varios factores negativos (CV-19, escenario inflacionista y guerra en Ucrania), claramente puede afectar a los retornos de las operaciones de Capital Privado en el corto medio plazo (posiblemente una reducción de 2%-3% de TIR). Sin embargo, a medio plazo en Alantra optimistas y pensamos que la calidad estructural de la calidad de las inversiones que realiza el Capital Privados permitirá a esta actividad seguir ofreciendo retornos (TIR) por encima de otras alternativas (renta fija, renta variable o mercados líquidos).

3- ¿Cuáles son los principales drivers de creación de valor en las compañías adquiridas?

Las principales herramientas de creación de valor son las siguientes:

- Aceleración del crecimiento, tanto orgánico como inorgánico. Por un lado, apoyamos en la inversión (Comercial, Marketing, I+D) y desarrollo de nuevos productos; por el otro actuamos como el equipo de “Desarrollo de negocio” de nuestras participadas, identificando, analizando y ejecutando operaciones de crecimiento inorgánico. En el caso de Alantra, dicho apoyo de crecimiento orgánico se ha traducido en 59 *add-ons* ejecutados en un total de 67 compañías en las que hemos invertido.
- Foco en apoyar estrategias de exportación e internacionalización. De media, el crecimiento de las ventas de exportación de nuestras compañías participadas es más del doble que el crecimiento de las ventas nacionales.

- Implementación de planes de digitalización y ventas y marketing ad-hoc gracias a la experiencia de nuestros dos Socios Operativos.
- Institucionalización de las compañías, incorporando directivos de primer nivel, reordenando el organigrama y/o Consejo de Administración y mejorando los procesos de gestión.
- Puesta en marcha y monitorización de iniciativas de ASG (ESG), una cuestión troncal que genera un impacto positivo en las comunidades en las que operan nuestras compañías participadas al tiempo que refuerza el posicionamiento estratégico de las mismas en sus respectivos sectores.

4- ¿Podrías comentarnos alguna operación de Alantra en la que se haya creado un especial valor?

Tabla 6. Operación reciente Alantra.

Nombre de la empresa participada:	Salto Systems, S.L.
Sector:	Tecnología industrial, cerraduras electrónicas.
Actividad:	Compañía global líder en el desarrollo y fabricación de soluciones sofisticadas para el control de accesos (i.e., cerraduras electrónicas)
Sede social:	Polígono Lanbarren, Arkotz, 9, 20180, Oiartzun, Guipúzcoa, España.
Año creación de la empresa:	2001.
Año de entrada del CP en su accionariado:	30 de diciembre de 2013
Entidad de CP que entró:	Alantra Private Equity
Fecha de salida:	15 de octubre de 2020

<p>Tipo de salida:</p>	<p>Venta total a otros inversores financieros, en el marco de una ampliación de capital para adquirir una compañía altamente complementaria (“add-on”)</p>
<p>Otros aspectos de crecimiento y mejora de la compañía en los años de participación del CP, por ejemplo: creación de empleo, internacionalización, creación de patentes.</p>	<p>Alantra Private Equity entró en el accionariado de Salto para apoyar en el desarrollo de un ambicioso plan de negocio. Las principales palancas de crecimiento de dicho plan pasaban por (i) continuar con la expansión internacional a nuevos países/regiones manteniendo la producción en España, (ii) mantener la alta inversión en i+D para mantenerse a la vanguardia en el nicho de las cerraduras electrónicas, (iii) fortalecer la atractiva rentabilidad del negocio y (iv) consolidar la estrategia de crecimiento inorgánico en regiones/nichos con potencial de crecimiento. Durante este periodo la compañía ha aumentado sus ventas de €78m a €254m y el EBITDA de €19m a €54m (incluyendo “add-ons”), que supone un crecimiento de ambas métricas a una TACC superior al 15% en el periodo 2013-2020:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La compañía ha consolidado su presencia en nuevas regiones donde no estaba tan fuertemente asentada, tales como Asia o Estados Unidos. En la actualidad Salto exporta el 95% de su producción (vs. 80% en la entrada), tiene oficinas en más de 40 países (vs. 12 en la entrada) y está presente en más de 100 países. - El abanico de productos se ha visto reforzado y actualizado mediante la fuerte inversión en i+D y la compra de siete compañías complementarias: <ul style="list-style-type: none"> o La inversión en i+D supone +€20m al año en costes de personal y de estructura (230 empleados). Esta cifra supone un 10% sobre las ventas vs. un 6% en 2013 (€5m anuales).

- La contratación de personal enfocado a i+D ha aumentado de 25 personas en 2013 a más de 180 personas en la actualidad.
- Gracias a esta inversión se han lanzado al mercado nuevos productos que han incrementado el mercado objetivo de Salto en más de €800m tanto por segmentos como por tipo de producto. En concreto, se han lanzado al mercado más de 15 productos nuevos, tales como el Padlock (un candado electrónico) o el software JustIN (software de generación de tarjetas electrónicas de alta seguridad). Salto tiene 10 patentes en España y 6 en la Unión Europea.
- Salto ha realizado siete “add-ons” desde la entrada de Alantra Private Equity. Estas adquisiciones han buscado desarrollar el catálogo de productos o integrar verticalmente el negocio. Destacan adquisiciones como (i) Clay (Holanda) para entrar en el sector PYMES, (ii) Danalock (Dinamarca) para consolidar el sector residencial o (iii) Gantner (Austria) que es el líder en el sector del ocio y fitness.
- Se ha implementado el proceso de “lean manufacturing” (supuso una inversión de €5m en capex) en todas las sedes productivas, consiguiéndose así una estabilización del margen bruto (+65%) y EBITDA (+22%) a pesar de la fuerte inversión en i+D y el aumento considerable de estructura.
- Se ha llevado a cabo un proceso de institucionalización del organigrama y reforzado el equipo en todas las áreas. Como consecuencia, el número de empleados ha

	<p>aumentado de 290 a más de 1.200 en el periodo de inversión (incluyendo “add-ons”):</p> <ul style="list-style-type: none">○ Se ha llevado a cabo una reorganización del organigrama para mejorar la estructura de cara al crecimiento futuro, organizando el departamento de ventas por verticales geográficas○ El 95% de los empleados tiene un contrato fijo y el 31% son mujeres <p>- Se están llevando a cabo actividades concretas relacionadas con los ODS. En este sentido, la compañía ha tomado como referencia nueve de estos objetivos tales como “Producción y consumos responsables” o “Trabajo decente y crecimiento económico” y está implantando acciones específicas para su consecución. Algunos ejemplos son la fijación y actualización de objetivos de reducción de consumos de energía, compensación de CO₂ y la creación de una fundación, “Free 2 move”. “Free 2 Move” tiene como objetivo apoyar a los deportistas discapacitados en disciplinas como el esquí, baloncesto o atletismo.</p>
--	--

4. CONCLUSIONES.

Una vez analizadas las tendencias del mercado y contrastadas gracias a las entrevistas realizadas, podemos concluir los siguientes resultados:

- Después de la crisis de 2008 y a partir del año 2010, la industria del Private Equity ha tenido un crecimiento exponencial a nivel mundial alcanzándose en 2021 cifras récord de Inversión y de Fundraising que superaron el billón de dólares.
- Europa que representa entorno al 25% del PE mundial ha seguido la misma trayectoria, y España con sus particularidades ha seguido la misma tendencia, alcanzándose en 2021 una cifra récord de Inversión de 7.500 millones de euros después de un pequeño bache en 2020 con la crisis del Covid 19.
- La buena marcha de la economía mundial impulsada por la política expansiva de los Bancos Centrales, que ha generado una gran liquidez en los mercados, unida a los bajos tipos de interés han llevado a los PE a máximos históricos de Inversión y Fundraising.
- Durante esta última década la rentabilidad de los fondos no ha parado de subir y el mercado se ha ido sofisticando con tipos de fondos y estrategias de inversión cada vez más especializadas: fondos de buyout, fondos sectoriales, fondos de distress, fondos de deuda, fondos de fondos entre otros.
- El mercado y los fondos de Venture Capital también han continuado con un importante crecimiento.
- Esta gran expansión y liquidez también ha tenido otras consecuencias en el mercado del PE:
 - Se ha incrementado el tamaño medio de los Deals.
 - Ha subido significativamente el precio pagado por las compañías.
 - Ha subido el nivel de apalancamiento de las operaciones a través de los fondos de deuda.
 - Las crisis de 2008 y del Covid 19 han transformado los sectores preferentes de inversión.
- Toda esta evolución está haciendo que los drivers de creación de valor en las compañías estén adquiriendo una importancia decisiva para obtener las rentabilidades esperadas en las inversiones. No basta con reducir costes y aumentar ventas, hay que impulsar un cambio de dirección estratégico por lo que

los equipos gestores especializados son cada vez más importantes. Las principales palancas de creación de valor son:

-Mejorar la línea operativa de la compañía: crecimiento en ventas (aumentar cartera de clientes, nuevos productos o geografías), mejora de los márgenes operativos (aumentando productividad, mejorando precios del producto o servicio que ofrece, o reduciendo costes) o crecimiento mediante operaciones de M&A.

-Mejorar la percepción del mercado: mediante ventajas competitivas sostenibles, ingresos más recurrentes y predecibles, inversión en Objetivos de Desarrollo Sostenible, mayores niveles de crecimiento que sus competidores, fuerte cultura corporativa o una gestión más profesionalizada.

-Optimización de su estructura financiera y mayor generación de caja. Disminuir la deuda de la compañía o conseguir renegociar sus condiciones.

- En 2022 están apareciendo nuevos riesgos de mercado como:
 - Aumento de la inflación y subida de precios de las materias primas.
 - Reducción de la liquidez por los Bancos Centrales y previsión d subida de tipos de interés.
 - Rupturas en las cadenas de suministro.
 - Guerra de Ucrania.
- Estos riesgos, de consolidarse podrían traer una nueva crisis económica que afectaría significativamente al PE:
 - Empeoramiento de resultados en las compañías participadas.
 - Incremento del coste de la financiación.
 - Reducción del precio de las compañías en las desinversiones.
 - Contracción del Fundraising.
- Hemos visto que en un contexto de crisis económica global como la de 2008 el PE sufrió considerablemente y tardó años en recuperarse. En cambio, la crisis del Covid 19 sólo ha afectado de forma muy limitada al PE que se ha recuperado rápidamente. Posiblemente el PE actual sea más fuerte y sofisticado que el de hace una década y esté más preparado para aguntar una crisis global.

5. BIBLIOGRAFÍA.

- Alcantara, A. C. (2022, 24 enero). *Qué es una Gestora de Capital Riesgo*. Delicias Capital. <https://www.deliciascapital.com/gestora-capital-riesgo/>
- ASCRI. (2021, abril). *2021 Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España*. Recuperado 12 de enero de 2022, de <https://ascricapital.org/wp-content/uploads/2021/04/Informe-ASCRI-2021.pdf>
- ASCRI. (2020, junio). *Informe 2020 Venture Capital & Private Equity en España*. Recuperado 11 de febrero de 2022, de <https://www.ascricapital.org/wp-content/uploads/2020/06/Informe-2020.pdf>
- ASCRI. (2019, abril). *2019 Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España*. <https://ascricapital.org/wp-content/uploads/2018/01/INFORME-ASCRI-2019.pdf>
- ASCRI. (2018, febrero). *Impacto económico y social del capital privado en las operaciones de middle market en España*. <https://ascricapital.org/wp-content/uploads/2018/02/Informe-de-Impacto-2018-1.pdf>
- Bain & Company. (2021). *Global Private Equity Report 2021*. Bain. Recuperado 4 de enero de 2022, de <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>
- BOE.es - BOE-A-1993-25359 *Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados*. (2021, 29 diciembre). BOE. Recuperado 28 de enero de 2022, de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1993-25359>

BOE.es - BOE-A-2014-11714 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 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (2014, 13 noviembre). BOE. Recuperado 22 de enero de 2022, de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-11714>

BOE.es - BOE-A-2014-12328 Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades. (2014, 27 noviembre). BOE. Recuperado 23 de enero de 2022, de <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-12328>

Bain & Company. (2019, 21 octubre). *Integrating Due Diligence to Build Lasting Value*. Bain. <https://www.bain.com/insights/integrating-due-diligence-to-build-lasting-value/>

Capital Riesgo. (2020, noviembre). *Portobello Capital raises a new secondary fund of 350 million euros - Capital-Riesgo.es*. Capital-Riesgo.Es. <http://capital-riesgo.es/en/articles/portobello-capital-raises-a-new-secondary-fund-of-350-million-euros/>

Caselli, S. (Ed.). (s. f.). *Private Equity and Venture Capital: Vol. Modulo 3*. Bocconi.

Deloitte. (2020, noviembre). *Post-COVID private equity: Thriving in a bifurcated world of opportunity*. Recuperado 23 de enero de 2022, de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ch/Documents/finance/deloitte-ch-post-covid-private-equity-brochure-updated.pdf>

EY. (2018, 26 abril). *¿Cómo puede el capital privado crear un nuevo valor?* Ernst and Young. https://www.ey.com/es_hn/growth/how-can-private-equity-create-new-value

Corporate Finance Institute. (2019, 25 octubre). *Private Equity Transaction Timeline*. Recuperado 17 de enero de 2022, de <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/private-equity-transaction-timeline/>

Fernández, A. I. (2018). *Private equity en España. Oportunidades de crecimiento*. Funcas. <https://www.funcas.es/libro/private-equity47em-en-espana-oportunidades-de-crecimiento-octubre-2018/>
Capítulo I: Evolución del venture capital y private equity en España y de su papel sobre la economía española (José Martí Pellón, José Zudaire y Ángela Alférez)

Fernández, A. I. (2018). *Private equity en España. Oportunidades de crecimiento*. Funcas. <https://www.funcas.es/libro/private-equity47em-en-espana-oportunidades-de-crecimiento-octubre-2018/>
Capítulo II: Perspectiva global de futuro del Private Equity (Juan López del Alcázar)

Guía de Negocios en España. (2021, 21 mayo). *II.2.6 Entidades de Inversión Colectiva de tipo Cerrado*. Guide to Business in Spain (ICEX). <https://www.guidetobusinessinspain.com/ii-el-sistema-financiero-espanol/ii-2-6-entidades-de-inversion-colectiva-de-tipo-cerrado/>

Invest Europe. (2021, 17 noviembre). *INVESTING IN EUROPE: PRIVATE EQUITY ACTIVITY H1 2021*. www.investeurope.eu. Recuperado 28 de enero de 2022, de <https://www.investeurope.eu/news->

[opinion/publicationsd/?keyword=H1%202021%20European%20Private%20Equity%20Activity](https://www.funcas.es/opinion/publicationsd/?keyword=H1%202021%20European%20Private%20Equity%20Activity)

Lazard & Impala Capital Partners. (2007). *Folleto Informativo Valdivia LBO II*. Lazard.

Mañueco, P., & Peña, I. (2018, mayo). *La financiación en proyectos de capital riesgo*.

Funcas. Recuperado 5 de enero de 2022, de https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/264art05.pdf

Redondo, R., Cuervo-Arango, C., & Recondo, M. (2020). *Capital riesgo y crisis Covid-19. Encuesta 2020*. INCARI.

<https://www.recari.es/descarga/ancr/EncuestaCRCovid.pdf>

Wolters Kluwer. (2015). *Régimen fiscal especial para las entidades de capital riesgo*.

Recuperado 2 de febrero de 2022, de

https://guiasjuridicas.wolterskluwer.es/Content/Documento.aspx?params=H4sIAAAAAAEAMtMSbF1jTAAASNTUyNLtbLUouLM_DxbIwMDS0NDQ3OQQGZapUt-ckhlQaptWmJOcSoAnUhZjDUAAAA=WKE