



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ADQUISICIONES MINORITARIAS POR PARTE DE FONDOS DE CAPITAL RIESGO EN COMPAÑÍAS COTIZADAS: ¿NUEVA VÍA DE ACTIVIDAD?

Basado en el caso de la adquisición de Abertis Infraestructuras por
CVC Capital Partners

Autor: Sandra Ybarra Zavala
Director: Rocío Saenz-Díez Rojas

Madrid
Marzo 2015

Sandra
Ybarra
Zavala

**ADQUISICIONES MINORITARIAS POR PARTE DE FONDOS DE CAPITAL RIESGO EN
COMPAÑÍAS COTIZADAS: ¿NUEVA VÍA DE ACTIVIDAD?**



Resumen

Este trabajo de investigación analiza las adquisiciones minoritarias en compañías cotizadas por parte de fondos de capital riesgo. Se trata de una transacción poco habitual en el sector, dado que tradicionalmente se busca lograr el control de la sociedad participada, y por ello resulta interesante estudiar si las inversiones de este tipo podrían considerarse una nueva vía de actividad para el sector capital riesgo. Para poder llegar a una conclusión se ha analizado la compra de Abertis Infraestructuras por CVC Capital Partners utilizando el método del caso. Tras el análisis se concluye que éste tipo de operaciones no son fáciles de llevar a cabo puesto que, para que sea exitosa, deberían darse según el caso estudiado los siguientes elementos: (i) poder endeudar la sociedad vehículo adquirente de la participación, (ii) poder influir en la gestión (con el apoyo de accionistas mayoritarios), (iii) realizar una estrategia enfocada a crear valor y (iv) realizar una desinversión a un buen precio. El trabajo concluye afirmando que no es una transacción lo suficientemente atractiva para que se pueda considerar una nueva vía de actuación en el sector y que, en el caso de que se produzcan este tipo de operaciones, será necesario que se den las características expuestas para que pueda realizarse con éxito.

Palabras clave: Adquisiciones minoritarias, compañías cotizadas, fondo capital riesgo, sociedad participada, Abertis Infraestructuras, CVC Capital Partners.

Abstract

This paper analyses minority acquisitions in listed companies by private equity funds. Normally a private equity invests acquiring control of the company, therefore this kind of transaction is quite peculiar and it is interesting to study if it could be a new avenue for the sector's activity. In order to reach a conclusion we analyzed CVC Capital Partner's acquisition of a minority stake in Abertis Infraestructuras by using the case study method. After conducting the analysis it has been concluded that these type of transactions aren't easy to perform as, in

order to be successful, the next elements should take place as the case study has resolved: (i) leverage the special purpose company, (ii) ability to influence the management of the company (with the support of majority shareholders), (iii) conduct a strategy that enables to create value and (iv) exit the company at an attractive price. The paper concludes asserting that it is not an attractive transaction to be considered as a new avenue for private equity funds activity and, in case they take place, it would be necessary to carry out the transaction with the presence of the afore said elements in order to be successful.

Key words: Minority acquisitions, listed companies, private equity, partially-held company, Abertis Infraestructuras, CVC Capital Partners.

Índice

I.	Introducción	1
a)	Capital riesgo en España	2
b)	Justificación del interés de la cuestión	3
c)	Objetivos del trabajo.....	4
d)	Metodología.....	5
i.	Método del caso	6
ii.	Entrevista en profundidad	8
e)	Estructura	9
II.	Revisión teórica del marco conceptual y las principales aportaciones de la cuestión.....	11
a)	¿Qué es un fondo de capital riesgo? Introducción	11
i.	Concepto legal	11
ii.	Definición	11
b)	Tipos de inversión y transacciones.....	13
i.	Leveraged Buy-out (LBO)	14
ii.	Reorientación	16
iii.	Semilla (seed)	16
iv.	Arranque (Start-up)	17
v.	Otras fases iniciales	17
vi.	Expansión	17
vii.	Sustitución.....	17
viii.	Refinanciación de deuda.....	18
c)	Capital riesgo en el mundo y en España	18
d)	Perspectivas para 2015	22
e)	Ventajas y desventajas del capital riesgo.....	23
f)	¿Qué es la Tasa Interna de Retorno? (TIR)	26
III.	Análisis de la adquisición minoritaria por CVC Capital Partners de Abertis Infraestructuras	27
a)	Trabajo de campo y recopilación de información	27
b)	Análisis de la operación: entrada de CVC en el accionariado de la compañía	28
i.	Breve descripción de Abertis.....	28
ii.	Breve descripción de CVC Capital Partners.....	29

iii.	Transacción Agosto 2010.....	30
iv.	Estructura de la operación	33
c)	Actividad corporativa de Abertis desde la entrada de CVC	40
i.	Actividad corporativa previa a la entrada de CVC	40
ii.	Cambio de estrategia: ¿pudo influir la entrada de CVC?	42
d)	Análisis del valor de la inversión.....	53
e)	La salida de CVC y el futuro de Abertis	55
IV.	Resultados y Conclusiones	57
V.	Bibliografía.....	59
a)	Libros y artículos científicos	59
b)	Informes y análisis profesionales.....	60
c)	Recursos informáticos	61
d)	Recursos legales	64
VI.	Anexos	65
a)	Anexo I	65
i.	Entrevistado: Enrique Salamero, Director en AZ Capital.....	65
b)	Anexo II	68
i.	Entrevistado: Javier Juliá, Director en AZ Capital	68
c)	Anexo III	73
i.	Entrevistado: Jorge Luis, Asociado en AZ Capital	73
d)	Anexo IV.....	77
i.	Calculo de la TIR.....	77

Índice de gráficas

Gráfico 1 - Evolución del volumen de inversión y de la captación de fondos en el sector capital riesgo desde 2005	2
Gráfico 2 - Ciclo de vida de la empresa	14
Gráfico 3 - Inversión por fase de desarrollo en España en 2013.....	18
Gráfico 4 - Volumen de Inversión en Estados Unidos	19
Gráfico 5 - Evolución del volumen de inversión y de la captación de fondos en el sector capital riesgo desde 2005	21
Gráfico 6 - Ingresos por línea de negocio	29
Gráfico 7 - EBITDA por línea de negocio	29
Gráfico 8 - Ingresos por geografía.....	29
Gráfico 9 - EBITDA por geografía	29

Índice de ilustraciones

Ilustración 1 - Explicación gráfica del intercambio de recursos entre fondo de capital riesgo y empresa participada	12
Ilustración 2 - Ventajas de los fondos de capital riesgo	25
Ilustración 3 - Estructura del accionariado en la transacción.....	31
Ilustración 4 - Línea del tiempo con inversiones de Abertis hasta 2010	41
Ilustración 5 - Inversiones y desinversiones desde 2011	43
Ilustración 6 - Composición del Consejo de Administración en el año 2009 ..	48
Ilustración 7 - Composición del Consejo de Administración en el año 2014 ..	48

Índice de tablas

Tabla 1 - Comprobación de la existencia de elementos típicos de una compra apalancada.....	34
Tabla 2 - Comprobación de idoneidad de la compañía para ser adquirido a través de una compra apalancada	36
Tabla 3 - Cálculo de la tasa interna de retorno de la inversión realizada por CVC en Abertis Infraestructuras.....	54

I. Introducción

Tradicionalmente el sector capital riesgo a la hora de invertir en empresas cotizadas adquiere la mayoría suficiente para lograr el control y excluirla de cotización. En otras ocasiones participa, como accionista minoritario, en una ampliación de capital para otorgar financiación a la compañía que no logra obtenerla del mercado. Sin embargo, no es habitual una adquisición minoritaria sin que se den estas características y que no se pueda ejercer el control. Este es el caso de la compra por parte de CVC en 2010 de una participación minoritaria en Abertis Infraestructuras. Se trata de un caso único en España y el segundo en Europa tras la adquisición por parte de Blackstone de un 4,5% en Deutsche Telekom, siendo la única comparable.

En su momento, la adquisición de Deutsche Telekom en 2006 se vio como una nueva vía de actividad para los *private equity* a través de inversiones minoritarias¹. Sin embargo, la salida del fondo de la compañía no fue ningún éxito por lo que hasta ahora no se ha vuelto a ver una transacción parecida.

La crisis financiera ha provocado que, durante estos últimos años, además de reducirse el volumen de operaciones, los fondos de capital riesgo en España se especialicen menos en realizar sólo un tipo de transacciones concretas y realicen transacciones propias de otros tipos de fondo (fondos que por ejemplo estaban más enfocados en *private equity* puro han realizado operaciones de situaciones especiales). No obstante, las adquisiciones minoritarias en compañías cotizadas no habían entrado aún en el amplio abanico de posibilidades de actividad del sector.

Por ello resulta interesante estudiar, teniendo en consideración la coyuntura económica que se ha dado desde el 2008, si la salida que está llevando a cabo CVC de Abertis le va a proporcionar un retorno elevado y dentro de los rangos que, por norma general, exige un *private equity*.

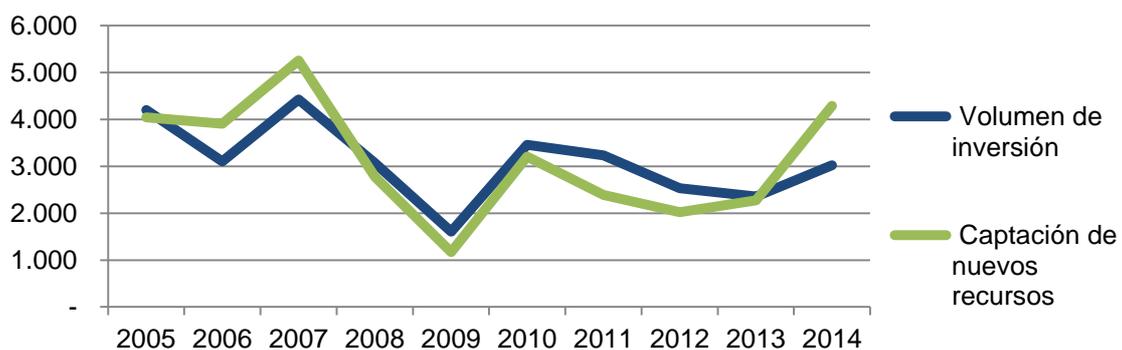
¹ Wall Street Journal – Noticia ‘Blackstone’s Man at Deutsche Telekom Changes Role at Buyout Firm’, 22 de febrero 2010

a) Capital riesgo en España

A lo largo de la última década en España el sector capital riesgo ha evolucionado mucho. En un primer momento disfrutaron de la gran liquidez y oferta de deuda que permitían los tipos de interés, la llegada de importantes fondos internacionales y el establecimiento de un amplio número de asesores e intermediarios de inversión que permitieron el desarrollo de los grandes *Buyouts*. Sin embargo, a partir del 2008 vivieron la llegada de la crisis donde tuvieron que adaptarse a las restricciones de crédito llegando a tocar fondo en el año 2009 (Salas de la Hera, 2014).

Después de cinco años de crisis, tras el anuncio de datos macroeconómicos positivos (llegada de un mayor número de inversores internacionales, aumento de las exportaciones, mejores previsiones de crecimiento de PIB, aumento del consumo doméstico, reducción de la prima de riesgo) y el lanzamiento de la iniciativa Fond-ICO Global parece que el sector comienza a recuperarse. El pasado año 2014 puede considerarse un punto de inflexión en la reactivación del sector capital riesgo:

Gráfico 1 (millones de euros)



Fuente: basado en datos de ASCRI

En el año 2010 el sector experimentó una recuperación puntual en volumen de inversión principalmente por la operación objeto de estudio en este trabajo²,

² Mencionado en los datos estadísticos del año 2010 elaborado por ASCRI

la adquisición por CVC Capital Partners (de ahora en adelante “CVC”) de una participación minoritaria (15,6%) en Abertis Infraestructuras (de ahora en adelante “Abertis” o la “Compañía”). Un capital riesgo busca invertir en empresas con oportunidad de crecimiento adquiriendo una participación mayoritaria que le permita gestionarla y crear valor. CVC no logra adquirir el control de la compañía, a pesar de que era su intención en un primer momento como mencionan diversos informes de analistas³, y hechos relevantes comunicados a la CNMV⁴. Por ello se trata de una transacción que no encaja del todo dentro de las operaciones típicas del sector *private equity* y merece atención analizar si operaciones de este tipo pueden tener éxito pasando a formar parte de la actividad habitual de los fondos de capital riesgo a raíz de este caso.

b) Justificación del interés de la cuestión

El sector capital riesgo invierte en empresas en todas sus fases de desarrollo, desde sus comienzos para ayudarlas a impulsar su crecimiento hasta en fases de madurez donde haya oportunidades de relanzamiento o de desbloquear valor para los accionistas. Habitualmente apuesta por adquirir el control de las mismas, bien mediante la compra de la mayoría de acciones o bien teniendo la gran parte de los derechos de voto. Sin embargo, es cierto que algunos fondos adquieren minorías en ampliaciones de capital de empresas con problemas de financiación en el mercado. El caso que nos interesa no encaja con las transacciones típicas del sector capital riesgo en varios elementos:

- Abertis Infraestructuras es una compañía cotizada de aproximadamente 16.000 millones de euros de capitalización bursátil. Un capital riesgo no adquiere compañías cotizadas sin excluirlas de cotización y si lo realiza suele ser para ampliar capital cuando la sociedad tiene problemas de financiación (no es el caso que nos ocupa).

³ Informe analistas Credit Suisse de 23 de agosto de 2010

⁴ Critería comunica a la CNMV en un comunicado con fecha 5 de junio de 2010 que mantiene conversaciones con ACS y CVC para explorar la forma de dar entrada al fondo de capital riesgo en el accionariado de Abertis, se menciona la intención de adquirir el 100% de la compañía.

- Adquiere una minoría sin tener el control y no se trata de una ampliación de capital. Un *private equity* busca poder gestionar la compañía para crear valor y lograr altas rentabilidades al desinvertir.

Si bien es cierto que aparecen otros elementos propios del sector capital riesgo como es la adquisición con una gran proporción de deuda financiera, pero no por ello deja de llamar la atención lo inusual que es su posición en la sociedad cotizada.

Resulta interesante, por tanto, estudiar si las adquisiciones minoritarias en compañías cotizadas por un *private equity* pueden ser rentables basando el análisis en el caso de CVC y Abertis. Para ello es necesario analizar cuál puede ser el razón que empuja a CVC a realizar una transacción de esta envergadura (1.700 millones de euros) por una minoría en una compañía cotizada como es Abertis y comprobar si dicha transacción le ha otorgado una rentabilidad suficiente en estos 5 años de inversión. De esta manera se intentará justificar si el sector capital riesgo podría apostar por realizar transacciones de este tipo saliéndose de su tradicional forma de actuar.

c) Objetivos del trabajo

A lo largo de este trabajo de investigación académica se pretende analizar, como ya se ha expuesto, si las adquisiciones minoritarias, a través de una sociedad vehículo, en compañías cotizadas por parte de fondos de capital riesgo, siendo inusuales, pueden ser exitosas.

Para ello se analiza la transacción mencionada teniendo en cuenta el comportamiento de la compañía desde 2010 para observar la influencia que CVC ha podido tener en las decisiones corporativas de Abertis, la estructura de la compra, el encaje teórico de la transacción en la actividad del sector y el cálculo de la rentabilidad obtenida a día de hoy (TIR). Por lo tanto se pueden establecer los objetivos de la siguiente manera:

1. Estudiar si la adquisición encaja dentro de las transacciones típicas de un

capital riesgo

2. Comprobar si CVC ha podido influir en la gestión de Abertis con solo una participación del 15.55%
3. Analizar el valor de la inversión a través del cálculo de la tasa interna de retorno (TIR) para comprobar la rentabilidad que está obteniendo el fondo en el proceso de desinversión que está llevando a cabo
4. Examinar si, con todo lo anterior, las adquisiciones minoritarias por parte de fondos de capital riesgo pueden ser exitosas.

d) Metodología

Para cumplir con los objetivos fijados en el estudio se han utilizado principalmente como herramientas de investigación métodos cualitativos, como son el método del caso y entrevistas en profundidad, aunque también se han empleado técnicas cuantitativas como el cálculo de la TIR de la inversión

En primer lugar se ha realizado una revisión sistemática de fuentes reuniendo los datos existentes sobre el caso objeto de estudio. Por tanto, empleando una técnica de análisis documental, se han revisado las memorias anuales de la compañía, los hechos relevantes publicados en la CNMV, los informes de analistas publicados por las grandes casas de inversión y las noticias en medios de comunicación financieros relevantes. Se trata de una técnica inductiva, es decir, recogida de datos, análisis de los mismos y formulación de la conclusión. Además se ha procedido, mediante entrevistas en profundidad con profesionales del sector que hayan participado o vivido de cerca dicha transacción, a recoger información sobre la opinión de expertos sobre la operación y sus características.

Por otro lado, para poder centrar la investigación, se ha revisado la bibliografía teórica existente sobre el sector capital riesgo y su actividad en el mercado (concepto, tipos de transacciones y situación del sector entre otros). De esta manera se ha analizado el caso con la mayor objetividad posible realizando una comparación entre la teoría y las características de la transacción.

Asimismo, se ha tratado de llegar a la conclusión de si CVC ha podido influir en la gestión de Abertis desde 2010 observando el comportamiento de la compañía desde la entrada del accionista. Por último, se ha realizado una valoración técnica a través de una herramienta cuantitativa con el cálculo de la tasa interna de retorno que teóricamente obtendría CVC a día de hoy, de esta forma se analiza si la transacción con sus peculiaridades ha sido exitosa o no.

i. Método del caso

Peña (2009) define el método del caso como *“una investigación empírica que se aplica a un fenómeno contemporáneo dentro de su contexto real de la vida social, en donde los límites entre el fenómeno y el contexto del entorno no son claramente visibles, y en donde se propicia la utilización de distintas fuentes de evidencia, distintas miradas y disciplinas afines”*.

Otra definición sería la aportada por Yin (1993) en la que explica el análisis del caso como la investigación de un fenómeno actual estudiándolo en su contexto real en el que no están claras las fronteras entre el fenómeno y el contexto. Es posible identificar distintos tipos de análisis del caso según el autor: exploratorio (se suelen utilizar como preludeo a un estudio sociológico), explicativo (en el caso de investigaciones causales) y descriptivo (son los casos en los que es necesario una gran aplicación de teoría antes de desarrollar el caso).

Para Eisenhardt (1989) se trata de una estrategia de investigación que se centra en el entendimiento de los elementos presentes en un escenario concreto. Explica que en el análisis del caso es típico combinar métodos de recopilación de información como revisar archivos, entrevistas, encuestas y métodos de observación. Estos pueden ser cualitativos, cuantitativos o ambos. En el caso que nos ocupa ya se ha explicado que revisaremos los informes y presentaciones de la compañía, se realizarán entrevistas en profundidad y observaremos la trayectoria de la compañía desde la entrada del fondo de capital riesgo. Sin embargo, realizar encuestas no resultaba apropiado para lograr los objetivos establecidos en el estudio. El trabajo de investigación está basado en

un único caso que, como explica el autor, tiene limitaciones a la hora de generalizar, pero resulta especialmente pertinente para la explicación de casos extremos y únicos.

El método del caso es muy útil en situaciones en las que es necesario responder a las preguntas de cómo y por qué de determinados eventos (Leonard-Barton, 1990) y además se trata de un análisis desde múltiples perspectivas puesto que se tiene en cuenta no solo las circunstancias de los actores sino también las del grupo relevante que interactúa con ellos (Tellis, 1997).

Para llevar a cabo un análisis del caso se debe realizar los siguientes pasos según Yin (1994):

1. Diseñar el caso objeto de estudio
2. Conducir el caso objeto de estudio: preparación para revisión de información disponible, distribuir cuestionarios, realizar entrevistas
3. Analizar los elementos y la evidencia del caso objeto de estudio: estrategia de análisis
4. Desarrollar las conclusiones e implicaciones

Siguiendo esta metodología marcada por el autor se ha seleccionado un caso relevante y único en España para analizar las adquisiciones minoritarias por los fondos de capital riesgo en compañías cotizadas. Se ha revisado la información disponible y pública sobre la transacción y los actores del caso; y también se han llevado a cabo entrevistas con preguntas relevantes para poder entender los elementos menos claros de la adquisición. Por último se ha realizado un análisis de la rentabilidad obtenida por el *private equity* que, junto con la información anterior, ha permitido llegar a una conclusión sobre la conveniencia de adquisiciones minoritarias del mismo tipo en el sector.

Finalmente, el análisis de un caso es necesario para poder cumplir los objetivos establecidos debido a que la demostración de la conveniencia o no de adquisiciones minoritarias en sociedades cotizadas no es posible sin basarse en un contexto real y actual. Asimismo, no sería posible utilizar métodos

estadísticos para poder formar una teoría sobre la cuestión como consecuencia de la escasez de casos similares comparables. Es idóneo dada la importancia de observar una transacción en el mercado con dichas características para, junto al marco teórico existente, poder llegar a una conclusión fundamentada y válida. De esta forma nos situaríamos antes un análisis del caso que, a través de una metodología inductiva, trata de generar una teoría (Eisenhardt, 1989).

ii. Entrevista en profundidad

Peón (2001) define la entrevista en profundidad como el proceso de transmisión de información hacia el entrevistador por parte de un entrevistado al darse una interacción entre personas. Considera que se constituye como una alternativa válida a las elaboraciones estadísticas en una investigación.

Para Ruiz Olabuénaga (2012) se trata de una herramienta de obtención de información a través de una conversación profesional con una o varias personas con el fin de obtener información para una investigación. Continúa explicando que *“implica siempre un proceso de comunicación, en el transcurso del cual, ambos actores, entrevistador y entrevistado, pueden influirse mutuamente, tanto consciente como inconscientemente”*. Es una herramienta para lograr obtener la definición personal del entrevistado sobre el objeto de estudio.

Según Bigné et al (2000) la entrevista en profundidad es una técnica que facilita la obtención de información primaria a la hora de realizar una investigación cualitativa. Es un método útil para la obtención de información de profesionales y expertos sobre una cuestión en concreto.

En este trabajo se recurre a la entrevista en profundidad individual, es decir, se realiza una conversación individualizada con un entrevistado cada vez, pero no impide que se realicen numerosas entrevistas a individuos (Ruiz Olabuénaga, 2012). Se utilizan preguntas tanto abiertas (permiten que el entrevistado se exprese con libertad) como cerradas (procuran verificar datos y afirmaciones). Se ha conseguido reunir a tres expertos del sector de la banca de inversión, Enrique Salamero (Director en AZ Capital), Javier Juliá (Director en AZ Capital) y Jorge Luis (Asociado en AZ Capital), asesores de Abertis en múltiples

operaciones, a los que se les ha realizado nueve preguntas sobre el caso (véase anexos I-III).

A pesar de la posible subjetividad que se desprende de éste método cualitativo se justifica la idoneidad de esta técnica por la concurrencia de los siguientes elementos:

- Permite la obtención de manera flexible de información sobre los aspectos más interesantes y cruciales del caso. Por ello se han realizado preguntas que abarcan los elementos más discutibles y que permiten múltiples opiniones sobre la transacción.
- Es un método adecuado para tratar temas complejos cuando se realizan a profesionales del sector. Asimismo permite profundizar más en el caso objeto de estudio. En esta ocasión se trata de una adquisición en la que, por la información pública disponible, no es posible esclarecer diversos aspectos fundamentales para formar una conclusión válida. Las entrevistas se han realizado a los asesores de la compañía de forma que la información proporcionada por los entrevistados es apropiada y útil para aclarar el problema principal.

Antes de proceder a realizar las entrevistas se han identificado los elementos que más dificultades causaban para entender en profundidad la cuestión. Una vez realizado este paso se ha reflexionado sobre qué expertos del sector podrían tener un mayor conocimiento sobre los elementos objeto de estudio. Al identificar los futuros entrevistados se han diseñado las preguntas pertinentes (nueve en total) para poder entender suficientemente los elementos señalados en el primer paso. Finalmente se ha concertado la entrevista (de siete identificados solo tres han accedido), se han planteado las preguntas y se ha procedido a registrar las respuestas de cada entrevistado (véase anexos I-III).

e) Estructura

El trabajo se divide en tres partes, además de la introducción. En primer lugar se incluye un capítulo en el que se realiza una revisión teórica sobre la

cuestión, haciendo énfasis en el concepto de capital riesgo, su actividad, tipo de operaciones y el concepto de tasa interna de retorno o TIR. También se realiza un breve resumen de la historia reciente del sector en España.

En una segunda parte se pasa a estudiar el caso objeto de estudio con el que se pretende analizar si las inversiones minoritarias en compañías cotizadas pueden tener éxito o no. El capítulo contiene cinco apartados en los que se recoge (i) el trabajo de campo realizado, (ii) un análisis de la transacción (realizando una breve descripción del fondo de capital riesgo, de la compañía y de la estructura de la transacción con las similitudes y diferencias de la misma con respecto a la actividad propia de un capital riesgo), (iii) la actividad corporativa de Abertis desde la entrada de CVC y su posible influencia, (iv) el análisis del valor de la inversión y (v) la futura trayectoria de la compañía tras la salida del fondo.

Por último se encuentra el capítulo de conclusiones donde se exponen las respuestas obtenidas con los análisis realizados en el estudio del caso.

II. Revisión teórica del marco conceptual y las principales aportaciones de la cuestión

a) ¿Qué es un fondo de capital riesgo? Introducción

i. Concepto legal

Atendiendo al artículo 3 y 4 de la ley 22/2014 de 12 de noviembre de 2014 podemos definir el capital riesgo 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”* entendiéndose por entidad de inversión de tipo cerrado *“aquellas entidades de inversión colectiva que, careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida.”*

ii. Definición

Barthel et al (2012) definen el capital riesgo como:

“[e]l Capital Riesgo pretende la inversión en el capital de compañías no cotizadas con elevado potencial de crecimiento a medio-largo plazo. Esta inyección de capital se complementa con un valor añadido: asesoramiento ante problemas concretos, credibilidad frente a terceros, profesionalización de los equipos directivos, apertura a nuevos enfoques del negocio, experiencia en otros sectores, mercados o negocios, etc.”

Menciona que el objetivo de dicha inversión es poder sacar una plusvalía a medio-largo plazo tras lograr que la compañía crezca y sea revalorizada. Es importante el papel del capital riesgo puesto que *“aporta financiación estable y liquidez a empresas que no tienen acceso al mercado de valores, incluyendo empresas de nueva creación, empresas en expansión o empresas maduras.”*

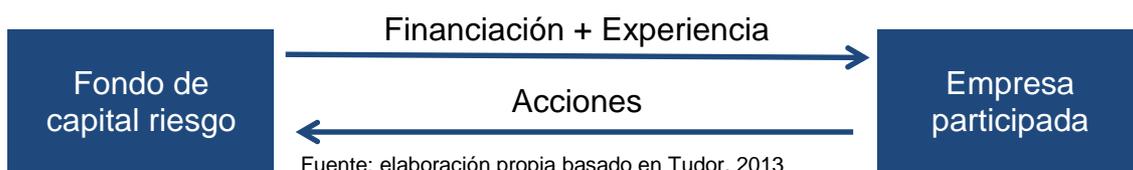
Otra definición es la aportada por Álvarez et al (2011) que definen el capital

riesgo como “aquellas transacciones por las que un grupo de inversores proporciona financiación en forma de capital a determinadas compañías mediante un proceso de negociación privado (...) a través de fondos o sociedades no cotizadas que son gestionadas por instituciones especializadas.”

El capital riesgo es una forma alternativa de financiar empresas, al margen de los métodos clásicos (préstamos bancarios y bonos), que se realiza a cambio de una participación en la compañía. En momentos en los que el crédito bancario es escaso para empresas que no tienen acceso al mercado de valores el capital riesgo es fundamental puesto que se convierte casi en la única alternativa para financiarse (Barthel et al, 2012). Esta financiación la llevan a cabo inversores a través del fondo gestionado por una institución especializada que se interesa en invertir en compañías ofreciendo estos últimos su experiencia para incrementar el valor de la misma. Es decir, un capital riesgo ofrece a inversores la oportunidad de invertir en empresas, privadas o públicas (éste último caso tiene sus particularidades que se explicarán más adelante), crear valor en ellas y beneficiarse del posible éxito de la misma.

La entidad especializada decide en qué empresas invertir los recursos y “participan de forma directa o indirecta en su gestión” (Álvarez et al, 2011). Los principales inversores de los fondos de capital riesgo son (a) instituciones tales como bancos, aseguradoras y planes de pensiones, (b) empresas, (c) individuos y (d) organizaciones con y sin ánimo de lucro como asociaciones y fundaciones (Demaria, 2013; Tudor, 2013). Se podría decir que el papel del *private equity* es incrementar el rendimiento de la compañía para poder obtener una rentabilidad en la inversión.

Ilustración 1



Los inversores son recompensados con los dividendos que reciben y

vendiendo sus paquetes de acciones a precio superior del que pagaron al adquirir la compañía. La diferencia de precio se debe a la creación de valor resultante de la participación de los inversores en la actividad de la empresa. En definitiva, después de finalizar el horizonte temporal de inversión (normalmente en torno a los 5 años) los inversores buscarán “su salida de la empresa para materializar los rendimientos obtenidos y revertir el flujo de fondos hacia los proveedores” (Álvarez et al, 2011). Este proceso de salida de la compañía se llama desinversión (tradicionalmente buscando obtener una TIR del 20%) y existen varios métodos para realizarlo:

- Venta de la participación a un inversor estratégico o financiero
- Realizar una Oferta Pública Inicial o IPO (*Initial Public Offer*) de las acciones de la compañía
- Una recompra de acciones por parte de la empresa

Los fondos tienen normalmente una vida de diez años, con una posible extensión de dos o tres años. Esta vida se divide en dos periodos, el primero de inversión (los primeros 5 años con la posibilidad de extensión otro año) y el segundo periodo de desinversión (los últimos 5 años con la posibilidad de otro año más) (Demaria, 2013).

b) Tipos de inversión y transacciones

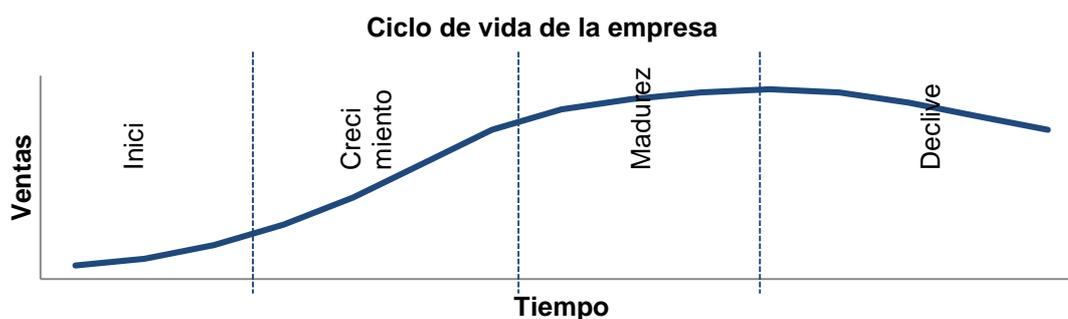
Conviene señalar que puede distinguirse entre *venture capital* y *private equity* según el tipo de transacciones que realicen. El primero se caracteriza por ser operaciones en compañías que están en fases tempranas de desarrollo, normalmente es una participación temporal y minoritaria según Martí Pellón (2012), en las que se aporta capital semilla para ayudarlas a iniciar su actividad empresarial (ver *infra*) o financiarlas para impulsar su crecimiento y desarrollo. El inversor busca materializar su rentabilidad cuando la compañía se desarrolle y crezca⁵. El segundo, en cambio, suele realizar operaciones en compañías maduras, son participaciones temporales (aunque no siempre) y puede ser

⁵ SPRAGUE, Carolyn. 2008. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Research Starters Business (Online Edition)

minoritaria o mayoritaria (preferiblemente se adquiere el control de la compañía) (Martí Pellón, 2012). Fraser-Sampson (2010) afirma que un *private equity* a diferencia del *venture capital* busca siempre ostentar el control, bien teniendo la mayoría de acciones o bien la mayoría de los derechos de voto de la participada.

Fraser-Sampson (2010), realiza una diferenciación entre *Buyout*, *Growth Capital*, *Development Capital* y *Venture Capital*. Si nos imaginamos el ciclo de vida de una empresa el *venture capital* entraría a invertir en el inicio de vida de la misma, *growth capital* financiaría la fase de crecimiento y *buyout* y *development capital* entrarían ya en la fase de madurez.

Gráfico 2



Fuente: elaboración propia basado en datos de Fraser-Sampson (2010)

Álvarez et al (2011) clasifican los tipos de capital riesgo en adquisición con apalancamiento o *Leverage Buy-out*, reorientación, expansión, semilla, arranque, otras fases iniciales, sustitución y refinanciación deuda:

i. Leveraged Buy-out (LBO)

Se trata de financiar la adquisición con una gran proporción de deuda (tradicionalmente un 60-70%) y el resto con capital aportado por el fondo (Rosenbaum et al, 2009). Como explican los autores Álvarez et al (2011) “una parte sustancial del precio de la operación es financiada con recursos ajenos, en parte garantizados por los propios activos de la empresa adquirida, y con instrumentos que están a medio camino entre los recursos propios y ajenos

(financiación de entresuelo)”. Es habitual que se den estos tipos de compras apalancadas:

- *Management Buy-Out* o MBO, dónde los artífices de la adquisición son los directivos de la compañía.
- *Management Buy-In* o MBI, dónde los adquirentes son los directivos de otra compañía similar.
- *Buy-In Management Buy-Out* o BIMBO, combinación de las dos anteriores puesto que los adquirentes son tanto directivos de la compañía como de otra similar.
- *Leverge Build-Up* o LBU, que está estructurado para comprar una compañía como plataforma para adquirir otras de forma que se pueda consolidar en el sector y convertirse en empresa líder del mismo (Demaria, 2013).

Manzano (2007) explica que a través del adquirente se realiza el apalancamiento, o en una primera fase, a través del fondo de capital riesgo encargado de gestionar y llevar a cabo la transacción. En una segunda fase, sobre todo cuando la participada es una sociedad no cotizada, será ésta quién asuma todo el endeudamiento. A medida que llega el final del horizonte de inversión, disminuye la deuda variando la estructura de capital de la empresa incrementando la proporción de fondos propios. El principal e intereses de la deuda se repagarán con los flujos de caja generados por la empresa.

En un *buyout* están presentes normalmente los siguientes elementos (Fraser-Sampson, 2010) que nos servirán para analizar el caso del estudio:

- Empresas de un gran tamaño
- Se utiliza deuda bancaria
- Generalmente empresas maduras
- Crucial el nivel de flujos de caja de la sociedad
- En verdaderos *buyouts* el control de la empresa está siempre presente (minorías es muy poco habitual, solo por ejemplo en casos en los que la legislación no admita que accionistas extranjeros tengan el control de empresas locales o no admita tales niveles de

endeudamiento) (Demaria, 2013).

Según Lerner (2011) estos elementos permiten a los fondos de capital riesgo crear valor en la empresa objeto del LBO.

También es importante identificar las características que debe tener una empresa para ser una buena oportunidad de inversión para una compra apalancada. Varios autores identifican las características siguientes (López Iturriaga et al, 1993; Martí Pellón, 2012, Rosebaum et al, 2009):

- Tesorería y flujos de caja estables
- Una buena dirección y gerencia
- Buena cuota de mercado
- Productos consolidados en el mercado
- Existe una oportunidad real de crecimiento
- Poco apalancada
- Exigencia baja de inversión en activos fijos (*Capital expenditure*)
- Tiene activos prescindibles para la venta
- Cuando se trata de una compañía cotizada suelen ser buenos objetivos de LBO en el caso de que este infravalorada por el mercado y se reconozcan oportunidades de crecimiento y eficiencia que no han sido explotados por la dirección actual de la compañía.

Demaria (2013) añade que además son interesantes las empresas con problemas entre los propietarios por asuntos hereditarios, divorcios o salida de algún copropietario.

ii. Reorientación

El fondo de capital riesgo aporta recursos financieros a una empresa con dificultades financieras de manera que le ayuda a reflotar.

iii. Semilla (seed)

Caso en el que la aportación de recursos se realiza con anterioridad a la

decisión de producción masiva. Los objetivos típicos de este tipo de financiación son diseño del producto, investigación y desarrollo, prototipos, etc. Existe un riesgo tecnológico y comercial por lo que hay pocos inversores que realicen este tipo de operaciones (Martí Pellón, 2012).

iv. Arranque (Start-up)

Se trata, como definen Álvarez et al (2011), de aportar *“financiación para el desarrollo inicial y primera comercialización del producto o servicio de empresas de reciente creación”*. A diferencia de la fase semilla, la empresa ya tiene un producto definido y la financiación está enfocada en impulsar la fabricación masiva (Martí Pellón, 2012).

v. Otras fases iniciales

Según Álvarez et al (2011) se trata de *“recursos para cubrir el desfase de tesorería en empresas de reciente creación que no han alcanzado el punto muerto.”*

vi. Expansión

El inversor aporta financiación a empresas que ya obtienen beneficios en alguna de sus líneas de negocio buscando el crecimiento de la misma. Suele realizarse a través de ampliaciones de capital (Martí Pellón, 2012) y los fondos invertidos tienen el objetivo de adquirir nuevos activos fijos, expandirse a nuevos mercados y aumentar el activo circulante entre otros.

vii. Sustitución

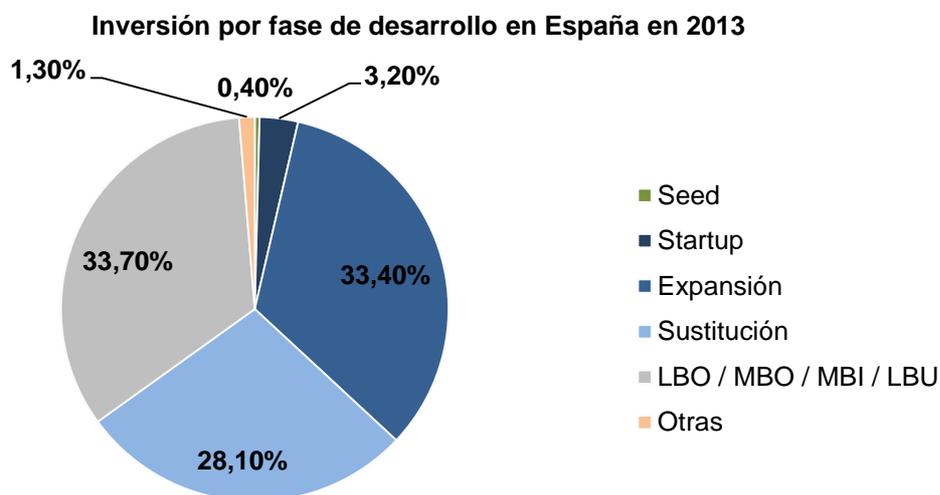
El fondo de capital riesgo adquiere las acciones de una empresa sustituyendo a un inversor anterior (puede ser otro capital riesgo). Es habitual que se realice una inversión en expansión después de la sustitución. Es una operación que se realiza con frecuencia en empresas familiares en los que se

dan conflictos entre los accionistas y es una oportunidad de profesionalizar la compañía (Martí Pellón, 2012).

viii. Refinanciación de deuda

Se realiza una refinanciación mediante el aumento de recursos propios sustituyendo la deuda existente en la empresa. De esta forma se reduce el nivel de apalancamiento de la misma.

Gráfico 3



Fuente: elaboración propia basado en datos de ASCRI

Álvarez et al (2011) argumentan que los capital riesgo son muy importantes a la hora de fomentar “*el desarrollo de empresas innovadoras o de elevado crecimiento*”. De esta manera las empresas que reciben recursos por parte de los *private equity* crearán empleo y crecimiento al desarrollar todo su potencial.

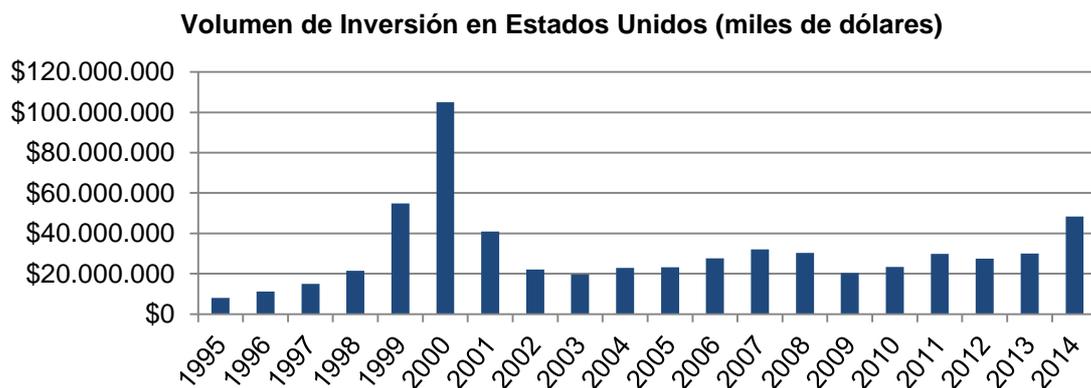
c) Capital riesgo en el mundo y en España

Demaria (2013) expone que la aparición de los *private equity* como una herramienta financiera dinámica necesitaba de tres elementos, un escenario

social, legal y fiscal favorable, recursos humanos adecuados y capital suficiente. Estos elementos se fueron desarrollando hasta llegar al nivel de profesionalidad y formalismo que caracterizan el concepto de capital riesgo que conocemos hoy en día que se ha convertido en un actor importante en la economía global. Aun siendo un invento de Estados Unidos, el modelo de *private equity* se ha extendido a Europa cobrando una gran importancia en los últimos años.

El sector *private equity* vivió un boom con el auge de las empresas tecnológicas, llegando a una recaudación para fondos de capital riesgo de 110 billones de dólares en Estados Unidos. Con el estallido de la “burbuja bursátil” de los valores tecnológicos las cotizaciones se desplomaron y supuso la reducción de inversiones a una décima parte, volviendo a niveles de los años 90 (Álvarez et al, 2011). Las inversiones globales durante los siguientes años hasta 2005 descendieron, volviendo a incrementarse a partir de ese año llegando el sector a su auge en España en el año 2007 con un volumen de inversión de 4.425 millones de euros según la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI). Sin embargo, con la llegada de la crisis durante los siguientes años no logrará volver a alcanzar las cifras de 2007 hasta el año 2014.

Gráfico 4



Fuente: adaptado de NVCA

Habitualmente la mayoría de las empresas participadas eran estadounidenses pero año tras año esto está cambiando.

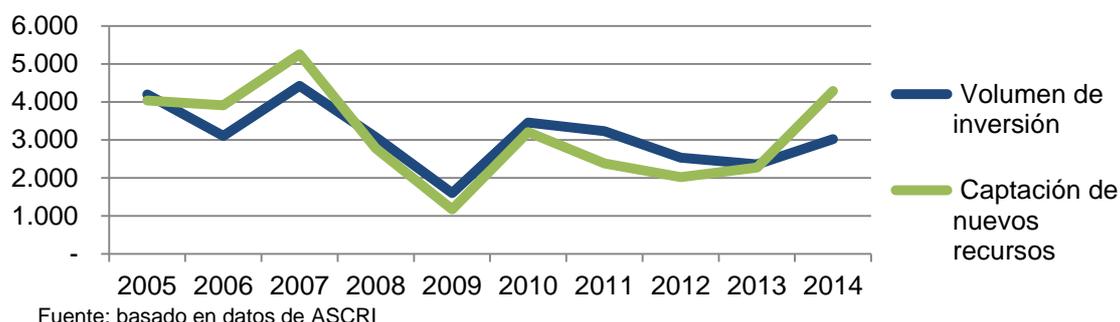
En España el sector capital riesgo apareció con retraso al igual que en Europa. SODIGA (Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia) fue la primera entidad de capital riesgo que se constituyó en nuestro país en 1972 fomentada por el Instituto Nacional de Industria y por las Cajas de Ahorro locales. Durante estos años se daba un fuerte predominio de iniciativa pública en el sector y se caracterizó por la lentitud de arranque del mismo. La gran mayoría de las inversiones se realizaron en empresas que se encontraban en fases de constitución con la intención de fomentar la actividad empresarial de la respectiva Comunidad Autónoma.

No será hasta finales de los ochenta y principios de los noventa cuando la actividad financiera por parte de inversores privados tome la iniciativa y cobre protagonismo por encima del Estado. Durante estos años se dio un enorme crecimiento en el número de fondos de capital riesgo y en la cantidad de recursos disponibles igualándose el sector a la estructura de otros países del entorno.

La década de los noventa en España supuso el periodo de mayor crecimiento del sector en el que se dio un ritmo vertiginoso de captación de fondos que a finales de la década comenzó a descender. Como hemos mencionado *supra* la burbuja bursátil y la crisis de los valores tecnológicos en el año 2000 supuso una desaceleración económica a nivel mundial a lo largo del 2001 y el sector capital riesgo requirió ayudas externas. Con dicha intención la Comisión Europea emitió un comunicado en el que solicitó al Parlamento y al Consejo Europeo que completaran el Plan de Acción del Capital de Riesgo antes de terminar el año 2003.

Hasta el año 2007 el sector evolucionó mucho en España pasando de 96 entidades de capital riesgo a 140 en el año 2006. La iniciativa pública se había ido reduciendo en el sector hasta el punto de llegar a la cifra de un 18% de los registrados en España. Se dio un elevado dinamismo llegando a obtener en 2007 cifras superiores a los 5.000 millones de euros en captación de fondos y superior a los 4.000 millones de euros en volúmenes de inversión (Álvarez et al, 2011).

Gráfico 5 (millones de euros)



Sin embargo, con la llegada de la crisis el sector capital riesgo se vio duramente golpeado llegando en el año 2009 a mínimos conocido como “el año negro del sector”⁶ (véase gráfico 1.1). Éste último año 2014 se ha podido observar una recuperación de la industria volviendo a alcanzar cifras de los años pre-crisis como apunta la ASCRI:

- Tanto el volumen de inversión como la captación de nuevos recursos en 2014 volvieron a alcanzar las cifras habituales que se observaban en la época anterior a la crisis, superando en el caso del volumen de inversión los 3.000 millones de euros y en el caso de captación de nuevos fondos los 4.000 millones de euros. Según la ASCRI el último trimestre de 2014 supuso el 40% del volumen de inversión.
- El volumen invertido de 3.023 millones de euros corresponde a 460 operaciones, supone un crecimiento de inversión del 28% y una caída del 15% en número de operaciones en comparación con 2013. Cabe destacar que el 78% de la cifra de inversión corresponde a fondos internacionales que invirtieron en 55 operaciones. En total 42 fondos de capital riesgo internacionales de los cuales 18 han llegado a lo largo de este año a España, esto implica un interés creciente de los inversores internacionales en nuestro país.

⁶ BARTHEL, D. ALFÉREZ, A. MARTÍ PELLÓN, J. SALAS DE LA HERA, M. 2014, ‘Informe de actividad Capital Riesgo en España 2014’, ASCRI

- Durante 2014 ha incrementado el número de operaciones superiores a 100 millones de *equity*, pasando de cinco a nueve en comparación con el año anterior. Si bien es cierto que el 65% de las transacciones fueron inferiores a un millón de euros de capital pero se aprecia una recuperación al volver a verse en el mercado grandes operaciones.
- Con respecto a la captación de fondos o *fundraising* se ha alcanzado los 4.287 millones de euros que supone un 88,5% más con respecto al año 2013. Puede afirmarse que este crecimiento se debe a la llegada de nuevos fondos internacionales y a las adjudicaciones realizadas por el Fond-ICO Global (se han adjudicado en total 631M€ a 23 fondos: 10 de capital expansión, 9 de *venture capital*, 2 de incubación y 2 fondos de deuda).
- ASCRI destaca que el dato más positivo del año 2014 han sido las desinversiones que han alcanzado una cifra histórica de 4.666 millones de euros (un 198% superior que la cifra registrada durante el año 2013) en un total de 277 transacciones.

d) Perspectivas para 2015

La ASCRI considera que durante el próximo año el sector deberá continuar el buen ritmo que ha llevado durante el 2014 gracias a los principales indicadores económicos, que muestran una notable mejoría de la economía española, el impulso que ofrece el Fond-ICO Global y el regreso de inversores internacionales al país. Explica que debería haber un aumento en la captación de nuevos fondos para invertir, mayores retornos a los volúmenes de inversión, un número mayor de transacciones, una mejora de las empresas participadas y continuidad en el ritmo de desinversiones que se ha llevado este último año.

Afirma que hay varios gestores de fondos que “*están en proceso de fundraising*” (como Magnum, Proa Capital, MCH Private Equity) y que las inversiones realizadas en el sector, volumen y número, será mayor que la experimentada a lo largo del último año en todos los segmentos.

e) Ventajas y desventajas del capital riesgo

A raíz de un estudio elaborado por Martí Pellón (2011,2012) enumera siete razones por las que un capital riesgo es una herramienta fundamental e indispensable para el crecimiento económico:

1. Hace crecer las empresas
2. Crea empleo a un ritmo acelerado
3. Fomenta la inversión
4. Mejora la innovación
5. Permite una mayor internacionalización
6. Reduce la tasa de fracaso empresarial
7. Mejora la productividad

Observan durante los años de la crisis el comportamiento de las empresas participadas por capital riesgo y las que no llegando a las siguientes conclusiones:

“El seguimiento de unas y otras nos permite comprobar que, mientras en las compañías no respaldadas por Capital Riesgo se perciben claramente los efectos de la crisis, en las empresas financiadas por Capital Riesgo se siguen encontrando crecimientos significativos en todas las fases de desarrollo de la empresa participada y en la mayoría de los sectores.”

Siguiendo esta línea, un estudio realizado por *Frontier Economics* para la EVCA (*European Private Equity and Venture Capital Association*) afirma que los capital riesgo fomentan la innovación, la productividad (mejorando el crecimiento económico) y la competitividad de las empresas en las que invierten:

1. **Innovación:** Fomentan la innovación directamente al colocar fondos en investigación y desarrollo para la creación de nuevos productos en las compañías invertidas e indirectamente apoyando empresas *start-up* (tienden a ser más innovadoras que la empresa media). Sus estimaciones demuestran que en algunos sectores:

- €1 de financiación de un capital riesgo puede llegar a ser hasta

nueve veces más efectivo en producción de patentes que €1 de financiación distinta a la del capital riesgo.

- Las patentes concedidas a empresas financiadas por capital riesgo de 2007 a 2011 (€350.000 millones) suman el doble que la cantidad invertida por los *private equity* durante el mismo periodo.

2. Productividad: El capital riesgo se asocia con una mejora de la gestión y una utilización más eficiente de los recursos de la empresa, por ello el estudio afirma que contribuye a incrementar la productividad del negocio y al crecimiento económico al estar directamente relacionados. Este crecimiento económico no es sólo consecuencia de la mejora de la gestión de la empresa y la utilización eficiente de recursos, sino también el hecho de que el *private equity* aporta capital a las empresas facilitando la inversión en activos contribuyendo a un crecimiento económico a largo plazo. Además, la actividad del capital riesgo crea empleo al promocionar nuevos negocios y contribuir en sus buenos resultados (este caso se da más a menudo en *venture capital* donde las empresas están en fases tempranas de desarrollo). La creación de empleo sostenible en el tiempo también favorece a la economía. El incremento de productividad gracias a la actividad del *private equity* en Europa incluye:

- El capital riesgo contribuye a la creación de aproximadamente 5.600 nuevas empresas en Europa, que directamente contribuye a la creación de empleo.
- Se ha estimado que las empresas con participación de *private equity* en su accionariado aumentan su productividad en 6,9% de media (medido en EBITDA por trabajador).

3. Competitividad: La mejora de la productividad de la empresa participada se puede traducir en una mayor competitividad de la economía si contribuye a aumentar la competitividad de la empresa a nivel nacional e internacional.

Ilustración 2



Fuente: elaboración propia basado en estudio Frontiers Economics, 2013

Una economía competitiva es condición necesaria para el crecimiento económico. Por lo tanto, si un capital riesgo mejora la productividad de su participada fomentando su competitividad, puede contribuir a mejorar la economía del país. Asimismo, en economías orientadas al mercado, el crecimiento y el aumento de exportaciones van de la mano, por el *private equity* puede contribuir a la economía vía comercio exterior promocionando la exportación y la expansión a mercados extranjeros de sus participadas.

Opinión de profesionales del sector

Por otro lado, se ha realizado una entrevista a profesionales del sector siendo una de las preguntas “¿Cuáles son, a su juicio, las principales aportaciones de los fondos de capital riesgo a la economía española?” (Véase anexos I-III). Enrique Salamero, Director de AZ Capital, en respuesta a la pregunta señala que cuando un capital riesgo adopta “*una estrategia de gestión activa y sostenible [...] son dinamizadores y permiten optimizar la gestión de las compañías. Sirven para suplir carencias e implantar disciplina de equipos gestores en ocasiones “acomodados”.*” Añade como ejemplo “*las sucesivas operaciones de MIVISA que partiendo de una empresa local han dado lugar a una multinacional líder*”. Por otro lado señala el aspecto negativo de los fondos que adoptan una gestión pasiva basándose “*su retorno en el apalancamiento y no en la expansión de múltiplo.*”

Javier Juliá, Director de AZ Capital aporta una desventaja sobre los fondos de capital riesgo destacando que en situaciones el alto endeudamiento pone a

las empresas participadas en situaciones arriesgadas llegando muchas a la situación de quiebra:

“Como punto negativo, cabe comentar que dicha búsqueda de rendimiento a veces conlleva exponer a las empresas a situaciones demasiado arriesgadas en cuanto a los niveles de deuda se refiere. Esto ha provocado la quiebra de infinidad de empresas durante los últimos años de crisis, que teniendo modelos de negocio sostenibles, no fueron capaces de hacer frente a sus pagos”

Por último, Jorge Luis, Asociado de AZ Capital, destaca como aportaciones positivas de los *private equity* tres aspectos:

- Crecimiento empresarial
- Profesionalización de la gestión: se incorporan gestores experimentados
- Fuentes de liquidez para accionistas: *“se facilitan soluciones accionariales que bloquean en muchos casos las compañías”*

f) ¿Qué es la Tasa Interna de Retorno? (TIR)

La Tasa Interna de Retorno (TIR) se utiliza en este trabajo para medir si el caso objeto de estudio es una inversión exitosa o no. Según J. Rosenbaum et al. (2009) se determina principalmente con el precio de compra invertido, la estructura de financiación utilizada, las proyecciones financieras y el múltiplo de desinversión asumido. Por ello, asumiendo que no existen otras entradas o salidas de flujos de caja como dividendos o más inversiones, la TIR se calculará con la inversión inicial de capital realizada (salida de flujo de caja) y el capital que se estima que se recibirá en la desinversión (entrada de flujo de caja).

Demaria (2013) define la TIR como la tasa a la que el valor actual neto de las entradas de flujo caja se iguala al valor actual neto de las salidas de flujos de caja. Para calcular la TIR anual se tienen en cuenta los flujos de caja mensuales y el eventual valor terminal del fondo.

III. Análisis de la adquisición minoritaria por CVC Capital Partners de Abertis Infraestructuras

a) Trabajo de campo y recopilación de información

Para el análisis de la conveniencia de adquisiciones minoritarias en sociedades cotizadas por fondos de capital riesgo se ha utilizado el método del caso basándose en el estudio de la compra apalancada de una minoría de Abertis Infraestructuras realizada por CVC Capital Partners. Se ha procedido a realizar un número de tres entrevistas a profesionales del sector financiero, todos ellos profesionales de AZ Capital, asesores financieros de Abertis en múltiples transacciones como la venta del negocio de aparcamientos, del negocio de los aeropuertos y de los parques logísticos; y actualmente uno de ellos asesor en la salida de Abertis Telecom a bolsa.

Por otro lado se ha buscado información acerca del caso acudiendo a la revisión de la hemeroteca disponible en la página web corporativa de la compañía (cuentas anuales y presentaciones corporativas desde el año 2007), los hechos relevantes sobre la transacción publicados en la CNMV por los participantes en la misma, se ha estudiado la opinión de analistas de las grandes casas de inversión sobre la compañía y la transacción y además se ha acudido a los medios de comunicación para conocer la opinión de los medios financieros más importantes sobre la adquisición.

Se ha procedido a estudiar el marco teórico sobre la cuestión en libros e informes (conceptos de capital riesgo, tipos de transacciones e historia del sector) para poder otorgar objetividad al estudio, comparando la estructura de la transacción con las que son habituales en el sector capital riesgo, de esta manera se puede comprobar teóricamente la habitualidad o particularidad de la misma.

b) Análisis de la operación: entrada de CVC en el accionariado de la compañía

i. Breve descripción de Abertis

Abertis Infraestructuras S.A., fundada tras la fusión de Áurea y Acesa en 2003, “es el grupo líder internacional en la gestión de autopistas y de infraestructuras de telecomunicaciones –terrestres y satelitales–”⁷. Tiene presencia internacional en países como Francia, Irlanda, Reino Unido, Argentina, Colombia, Chile, Brasil, Colombia, Puerto Rico y España. Cotiza en el Ibex 35 y además en índices internacionales como FTSEurofirst 300 y Standard & Poor’s Europe 350.

Desde 2010 ha reducido sus líneas de negocio a dos, autopistas y telecomunicaciones (Telecom), vendiendo las actividades de negocio no principales como los aeropuertos, gestión de parkings y parques logísticos. Abertis Autopistas a día de hoy gestiona aproximadamente 7.300 kilómetros de carreteras posicionándose como líder en España y Chile y tercero en Europa. Abertis Telecom, proporciona servicios de telecomunicaciones terrestres en España y es operador de transmisión vía satélite a través de Hispasat, se espera que salga a Bolsa a lo largo del 2015⁸. Dispone de aproximadamente 3.200 emplazamientos para señal audiovisual, incorpora servicios de TDT y apuesta por la innovación tecnológica para configurar ciudades inteligentes, “*Smart Cities*”.

Actualmente, la compañía ha publicado los resultados del año 2014 obteniendo un 7% más de ingresos que en 2013 y un beneficio neto de 655 millones de euros (un 6,2% superior que el año anterior)⁹.

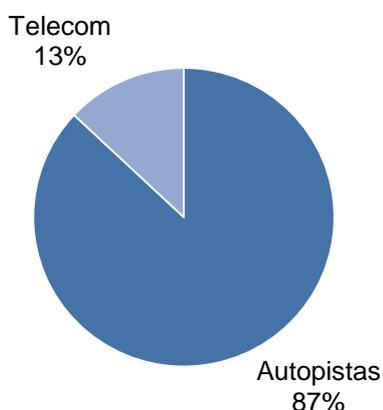
⁷ Página web corporativa de Abertis Infraestructuras, SA. (www.abertis.com)

⁸ Hecho relevante y nota de prensa con fecha 30 de octubre de 2014 - La compañía remite nota de prensa sobre el Plan Estratégico 2015-2017 y los resultados de los primeros nueve meses.

⁹ Resultados de 2014 publicados el 18 de febrero de 2015, documento “Evolución de los negocios”

Gráfico 6

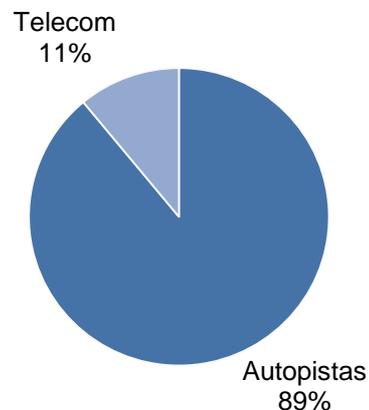
Ingresos por Línea de Negocio



Fuente: elaboración propia basado en los resultados de Abertis de 2014

Gráfico 7

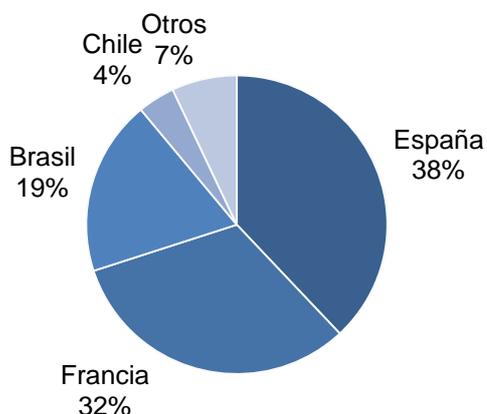
EBITDA por Línea de Negocio



Fuente: elaboración propia basado en los resultados de Abertis de 2014

Gráfico 8

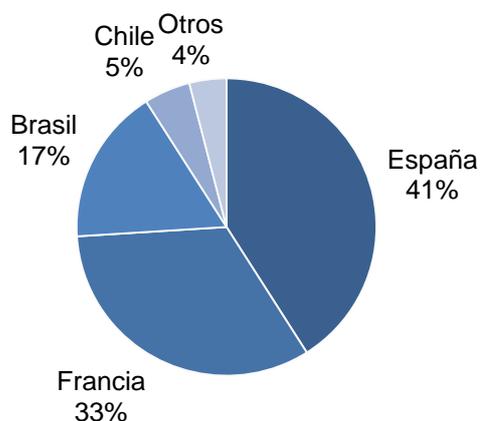
Ingresos por Geografía



Fuente: elaboración propia basado en los resultados de Abertis de 2014

Gráfico 9

EBITDA por Geografía



Fuente: elaboración propia basado en los resultados de Abertis de 2014

ii. Breve descripción de CVC Capital Partners

CVC Capital Partners es una institución de capital riesgo fundada en 1981 con presencia en Europa, Asia y Estados Unidos. Gestiona más de 25.000 millones de euros actualmente a través de los fondos CVC Fund IV, CVC Fund V, CVC Asia III y CVC Asia IV y ha realizado aproximadamente 300 inversiones

desde su constitución por todo el mundo.

En su actividad de *private equity* busca adquirir el control o una minoría significativa en empresas europeas, asiáticas y norte americanas, mientras que en su actividad de crédito invierte en instrumentos de deuda que han sido emitidos por compañías controladas por otros fondos de capital riesgo. Actualmente los fondos de CVC están invertidos en aproximadamente 60 compañías que generan unos ingresos de 120.000 millones de dólares americanos y emplean a más de 400.000 personas.

Actualmente su portfolio contiene empresas españolas como IDC Salud (2011), Cortefiel (2005), Deoleo (2014), Operador R (2010) y Abertis (2010).

iii. Transacción Agosto 2010

La operación se llevó a cabo con el acuerdo entre ACS y CVC Capital Partners¹⁰ en el que:

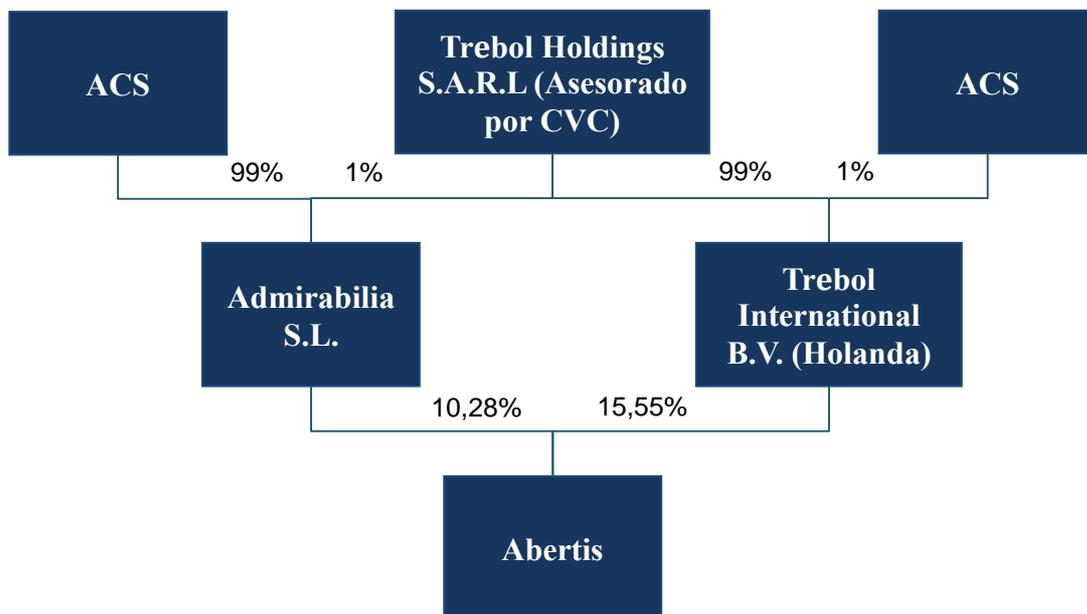
- ACS transmite su participación social en Abertis Infraestructuras (25,83%) a dos sociedades: Trebol International B.V. (en adelante “Trebol”) y Admirabilia S.L (en adelante “Admirabilia”) en las que CVC obtiene el 99% de las acciones de la primera y el 1% de la segunda, teniendo ACS el resto. La venta de las acciones se realizó a un precio de 15 euros por acción (CNMV, hechos relevantes).
- En ambas sociedades CVC tiene el 60% de los derechos de voto y ACS el 40%
- Firmaron un *lock up* (no transmitir las acciones) de 3 años
- Se conceden mutuamente derechos de primera oferta (*rights of first offer*), por el que si, por ejemplo, ACS fuera a vender un paquete de acciones, CVC tendría el derecho de hacer una primera oferta, y si ACS la desestimase, sólo podría materializar la venta a un precio igual o superior en un plazo determinado. Por otro lado, CVC tendría el

¹⁰ Contrato de Inversión y entre Socios entre Trebol Holdings S.A.R.L. y Actividades de Construcción y Servicios, en relación con Abertis Infraestructuras, S.A.

derecho de adherirse a la oferta realizada por un tercero (*tag along*) en la parte proporcional de su participación (es decir, en caso de que ACS tuviera una oferta CVC podrá adherirse y vender también al tercero).

- Para financiar parte de la transacción se llegó a un acuerdo con un sindicato de bancos (Banco Santander, La Caixa, Mediobanca y Société Generale) que concedieron un crédito de 1.500 millones de euros a devolver en dos plazos, el primero con vencimiento a un año de 250 millones de euros y el segundo con vencimiento a tres años de 1.250 millones de euros.

Ilustración 3



Fuente: elaboración propia basado en Hecho Relevante comunicado a la CNMV el 31 de agosto 2010 de ACS

En un primer momento CVC pretendía adquirir el control de Abertis Infraestructuras como se mencionó en diversos hechos relevantes:

- Critería publicó un hecho relevante remitido a la CNMV el 5 de junio en el que admite tener conversaciones con ACS para dar entrada al fondo CVC en el accionariado de Abertis y lanzar una oferta por el 100% de la compañía:

“Criteria mantiene junto con ACS conversaciones con el fondo CVC para explorar su entrada en el accionariado de Abertis, para lo que se están analizando diversas fórmulas para instrumentar dicha operación [...] contemplándose la formulación por la misma de una oferta pública de adquisición de las acciones de Abertis por el 100% de su capital, al mismo precio por acción al que se adquirieran dichos paquetes”.

- ACS publicó un mes después un hecho relevante explicando lo mismo:

“ACS Actividades de Construcción y Servicios S.A. (ACS), junto con Criteria Caixacorp, mantiene conversaciones con el fondo CVC para explorar su entrada en el accionariado de Abertis Infraestructuras S.A. (Abertis) y para ello se están analizando diversas fórmulas para instrumentar dicha operación entre las que se encuentra el posible lanzamiento de una OPA sobre la totalidad de las acciones de la sociedad Abertis, mediante la creación de una sociedad “ad hoc”, en la que participarían las tres entidades mencionadas”.

Como se ha expuesto, en un primer momento Criteria iba a formar parte en la transacción inicialmente planteada siendo accionista de un 28% de Abertis. Sin embargo, Reuters, en una noticia con fecha 9 de agosto 2010, explicó que por un problema de financiación ACS pasó a *“negociar en solitario”* con el fondo CVC. Thomson Reuters señaló el 19 de diciembre de 2010 que CVC necesitaba excluir de cotización a Abertis (*Public to Private*) para que así la transacción pudiera funcionar como una inversión de *private equity* y así poder trasladar una participación a su fondo de infraestructuras, sin embargo no se consiguió llevar a cabo.

“CVC needs Abertis to be unlisted in order for it to work as a private equity investment and to transfer a stake to its infrastructure fund, according to the source, but another source with knowledge of the plans said a deal did not appear imminent.”

Mulligan menciona en una noticia del Financial Times¹¹ lo inusual que es esta transacción puesto que CVC normalmente adquiere el control de las compañías. En 2008 adquirió también una participación minoritaria pero se trataba de una empresa privada (un 25,1% de Evonik, empresa alemana) por lo que es la primera vez que el fondo adquiere una minoría en una compañía cotizada. En esta línea Enrique Salamero se pronuncia en la entrevista señalando sí se trata de una operación peculiar para un fondo de capital riesgo por tres razones:

“ i) fue una minoría

ii) de tamaño muy relevante en

iii) en una compañía de infraestructuras que, por definición, ofrecen unos retornos relativamente alejados de los exigidos por un private equity”

Poco después de la adquisición se comenzó a desinvertir en los negocios que no formaban parte de la actividad principal de Abertis Infraestructuras que desarrollaremos en el siguiente apartado.

iv. Estructura de la operación

Para poder proceder a analizar las peculiaridades de esta transacción es importante fijarse en la teoría explicada en el apartado “Revisión teórica de las principales aportaciones a la cuestión” y analizar qué elementos típicos de una operación de *private equity* encontramos y cuales no entran dentro de su área de actuación.

Análisis de elementos típicos de una compra apalancada

Se ha explicado como la estrategia habitual de un capital riesgo a la hora de llevar a cabo una compra apalancada o LBO es la adquisición del control de una compañía para así poder gestionarla creando valor para sus inversores y poder controlar con mayor seguridad una salida exitosa de la misma. Sin embargo, en

¹¹ “ACS sells stake in Abertis to CVC”, 11 de agosto 2010, Mark Mulligan

el caso que nos interesa, CVC adquiere una minoría de Abertis en condiciones poco habituales para un *private equity*:

- sin poder, como ya se ha mencionado, ejercer el control de la compañía
- sin poder comprar su participación contra una mayor apalancamiento de la compañía. En este caso, para poder apalancar la adquisición, CVC realizó su adquisición a través de una sociedad (Trebol International S.A.) que fue apalancada con el objetivo de financiar la compra de acciones de Abertis por parte de CVC.

Una vez dicho esto primero es necesario encuadrar si efectivamente la transacción se engloba dentro de un *Leverage Buy-Out*. Los elementos enumerados con anterioridad son los siguientes:

Tabla 1

1. Financiar la adquisición con una gran proporción de deuda bancaria	✓ El capital riesgo levanta una financiación de 1.500 millones de euros que se lo proporciona un sindicato de bancos formado por Banco Santander, La Caixa, Mediobanca y Societe General.
2. A través del adquirente se realiza el apalancamiento y se traslada la deuda posteriormente a la empresa adquirida	✗ CVC adquiere la participación a través de Trébol Holdings y Trébol International (sociedad vehículo) endeudando esta última sin trasladar la deuda a Abertis posteriormente.
3. Empresas de un gran	✓ Abertis en el año 2010 tenía una capitalización bursátil de aproximadamente 8.500 millones de euros y generaba unos ingresos de 3.904 y 4.106 en los años 2009 y 2010 respectivamente. Por ello se trata de una

	empresa de gran tamaño y valorada en cifras millonarias.
4. Generalmente empresas maduras	✓ Abertis se encontraba ya en una fase madura con sus líneas de negocio definidas e ingresos sostenibles (sus ingresos a lo largo de los años 2007, 2008 y 2009 se encontraban en torno a los 3.600 y 3.900 millones de euros).
5. Crucial el nivel de beneficios de la sociedad	✓ Abertis obtenía un beneficio neto de 618, 624 y 662 en los años 2008, 2009 y 2010 respectivamente que lo convertían en una buena inversión de LBO para poder generar caja y repagar la deuda bancaria obtenida por CVC.
6. En verdaderos <i>buyouts</i> el control de la empresa está siempre presente	✗ CVC no adquiere el control de la empresa tan solo adquiriendo un 15,6% de la compañía. Tampoco tiene el control a través de derechos de votos aun con el acuerdo con ACS.

Análisis de los elementos típicos de una empresa candidata para una compra apalancada

En segundo lugar se analiza si Abertis Infraestructuras es un buen candidato para una inversión LBO y para ello nos basaremos en los parámetros marcados por varios autores (López Iturriaga et al, 1993; Martí Pellón, 2012, Rosebaum et al, 2009) como hemos mencionado en el apartado de “Revisión teórica de las principales aportaciones de la cuestión”¹²:

¹² Las respuestas están basadas en las principales magnitudes financieras que facilita Abertis Infraestructuras en su web corporativa (www.abertis.com)

Tabla 2

<p>1. Tesorería y flujos de caja estables</p>	<p>✓ Es fundamental la capacidad de la compañía de generar flujos de caja estables en el tiempo dada la estructura de elevado apalancamiento que tiene un LBO. La necesidad de pagar intereses y el principal de la deuda a lo largo de la inversión hace crítico este elemento. Abertis generó un flujo de caja neto de 1.417, 1.502 y 1.616 millones de euros en 2008, 2009 y 2010 respectivamente. Dichas cifras demuestran una estabilidad en la obtención de caja.</p>
<p>2. Buena cuota de mercado</p>	<p>✓ En el momento de la inversión era un referente a nivel mundial en el sector autopistas. Actualmente es líder mundial.</p>
<p>3. Existe una oportunidad real de crecimiento</p>	<p>✓ En el año 2010 se esperaba que hubiera una recuperación económica más rápida de lo que fue en realidad. Por lo que en el momento si se consideraba que había una oportunidad de crecimiento.</p>
<p>4. Poco apalancada</p>	<p>✗ En el año 2009 la compañía tenía un ratio de endeudamiento (deuda financiera neta / EBITDA) de 5.8x, muy elevado. Por lo que no cumple este requisito. Sin embargo, es importante también que admita altos niveles de apalancamiento, al ser una compañía de infraestructuras esto es posible y como vemos tiene efectivamente un alto nivel de endeudamiento.</p>
<p>5. Exigencia baja de inversión en activos fijos (Capital expenditure)</p>	<p>✗ Al ser una compañía de infraestructuras exige altos niveles de inversión en sus activos fijos y en expansión (por ejemplo adquisiciones de nuevas concesiones de carreteras). En los años 2007 a 2009</p>

	mantuvo un nivel de inversión de entre 1.400 y 2.100 millones de euros.
6. Tiene activos prescindibles para la venta	✓ Abertis disponía de varias líneas de negocio prescindibles puesto que no eran parte de sus líneas de negocio principales. Efectivamente desde la entrada de CVC se han ido vendiendo hasta solo quedar las importantes para el desarrollo de la compañía (aparcamientos, parques logísticos y aeropuertos).
7. Infravalorada por el mercado	✓ Según informes de analistas del año 2010 (Credit Suisse de 8 de julio, JP Morgan de 18 de marzo) la acción estaba infravalorada por el mercado.

Una vez hecho este análisis podemos afirmar que la compra de acciones de Abertis por parte de CVC no debe considerarse un puro LBO ya que no logró la compra del 100% de las acciones y el endeudamiento obtenido para la adquisición se mantuvo en la sociedad vehículo. En este sentido, debe considerarse estrictamente como un “*margin loan*”, que es una forma habitual de financiación en este tipo de transacciones de compras en minorías en compañías cotizadas, tal y como expone Michael Dakin de Clifford Chance. Lo define el *U.S. Securities and Exchange Commission* explicando que consiste en la obtención de un préstamo para la compra de acciones a cambio de otorgar una garantía sobre las mismas como colateral. Este mecanismo permite al comprador aumentar su poder de compra de forma que puede comprar un mayor número de acciones sin necesidad de pagar por ellas.

¿Es habitual que la deuda no se traslade a la compañía adquirida?

Es bastante habitual, según los profesionales del sector, que la deuda se mantenga en la sociedad vehículo. Enrique Salamero destaca que al ser una participación minoritaria no era posible trasladar la deuda.

Javier Juliá menciona que “[e]l principal interés de traspasar la deuda a la sociedad adquirida es el de otorgar mayores garantías (generalmente de tipo hipotecario) a los bancos financiadores y lograr así una reducción del coste de financiación”. Al no poderse realizar esto en un primer momento, puesto que sería asistencia financiera prohibida, “se suele dar prenda a favor de los bancos de las acciones que posee la sociedad vehículo de la sociedad adquirida y se pignoran las cuentas de la sociedad vehículo”. Señala que es necesario fusionar ambas compañías (adquirida y vehículo) para poder traspasar la deuda, que exige un informe de fusión justificando la operación. Suele darse al transcurrir dos o tres años. Afirma que si es “sí es habitual que el *private equity* (cada vez más debido a las restricciones del regulador) mantenga la deuda en la sociedad adquirida y sólo se realiza el traspaso (fusión de sociedades) si existe una motivación económica que lo justifique y siempre que no se quebranten los intereses de accionistas minoritarios ni de otros proveedores. En el caso de Abertis y CVC, este último no puede traspasar la deuda por que existen otros accionistas y otros proveedores cuyos intereses quedarían quebrantados”.

Análisis de los elementos típicos de transacciones en compañías cotizadas

Es importante también analizar si encaja dentro de las transacciones habituales en compañías cotizadas. Existen dos tipos de estrategias que sigue un fondo de capital riesgo cuando invierte en una compañía cotizada. Estas son según Demaria (2013):

- a) “*Private investments in Public Equities*” (PIPEs): la finalidad es invertir a largo plazo en una compañía cotizada con problemas para ampliar capital y financiarse en los mercados. El *private equity* invierte a cambio de determinadas ventajas como un precio menor por acción que el del mercado y se compromete a permanecer en el accionariado por un tiempo mientras la compañía se reestructura.
- b) “*Public to Private*”: El *private equity* adquiere el control de la compañía cotizada con la intención de sacarla de bolsa.

Observando ambas estrategias analizamos la posible similitud de la

adquisición apalancada de Abertis por CVC con las mismas:

- a) PIPEs: CVC no entró en el accionariado a través de una ampliación de capital, sino adquiriendo un paquete de acciones de ACS a través de la sociedad vehículo Trebol International y Abertis no tenía problemas de financiación en los mercados. Por lo tanto no encaja con esta situación de compra de minoría en una cotizada.
- b) *“Public to Private”*: Es cierto que la intención del fondo capital riesgo era realizar este tipo de estrategia como se ha discutido anteriormente pero por no lograr mayor financiación (según Reuters, en una noticia con fecha 9 de agosto de 2010) o por la oposición del mayor accionista (como responde Enrique Salamero a la pregunta número 4 en la entrevista, ver Anexo I) no logró llevarla a cabo.

Analizados todos los elementos teóricos podemos afirmar que, aun cumpliendo la mayoría de elementos de una compra apalancada, se trata de una operación que teóricamente no encaja en la actividad típica de un fondo de capital riesgo por:

- No adquirir el control de la compañía
- Realizar una inversión minoritaria en una compañía cotizada sin que ésta tuviera problemas de financiarse en el mercado

Asimismo, Javier Juliá destaca la peculiaridad de la transacción destacando más elementos diciendo: *“[I]o es sin duda por diferentes motivos:*

- *Los fondos de capital riesgo suelen preferir la inversión en mayoría para poder influir en la gestión. Si bien, suelen hacerse excepciones siempre que se aseguren cierto poder de influencia y los retornos previstos sean atractivos. Por su naturaleza, el fondo de private equity nunca será un inversor pasivo en una compañía.*
- *Dada la premisa de necesidad de influir en la gestión y unido a los altos niveles de endeudamiento a los que someten a las compañías (necesarios para obtener los retornos exigidos), es altamente difícil que un private equity invierta en compañías cotizadas:*

- *Para poder influir en la gestión debería tener mayoría, lo que le obligaría a lanzar OPA*
 - *Los niveles de endeudamiento de las compañías cotizadas son más bajos que las privadas dado el perfil medio del inversor (con menor aversión al riesgo y con deseo de dividendos). Compañías cotizadas con altos niveles de apalancamiento son menos atractivas desde ese punto de visto y por tanto suelen cotizar a descuento*
- *Por lo tanto ver un fondo de private equity invirtiendo una minoría cotizada es realmente peculiar.”*

En esta misma línea se pronuncia Enrique Salamero, sin embargo, Jorge Luis menciona en la entrevista que la transacción en su momento no le pareció peculiar.

Una vez finalizado éste análisis conviene estudiar la posible influencia del fondo de capital riesgo en la estrategia de Abertis Infraestructuras para continuar analizando las adquisiciones minoritarias en sociedades cotizadas.

c) Actividad corporativa de Abertis desde la entrada de CVC

i. Actividad corporativa previa a la entrada de CVC

Proceso de crecimiento y diversificación hasta 2010

Desde su fundación en el año 2003, tras la fusión de Acesa Infraestructuras y Aurea Concesiones de Infraestructuras y la adquisición de Iberpistas, Abertis inició una clara estrategia de crecimiento vía adquisiciones y diversificación en negocios de infraestructuras, invirtiendo aproximadamente 10,000 millones de euros en 11 adquisiciones significativas en 7 años. Esta estrategia venía ya fijada por Acesa en el año 1999 tal y como se recoge en una presentación de la Dirección Corporativa de Estudios de Abertis al Observatorio sobre el Gobierno de la Economía Internacional en 2008:

“La apuesta por la internacionalización es fruto de la estrategia definida en 1999 por el Presidente Isidre Fainé y el Consejero Delegado, Salvador Alemany,

junto con el Consejo de Administración y el Equipo Directivo”

Ilustración 4



Fuente: Presentación Abertis "Programa Próximo 2010" de Junio 2010

- 2004: Adquisición de Retevisión, compañía de infraestructuras de Telecomunicación poseedora de la red de difusión de la señal de televisión en España
- 2005: Adquisición de TBI, compañía de aeropuertos británica
- 2006: Adquisición de Sanef, concesionaria de autopistas en Francia
- 2007: Adquisición de Eutelsat, de la que llegó a ser el mayor accionista, parking de Villa Borghese y determinados parques logísticos
- 2008: Adquisición de Hispasat, DCA aeropuertos y autopistas en Chile
- 2009: Adquisición de Avasa, rutas del pacífico y Elqui

En general, este proceso de adquisición e internacionalización no fue mal recibido por el mercado, si bien existían algunas sombras:

- En un informe de JP Morgan con fecha 18 de marzo de 2010 se avala la estrategia de diversificación llevada a cabo por la compañía puesto que contribuye a generar un flujo de caja estable sobretodo en el negocio de Telecoms.
- Sin embargo no está muy de acuerdo con la entrada de Abertis en el

negocio aeroportuario (la compra de TBI en 2005 y de ACS en 2008) por el que, según el mismo informe, pagó un precio muy elevado justo antes del inicio de la crisis.

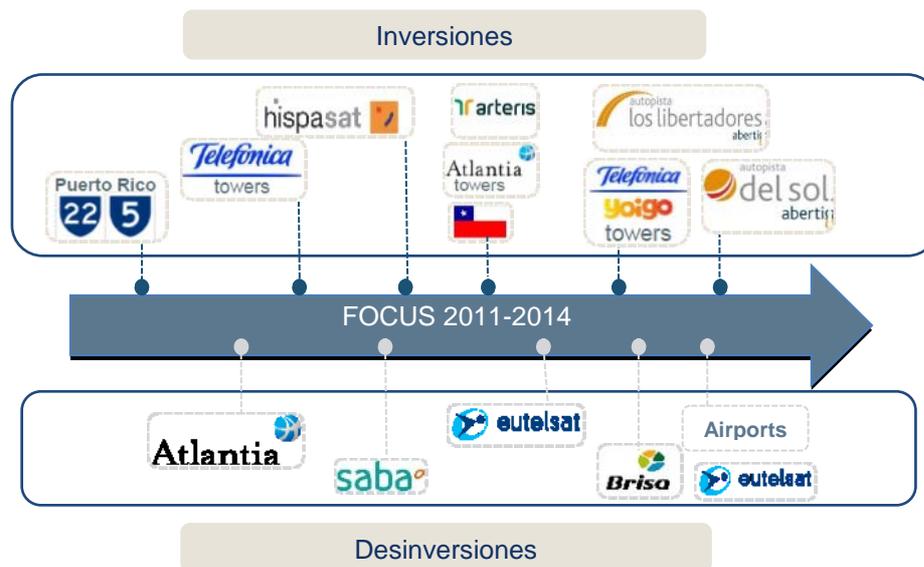
En abril de 2010, cuatro meses antes de la entrada de CVC, en la presentación de resultados de 2009, el presidente seguía apostando por la estrategia de crecimiento y diversificación asegurando que el proceso de expansión debía continuar.

“Salvador Alemany reflexionó sobre el crecimiento de abertis en los últimos años y de cómo enfocar el futuro y subrayó, en este sentido, que como Grupo de mercado perfil concesional, “la vida media de nuestras concesiones es un indicador relevante y, desde esta perspectiva, crecer es una exigencia estratégica. Es por esta razón que el proceso de expansión ha de continuar, como también lo ha de hacer la apuesta por profundizar en la internacionalización de nuestras actividades”

ii. Cambio de estrategia: ¿pudo influir la entrada de CVC?

Coincidiendo con la entrada de CVC, Abertis dio un giro en su estrategia, pasando a centrarse en sus actividades principales (autopistas) y comenzando una etapa de proceso de desinversión de activos no estratégicos, lo que, como veremos más adelante, ha permitido a CVC lograr unos retornos elevados. Es interesante ver las desinversiones e inversiones que realizó pudiendo comprobar como efectivamente la estrategia de la compañía se focaliza en los activos estratégicos de Abertis:

Ilustración 5



Fuente: Elaboración propia basado en datos de la presentación "Abertis Overview" de la compañía

Desinversiones:

Las desinversiones permitieron a Abertis el reparto de dividendos extraordinarios a sus accionistas. Estos son

- Atlantia (enero 2011) ¹³:
 - Venta del 7% que quedaba en manos de Abertis del capital de Atlantia (antigua Autostrade), tras el fracaso el proyecto de fusión iniciado en 2006 y que llegó a buen término al no contar con la aprobación del gobierno italiano. La operación generó plusvalías netas de 151 millones de euros e ingresos (caja) de 626 millones de euros
- Saba (septiembre 2011) ¹⁴:
 - Tras culminar Abertis en abril de 2011 la separación de sus

¹³ Hecho relevante comunicado a la CNMV de 14 de enero 2011

¹⁴ Hecho relevante comunicado a la CNMV de 26 de octubre de 2011

negocios de autopistas por un lado y aparcamientos y logística por otro, Abertis vendió la participación que poseía en este último a un consorcio formado por Caixa, Torreal y Proa.

- Abertis justificó la venta de Saba para *“centrar sus retos estratégicos en el crecimiento selectivo, la creación de valor para el accionista y un mayor proceso de internacionalización orientado a la diversificación del riesgo”*.
 - A raíz de dicha venta, Abertis otorgó un dividendo extraordinario a sus accionistas de 0,67 €, correspondiendo 0,54 € al valor del equity de Saba.
- Brisa (2012) ¹⁵:
- Venta de su participación en la sociedad de autopistas portuguesas Brisa por 311 millones de euros.
- Aeropuertos (2013) ¹⁶:
- Venta de sus activos aeroportuarios enmarcada dentro de la estrategia “dentro de la estrategia de abertis de revisión constante de su cartera para optimizar la base de activos de la compañía”.
 - Por dichas ventas ingresó aproximadamente 800 millones de euros
- Eutelsat (enero-junio 2012, Q1 2013, Q2 2014) ¹⁷:
- En junio de 2014, Abertis finalizó su proceso de desvinculación de Eutelsat, compañía de la que llegó a ser su mayor accionista (con un 32%) y que fue vendiendo paulatinamente desde el año 2012.

¹⁵ Anuncio público en relación con la OPA sobre Brisa de 5 de junio de 2012

¹⁶ Nota de prensa de Abertis con fecha 1 de agosto de 2013, ‘Abertis acuerda la venta del aeropuerto de London Luton a un consorcio liderado por Aena’

¹⁷ Nota de prensa de Abertis con fecha 3 de junio de 2014, ‘Abertis finaliza un proceso de colocación acelerada entre inversores cualificados del 5% de acciones de Eutelsat’

- El proceso de venta de la participación de Eutelsat ha generado para Abertis aproximadamente 1.800 millones de euros de ingresos.

Inversiones:

- Puerto Rico (junio 2011 - enero 2014)¹⁸:
 - Abertis cerró en junio 2011 junto al fondo de infraestructuras Goldman Sachs Infrastructure Partners II el proceso de adjudicación de la concesión para la gestión de las autopistas PR-22 y PR5.
 - En enero 2014, Abertis adquirió un 6% adicional al mismo fondo, pasando a ser el accionista mayoritario, pudiéndose consolidar Metropistas por integración global. Abertis comunicó al mercado que dicha operación se enmarcaba dentro *“dentro de su estrategia de focalizarse en sus dos actividades principales: autopistas y telecomunicaciones”*.
- Telefónica Towers (2012)¹⁹:
 - Durante el año 2012, Abertis adquirió dos paquetes 500 torres de telefonía móvil a Telefónica. Según el comunicado de prensa, la adquisición supuso *“la consolidación de la división de telecomunicaciones de abertis como un actor clave en el proceso de racionalización del uso de infraestructuras de telecomunicaciones fijas y móviles en España”*.
- Arteris (agosto 2012)²⁰:

¹⁸ Nota de prensa de Abertis con fecha 4 de febrero de 2014, ‘Abertis se convierte en socio mayoritario de metropistas tras comprar un 6% adicional a fondos gestionados por Goldman Sachs’

¹⁹ Nota de prensa de Abertis con fecha 2 de abril de 2012, ‘Abertis entra en el mercado de las infraestructuras de comunicaciones móviles con la adquisición de 500 torres a Telefónica’

²⁰ Nota de prensa de Abertis con fecha 6 de agosto de 2012, ‘El Consejo de Administración de abertis da luz verde al proyecto de integración de concesiones de autopistas de OHL en Brasil’

- Arteris (antigua OHL Brasil) fue adquirido por Abertis a agosto 2012 en el contexto de la operación de entrada de OHL en el capital de Abertis.
- Chile (diciembre 2012)²¹:
 - Abertis completó la entrada de OHL en su accionariado con la compra de tres autopistas en Chile. Con esta operación, Abertis se convertía en el principal operador de autopistas en Chile.
- Hispasat (julio 2013)²²:
 - Abertis adquirió un 16% de Hispasat que le permitía alcanzar el 57% del accionariado que le permite consolidar por integración global la participación.
- Autovía los Libertadores y Autopistas del Sol (febrero 2014)²³:
 - Abertis adquirió a Metlife una participación adicional de un 8,59% en Infraestructuras 2000, sociedad dueña de las concesiones de Autovía de Libertadores y Autopistas de Sol, pasando a superar el 50% de participación y permitiendo así la consolidación por integración Global.
- Atlantia Towers (mayo 2014)²⁴:
 - En mayo 2014, Abertis adquirió el negocio de torres de telefonía móvil ubicadas en las autopistas de Atlantia (Italia). Esta compra supuso, según el comunicado de prensa de Abertis *“la consolidación del Grupo como un actor clave en el proceso de racionalización del uso de infraestructuras de*

²¹ Nota de prensa de Abertis con fecha 21 de diciembre de 2012 ‘abertis cierra la adquisición a OHL de tres autopistas en Chile’

²² Nota de prensa de Abertis con fecha 25 de julio de 2013, ‘abertis toma el control de Hispasat con la adquisición al INTA de un 16,42% del capital del operador de satélites’

²³ Nota de prensa de Abertis con fecha 23 de julio de 2014 ‘ El beneficio neto de Abertis crece un 5% en el primer semestre hasta los 306 millones de euros’

²⁴ Nota de prensa de Abertis con fecha 12 de mayo de 2014, “Abertis adquiere TowerCo, operadora de las torres de telefonía móvil de la red de autopistas en Italia”

telecomunicaciones fijas y móviles, tanto en España como en el extranjero”.

Una vez vista la estrategia llevada a cabo por la compañía en los últimos 5 años es importante estudiar si CVC influyó en dicha gestión. Para poder analizar la posible influencia es importante observar los estatutos y el Gobierno Corporativo de la compañía:

Estatutos:

- Los estatutos establecen materias sobre las que son necesarias mayorías reforzadas (voto favorable de más de dos tercios de los consejeros):

(i) Propuestas de transformación, fusión, escisión o disolución de la sociedad, cesión global del activo y pasivo de la misma, aportación de rama de actividad, alteración de su objeto social, aumento y disminución del capital social.

(ii) Propuestas de acuerdos que afecten al número de Consejeros, la creación de Comisiones del Consejo de Administración, el nombramiento de cargos en el mismo y la proposición de cargos en los Consejos de Administración de las filiales y participadas de la sociedad.

(iii) Inversiones y desinversiones cuando superen la mayor de las siguientes cifras; a) doscientos millones (200.000.000) de euros, y b) una cifra equivalente al cinco por ciento (5%) de los recursos propios de la sociedad.

(iv) La aprobación y modificación del Reglamento del Consejo.

Composición del consejo:

Es importante tener en cuenta la composición del consejo de administración antes y después de la salida de ACS y entrada de OHL del accionariado de Abertis.

Ilustración 6

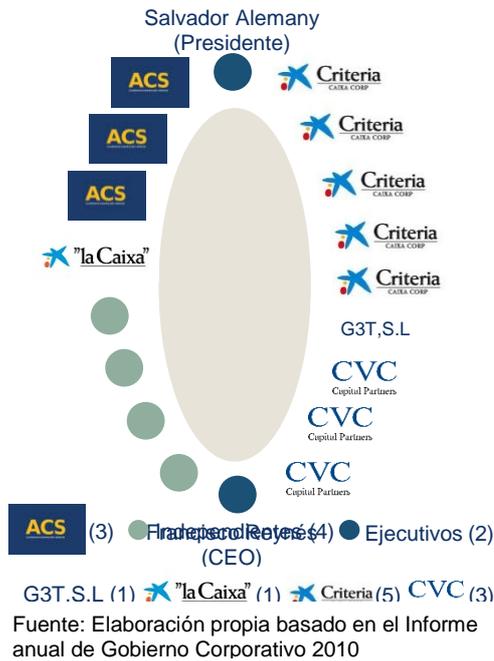
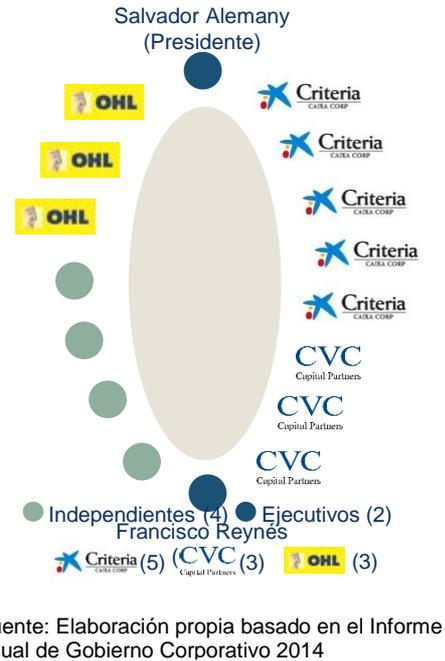


Ilustración 7



De acuerdo con la composición del consejo y con las materias de mayorías reforzadas, CVC antes de la salida de ACS podía asegurarse una importante influencia en las decisiones relevantes de la compañía (6 consejeros de 19). En el Informe de Evolución de los negocios, resultados de 2010, incluyen un hecho relevante en el que informan del nombramiento de los tres nuevos consejeros de CVC:

“Cambios en el Consejo de Administración. El Consejo de Administración de abertis ha acordado el nombramiento de Javier de Jaime, José Antonio Torre de Silva y Santiago Ramírez, en representación de Trebol Holdings, sociedad participada por fondos asesorados por CVC Capital Partners. El Consejo también ha dado luz verde a la incorporación de Javier de Jaime y José Antonio Torre de Silva a la Comisión Ejecutiva.”

Con la nueva composición del Consejo (17 miembros), sin ACS desde abril 2012, su representación en el mismo se ve reducida y con ello su poder de decisión en la compañía. Aún con esta proporción puede jugar un papel importante en las decisiones, si bien, esto es condición necesaria pero no

suficiente para que CVC pudiera llegar a llevar un cambio en la gestión de Abertis. Por lo que de la estructura del consejo, no se puede inferir que CVC pudiera llegar a influir en el cambio de estrategia.

¿Podría tener el apoyo de otros accionistas?

Atendiendo a los comunicados previos por parte de Critería a la entrada de CVC en Abertis, y a los informes de los analistas, se deduce que la entrada de CVC contaba previamente con la aprobación de Critería y, por tanto, se puede pensar que Critería era partidaria de este cambio de estrategia:

El 5 de julio de 2010, Critería emitió un hecho relevante a la CNMV admitiendo la existencia de negociaciones entre ACS, CVC y ellos mismos y que estas podrían derivar en la necesidad de lanzar la OPA por el 100% de las acciones:

“Critería mantiene junto con ACS conversaciones con el fondo CVC para explorar su entrada en el accionariado de Abertis, para lo que se están analizando diversas fórmulas para instrumentar dicha operación, sin que hasta el momento se haya alcanzado un acuerdo entre las tres entidades. Una de las alternativas que actualmente contempla Critería comporta la creación de una nueva sociedad en la que participarían las tres entidades que conjuntamente con un pacto de concertación controlarían la compañía. Esta nueva sociedad adquiriría una parte muy sustancial de los paquetes de Abertis controlados por Critería y ACS contemplándose la formulación por la misma de una oferta pública de adquisición de las acciones de Abertis por el 100% de su capital, al mismo precio por acción al que se adquirieran dichos paquetes”

Sin embargo, las negociaciones entre las tres partes no llegaron a buen término y, posteriormente, Critería nunca comunicó haber acordado con CVC dicho cambio de estrategia. De haberlo hecho, muy probablemente hubiera supuesto una acción concertada por parte de ACS, Critería y CVC y que, al poseer entre los tres más del 30% de la compañía, hubiera derivado en la obligación de lanzar una OPA por la totalidad como exige el Real Decreto

1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores en su artículo 4 al considerarlo una participación de control:

“Artículo 4: Participación de control

1. A los efectos del presente real decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:

a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100; o bien,

b) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.”

El 11 de agosto de 2010, Critería comunicaba a través de un hecho relevante que las negociaciones habían resultado en la compra por parte CVC del paquete de ACS y que, por su parte, Critería apoyaría el nombramiento de los tres nuevos consejeros dominicales a los que tenía derecho CVC:

“Critería informa que las conversaciones que mantenía, junto con ACS, con el fondo CVC para explorar su entrada en el accionariado de Abertis y que fueron comunicadas mediante Hecho Relevante de fecha 5 de julio pasado, han resultado finalmente en la operación hecha pública hoy por ACS y el fondo CVC consistente en la transmisión de toda la participación accionarial de ACS en Abertis a dos sociedades ad hoc participadas por el fondo CVC y ACS [...] Critería ha confirmado a ACS su apoyo, de conformidad, en todo caso, con las reglas de gobierno corporativo de Abertis, al nombramiento por cooptación de tres nuevos consejeros dominicales en Abertis a proponer por el nuevo grupo formado por ACS y CVC para sustituir a tres de los actuales consejeros dominicales de ACS.”

En este mismo sentido, los informes de analistas pensaban que CVC tendría capacidad suficiente para influir en la gestión desde el primer momento y que llevaría a cabo un cambio de estrategia:

- El informe de Credit Suisse de 23 de agosto de 2010 indicaba que la entrada de CVC llevaría a la racionalización de la compañía y que Criteria apoyaría esta nueva estrategia:

“CVC has effective control of 26% of Abertis as it has 60% of the votes of each of Admirabilia and Trebol. This helps largely explain the premium to Abertis’ share price that CVC paid. ACS appears to have taken a dramatic step back from Abertis and effectively handed over control to CVC. We would expect Criteria, the part quoted investment vehicle of La Caixa with 28.5% to be supportive of CVC in streamlining Abertis. CVC, ACS and Criteria together have 54.31% of Abertis”

Asimismo, el hecho de que CVC pagara una prima sobre el precio de cotización hace indicar que estaba pagando un sobre precio por el hecho de poder participar en la gestión de forma activa.

Por último, los tres profesionales del sector entrevistados opinan que el cambio de la estrategia en Abertis sí que ha sido provocado por la entrada de CVC en el accionariado de la compañía, matizando que, evidentemente, sin el apoyo de otros accionistas mayoritarios esto no podría haberse llevado a cabo:

- Pregunta: ¿Cree usted que la entrada de CVC en Abertis supuso un cambio en la política de gestión de la compañía? ¿Fue capaz de influir de manera significativa en la toma de decisiones de la compañía con un % accionarial del 15,55%?
- Javier Juliá: *“Atendiendo a los hechos, claramente sí. Si bien se debería matizar que, dada su situación accionarial, no podría haber llevado a cabo el cambio en la gestión sin el beneplácito de los otros dos accionistas principales”*
- Enrique Salamero: *“Sin conocer los detalles de la operación, entiendo que sí supuso un golpe de timón ya que impulsó la implementación de eficiencias de gestión y una estrategia de focalización en áreas de*

negocio clave. Desde su entrada, adelgazó la estructura y apoyó la desinversión de las áreas non-core (aparcamiento, logística y aeropuertos). Entiendo que para poder implementar esta estrategia debió consensuarlo con el resto de socios ya que dudo que sus derechos políticos le dieran tales facultades.”

- Jorge Luis: *“Creo que sí, a nivel de requisitos de inversión en nuevas oportunidades y eficiencias.”*

Catalizador del cambio de estrategia

A pesar de que el propio Consejero Delegado de la Compañía respondía en una reunión con periodistas en mayo de 2011²⁵ que la transformación de Abertis no venía de la mano de la firma de capital riesgo CVC, se puede asumir que CVC supuso un catalizador en el cambio de la estrategia de la compañía, atendiendo a las diferentes cuestiones previamente analizadas:

- En abril 2010 el Presidente Salvador Alemany apostaba por la expansión y diversificación de los negocios de la compañía. Cuatro meses después con la entrada de CVC la estrategia cambia radicalmente y comienzan a desinvertir en los activos no estratégicos centrándose en las autopistas. No parece una casualidad.
- Probable apoyo de Critería a CVC en las decisiones estratégicas puesto que estaba de acuerdo con la entrada del fondo en el accionariado de la compañía y pretendía en un primer momento formar parte del acuerdo establecido entre ACS y CVC.
- Los medios de comunicación financieros y los profesionales del sector opinan que CVC influyó en la gestión de la compañía aun teniendo una minoría.

²⁵ Noticia en Invertia, 5 de mayo de 2011, “Reynés apunta que el fondo CVC no marca la reestructuración de Abertis”

d) Análisis del valor de la inversión

En el capítulo de “Revisión teórica del marco conceptual y las principales aportaciones a la cuestión” se ha mencionado que el horizonte temporal de inversión de un fondo de capital riesgo suele ser de 5 años. CVC adquirió su participación minoritaria en el año 2010 por lo que en agosto de este mismo año se cumpliría el plazo.

Enrique Salamero, en respuesta a la pregunta de si ve inminente la salida del fondo CVC del accionariado de Abertis durante 2015, señala que “[s]egún la lógica de un private equity debería salir de manera inminente” puesto que “[e]n 2015 ya ha cumplido un ciclo de 5 años.” En esta línea se pronuncia Javier Juliá exponiendo como razones de la posible desinversión “el tiempo que lleva en la inversión (5 años suele ser el tiempo máximo de inversión de los private equities) y los retornos que obtendría a los precios actuales (estaría en torno a un 20%)”

En este sentido, CVC ya ha iniciado el proceso de salida de la compañía. De hecho, el 4 de marzo de 2015, CVC anunciaba en Hecho Relevante, la venta de un paquete accionarial equivalente al 7,5% de las acciones mediante un proceso de colocación acelerada a un precio de 16,40 € (lo que supuso un descuento de aproximadamente 4,5% sobre el precio de cotización del día anterior). Tras esta venta, CVC pasa a poseer el 8,1% de Abertis, comprometiéndose a no vender en los siguientes 90 días.

Teniendo en cuenta el inicio del proceso de salida del fondo de accionariado de la compañía se ha procedido a analizar si la transacción ha sido exitosa o no. Para ello se ha procedido a calcular la Tasa Interna de Retorno (TIR) que el fondo de capital riesgo podría obtener teniendo en cuenta la caja obtenida por los dividendos recibidos, la venta del paquete del 7,5% el 4 de marzo de 2015 y asumiendo la venta al último precio de cotización disponible. Para ello se ha considerado y asumido:

- La inversión realizada por CVC en agosto del 2010
 - 1.718 millones de euros por la compra de un paquete de 114,5 millones de acciones, representativos del 15,5% de capital de Abertis.

- Esta compra se financió con un paquete de deuda de 750 millones de euros, según indica el informe de analista de 22 de enero de 2013 de Société Generale (banco que participó en la transacción).
 - Asumiendo esta deuda, el capital invertido por parte de CVC fue de 968 millones de euros.
- El cobro de dividendos ordinarios extraordinarios desde su entrada en la compañía.
 - La venta del paquete accionario del 7,5% el 4 de marzo de 2015, según hecho relevante, por 16,40 €.
 - El repago de la deuda contraída al adquirir Abertis en base a dichos dividendos recibidos y a la venta del paquete accionario.
 - La venta del paquete accionario restante (8,1%) tras el vencimiento del periodo de compromiso de no vender (90 días desde 4 de marzo de 2015), asumiendo que vende al mismo precio (16,40 €).

Tabla 3²⁶ (véase anexo IV)

TIR Accionista	01/08/2010	21/10/2010	28/06/2011	27/07/2011	27/07/2011	31/10/2011	12/04/2012	08/11/2012	03/04/2013	15/08/2013	06/11/2013	08/04/2014	04/11/2014	04/03/2015	04/06/2015
€ MM															
Cash recibido / (invertido) por CVC	(968)													660	1.186
Deuda BoP	(750)	(750)	(727)	(728)	(655)	(609)	(584)	(559)	(540)	(514)	(527)	(492)	(462)	(435)	-
Interés (7%)		(12)	(35)	(4)	-	(11)	(18)	(23)	(15)	(13)	(8)	(14)	(19)	(10)	-
Pago principal		34	34	77	46	36	43	42	42	44	44	44	46	435	-
Deuda EoP	(750)	(727)	(728)	(655)	(609)	(584)	(559)	(540)	(514)	(527)	(492)	(462)	(435)	-	-
TIR CVC														14,5%	
Cash to Cash CVC															1,9x

Fuente: elaboración propia

En base a las anteriores hipótesis, Abertis obtendría una TIR el 14,5% (multiplicaría por 1,9x el capital invertido), lo cual resultaría algo bajo si atendemos a los objetivos característicos de los fondos de *private equity* (rentabilidad media del 20%). Sin embargo, dadas las particularidades de la operación que hemos ido comentando (en especial, el hecho de ser un minoría en una compañía cotizada) y el hecho de que la inversión se ha realizado en plena crisis económica, se puede considerar que la operación ha sido razonablemente satisfactoria (aproximadamente 2,0x el capital invertido en una

²⁶ El 15 de agosto de 2013 se dio una refinanciación y se asume un coste de 3%

compañía de infraestructuras en minoría invirtiendo en el año 2010 no debe considerarse como un mal retorno).

e) La salida de CVC y el futuro de Abertis

Tras el inicio del proceso de desinversión por parte de CVC de la compañía, los profesionales del sector han reflexionado sobre el paso del capital riesgo por Abertis y el posible crecimiento que la empresa puede tener una vez sea efectiva la salida.

Enrique Salamero opina que la transacción ha sido positiva para la compañía y así lo ha reflejado el mercado. Destaca la revalorización de la acción en estos años, señalando que se ha duplicado prácticamente si se ajusta por dividendos, y el reparto de un dividendo recurrente muy atractivo. Asimismo considera que se trata de *“una operación brillante si bien necesita culminarla con una buena salida”*. Entiende que Abertis continuará focalizándose en el crecimiento de su actividad principal, las autopistas, alargando la vida de las concesiones y reduciendo su exposición a España, además de desinvertir en el resto de divisiones.

En esta línea Javier Juliá destaca la revalorización de la acción como manifestación positiva de la participación de CVC en Abertis. Opina que *“[t]ras la venta de sus otros negocios y la inminente salida a bolsa de su negocio de telecom, Abertis deberá conseguir afianzar su liderazgo en el sector de las autopistas. Para ello debe encontrar oportunidades que le permitan aumentar la vida media de sus concesiones (que actualmente es baja). Por otra parte, la mejora general de la economía (tráfico de vehículos) debería suponerle una mejora importante de resultados.”*

Jorge Luis también considera positiva la transacción para Abertis y destaca que la compañía ha reinvertido en sus negocios principales con lo recibido tras las ventas de negocios no estratégicos. Menciona que la estrategia en los últimos cinco años ha sido ser líder en autopistas por lo que cree que su próximo paso sea probablemente entrar en Estados Unidos.

Con lo expuesto se puede concluir que, tras la desinversión de CVC y la salida a bolsa de Abertis Telecom, la compañía seguirá centrándose en su actividad principal expandiéndose por Sudamérica y Estados Unidos con la intención de reducir su exposición a España.

IV. Resultados y Conclusiones

El objeto de este estudio ha sido analizar si las adquisiciones minoritarias en compañías cotizadas por parte de fondos de capital riesgo pueden ser una nueva vía de actividad para el sector. Basándose el trabajo en el único caso que se ha dado en España, se ha analizado si, con una participación minoritaria, se puede llegar a tener las herramientas necesarias para poder realizar una inversión de este tipo con éxito. Para ello se fijaron al principio los siguientes objetivos:

1. Estudiar si la adquisición encaja dentro de las transacciones típicas de un capital riesgo
2. Comprobar si CVC ha podido influir en la gestión de Abertis con solo una participación del 15.55%
3. Analizar el valor de la inversión a través del cálculo de la tasa interna de retorno (TIR) para comprobar la rentabilidad que está obteniendo el fondo en el proceso de desinversión que está llevando a cabo
4. Examinar si, con todo lo anterior, las adquisiciones minoritarias por parte de fondos de capital riesgo pueden ser exitosas.

Los resultados obtenidos en cada análisis pueden exponerse de la siguiente manera:

- La transacción objeto de estudio no es típica de la actividad del sector ni un LBO estricto puesto que:
 - no adquiere CVC el 100% de las acciones de Abertis Infraestructuras
 - ni traslada la deuda de la sociedad vehículo a la compañía.
- CVC teóricamente no puede ejercer el control de la compañía, y por tanto, tampoco influir de manera determinante en la gestión de la misma. Sólo podría ser así si tuviera el apoyo constante de otros accionistas mayoritarios como Critería. Del análisis se desprende que es probable dicho apoyo.

- El cálculo de la TIR (14,5%) ha resultado en la afirmación de tratarse de una transacción satisfactoria a pesar de las exigencias tradicionales de TIR del 20% por las particularidades de la operación y la crisis económica.

De lo expuesto se puede afirmar que las adquisiciones minoritarias en compañías cotizadas pueden ser exitosas cuando se cumplan los elementos siguientes:

- Adquisición con deuda a través de una sociedad vehículo
- Apoyo de accionistas mayoritarios para poder influir en la gestión
- Estrategia encaminada a generar valor (en este caso las desinversiones de activos no estratégicos)
- Desinversión a un buen precio

Los profesionales del sector destacan que *“son operaciones complicadas de replicar pero en el entorno actual de exceso de liquidez y escasez de oportunidades podrían darse”* (Enrique Salamero). En este sentido se pronuncia Javier Juliá diciendo que considera complicado que se vuelva a repetir y apuntando que, *“si se diera sólo sería posible siempre que hubiera un esquema similar donde los accionistas principales estén alineados”*

Finalizado el análisis se puede afirmar que, a pesar de ser una operación moderadamente exitosa, no es una operación fácil de imitar y poco atractiva puesto que deberían darse todos los elementos expuestos. Por ello, considero que la inversión minoritaria en compañías cotizadas por parte de fondos de capital riesgo, es altamente improbable que surja como una nueva vía de actividad para los mismos salvo que se repliquen las características destacadas en la transacción realizada por CVC.

V. Bibliografía

a) Libros y artículos científicos

- BIGNÉ, E, FONT, X, ANDREU, L, 2000, 'Marketing de destinos turísticos: Análisis de estrategias y desarrollo', *Esic Editorial*
- DEMARIA, C. 2013. 'Introduction to Private Equity: Venture, Growth, LBO and Turn-Around Capital', 2nd Edition, *Wiley*
- EISENHARDT, K. M. 1989, 'Building theories from case study research', *Academy of Management Review*, Vol.14, Nº 4, p. 532-550
- FRASER-SAMPSON, G. 2010. 'Private Equity as an asset class', 2nd Edition, *Wiley*
- LEONARD-BARTON, D, 1990, 'A dual methodology for case studies: synergistic use of a longitudinal single site with replicated multiple sites', *Organization Science*, Vol. 1, nº 1, p. 248-266
- LERNER, J. SORENSEN, M. & STRÖMBERG, 2011, 'Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation', *Journal Of Finance*, Vol. 66, nº 2, p. 445-477
- ROSENBAUM, J. PEARL, J. PERELLA, J. R. 2009, 'Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions', 2nd Edition, *Wiley*
- RUIZ OLABUÉNAGA, J. I. 2012, 'Metodología de la investigación cualitativa', Vol. 15 de Ciencias Sociales, *serie granate*
- SPRAGUE, C. 2008, 'Venture Capital and the Finance of Innovation', *Research Starters Business* (Online Edition)
- PEÑA, W. 2009, 'El estudio de caso como recurso metodológico apropiado a la investigación en ciencias sociales', *Revista Educación y Desarrollo Social*, Vol. 3, Nº 2, p. 186-187
- TELLIS, W. 1997, 'Application of a Case Study Methodology', *The Qualitative Report*, Vol. 3, Nº 3, p. 1-17
- PEÓN, Fortino, V. 2001, 'Un acto metodológico básico de la investigación social: la entrevista cualitativa', *Observar, escuchar y*

comprender sobre la tradición cualitativa en la investigación social, 63-95.

- YIN, R. 1993, 'Applications of case study research', *Newbury Park*, Sage Publishing

b) Informes y análisis profesionales

- ÁLVAREZ, J. INVERS, J. PALACÍN, G. PUIGDENGOLÉS, J. 2011, 'El Capital Riesgo: Análisis de su industria'
- BARTHEL, D. MARTÍ PELLÓN, J. ÁLFÉREZ, A. 2012, 'Impacto Económico y Social del Capital Riesgo 2012', *ASCRI*
- BARTHEL, D. ALFÉREZ, A. MARTÍ PELLÓN, J. SALAS DE LA HERA, M. 2014, 'Informe de actividad Capital Riesgo en España 2014', *ASCRI*
- DAKIN, M., 2014, 'Margin Bonds: Maximizing the Minority', *Clifford Chance*
- FRONTIER ECONOMICS, Mayo 2013, 'Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe', *EVCA*
- GREGORY, D., 2013, 'Private Equity and Financial Stability', *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1Q2013, p. 38
- LÓPEZ ITURRIAGA, F. J., RÓDRIGUEZ ESCUDERO, A. I., TASCÓN FERNÁNDEZ, J. 1993, 'Aproximación a los efectos financieros del Leverage Buyout'
- MANZANO, M. C. 2007, 'La Evolución de las operaciones de Leverage Buy Out y su financiación: Posibles implicaciones para la estabilidad financiera', *Banco de España*
- MARTÍ PELLÓN, J. SALAS DE LA HERA, M. 2011, 'Impacto Económico y Social del Capital Riesgo 2011'
- SALAS DE LA HERA, M. 2014 'El Private Equity en España 2014', *wecapitalriesgo*
- Informes ASCRI
 - Datos estadísticos año 2009
 - Datos estadísticos año 2008
 - NP - Cifras definitivas año 2010

- NP - Datos estadísticos año 2011
- NP ASCRI año 2006
- NP ASCRI estimación 2005
- NP ASCRI año 2007
- ZOZAYA GONZÁLEZ, N. RODRÍGUEZ GUERRA, J. 2007, 'Situación actual del capital riesgo en España y en el mundo', *Dirección General de Política de la PYME*

c) Recursos informáticos

- Abertis (www.abertis.com) – Cuentas anuales, presentaciones, noticias y hechos relevantes
 - Abertis, la internacionalización como motor de crecimiento (2008)
 - Anuncio público en relación con la OPA sobre Brisa de 5 de junio de 2012
 - Evolución de los negocios, Resultados año 2010
 - Evolución de los negocios, resultados año 2014
 - Hecho relevante con fecha 14 de enero de 2011, venta de Atlantia S.p.A.
 - Hecho relevante comunicado a la CNMV de 26 de octubre de 2011, venta de Saba
 - Hecho relevante y nota de prensa con fecha 30 de octubre de 2014 - La compañía remite nota de prensa sobre el Plan Estratégico 2015-2017 y los resultados de los primeros nueve meses
 - Hecho relevante comunicado a la CNMV de 4 de marzo de 2015 - Colocación acelerada de acciones de Abertis Infraestructuras, S.A.
 - Informe anual de Gobierno Corporativo 2010
 - Informe anual de Gobierno Corporativo 2014
 - Nota de prensa de Abertis con fecha 2 de abril de 2012, 'Abertis entra en el mercado de las infraestructuras de

comunicaciones móviles con la adquisición de 500 torres a Telefónica'

- Nota de prensa de Abertis con fecha 6 de agosto de 2012, 'El Consejo de Administración de abertis da luz verde al proyecto de integración de concesiones de autopistas de OHL en Brasil'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 21 de diciembre de 2012 'abertis cierra la adquisición a OHL de tres autopistas en Chile'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 25 de julio de 2013, 'abertis toma el control de Hispasat con la adquisición al INTA de un 16,42% del capital del operador de satélites'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 1 de agosto de 2013, 'Abertis acuerda la venta del aeropuerto de London Luton a un consorcio liderado por Aena'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 4 de febrero de 2014, 'Abertis se convierte en socio mayoritario de metropistas tras comprar un 6% adicional a fondos gestionados por Goldman Sachs'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 12 de mayo de 2014, 'Abertis adquiere TowerCo, operadora de las torres de telefonía móvil de la red de autopistas en Italia'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 3 de junio de 2014, 'Abertis finaliza un proceso de colocación acelerada entre inversores cualificados del 5% de acciones de Eutelsat'
- Nota de prensa de Abertis con fecha 23 de julio de 2014 ' El beneficio neto de Abertis crece un 5% en el primer semestre hasta los 306 millones de euros'
- Presentación Abertis Overview, 9M2014

- CNMV – Hechos Relevantes

- Contrato de Inversión y entre Socios entre Trebol Holdings

- S.A.R.L. y Actividades de Construcción y Servicios, en relación con Abertis Infraestructuras, S.A.
- Hecho relevante comunicado por Criteria con fecha 5 de junio de 2010
 - Hecho relevante comunicado por Criteria con fecha 10 de agosto de 2010
 - Hecho relevante comunicado por ACS con fecha 31 de agosto 2010
- Financial Times
- MULLIGAN, M., 'Abertis investors eye €25bn buy-out', 6 de julio 2010
 - MULLIGAN, M., 'ACS sells stake in Abertis to CVC', 11 de agosto 2010
- Invertia
- Noticia en Invertia, 5 de mayo de 2011, 'Reynés apunta que el fondo CVC no marca la reestructuración de Abertis'
- National Venture Capital Association (NVCA) (<http://nvca.org/>)
- Venture Investment Documents – Q4 2014 National Data
- Reuters noticias
- 'CVC ultimaría su entrada en Abertis de la mano de ACS', 9 de agosto 2010
- SEC – U.S. Securities and Exchange Comission, <http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm>
- Thomson Reuters – Informes analistas y noticias
- Informe analistas JP Morgan de 18 de marzo de 2010
 - Informe analistas Credit Suisse de 23 de agosto de 2010

- Informe analistas Société Generale de 22 de enero de 2013
 - Noticia 'CVC ultimaría su entrada en Abertis de la mano de ACS', 9 de agosto 2010
- Wall Street Journal
 - Noticia 'Blackstone's Man at Deutsche Telekom Changes Role at Buyout Firm', 22 de febrero 2010
- Web Capital Riesgo
 - MARTÍ PELLÓN, J. 2012, 'Introducción al Capital Riesgo: tipos de operaciones y estructuración de la inversión', <http://es.slideshare.net/SalonMiEmpresa/webcapitalriesgocom-introduccion-al-capital-riesgo>

d) Recursos legales

- 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
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

VI. Anexos

a) Anexo I

i. **Entrevistado: Enrique Salamero, Director en AZ Capital.**

1. ¿Cuáles son, a su juicio, las principales aportaciones de los fondos de capital riesgo a la economía española?

Depende de la estrategia que adopte el fondo. Cuando adoptan una estrategia de gestión activa y sostenible, los fondos de capital riesgo son dinamizadores y permiten optimizar la gestión de las compañías. Sirven para suplir carencias e implantar disciplina de equipos gestores en ocasiones “acomodados”. Un ejemplo claro es, en mi opinión, las sucesivas operaciones de MIVISA que partiendo de una empresa local han dado lugar a una multinacional líder.

En contraposición a estos fondos, existen aquellos pasivos que actúan como meros socios financieros y que basan su retorno en el apalancamiento y no en la expansión de múltiplo. La aportación de este grupo no me parece reseñable y puede ser incluso negativa.

2. ¿Cree que la adquisición por parte de CVC de una minoría de Abertis es una transacción peculiar para un *private equity*?

Sí, por tres razones: i) fue una minoría, ii) de tamaño muy relevante en iii) en una compañía de infraestructuras que, por definición, ofrecen unos retornos relativamente alejados de los exigidos por un PE

3. ¿Conoce algún otro caso en el que un *private equity* realice una transacción del mismo tipo sin llegar a tener la suficiente participación para realizar un *Public to Private*?

Aunque no es exactamente comparable por ser un fondo de infraestructuras, podría citar la toma de una participación minoritaria en CLH por parte de AXA PE (Ardian)

4. En su opinión, ¿cuál cree que fue la razón por la que CVC sólo adquirió un 15,55% de la compañía y no levantó una mayor financiación para adquirir el resto?

Sin conocer la operación directamente, entiendo que se hubiera encontrado con la oposición del mayor accionista.

5. ¿Es habitual que la deuda que contrae el *private equity* para adquirir la compañía la mantenga en la sociedad vehículo sin ir traspasándola a la compañía adquirida? Si es así, ¿cuándo suele realizarse?

En este caso, al tratarse de una minoría no era posible trasladar la deuda. En caso de haber sido una mayoría, con la normativa anterior lo habitual hubiera sido crear un grupo de consolidación fiscal con la sociedad vehículo y fusionarlas una vez pasado el plazo mínimo, que creo que era de 3 años (de hecho, los bancos solicitaban fusionar las compañías adquiridas y adquirientes una vez pasado el plazo).

Esta estructura es habitual en minorías, cuando no se tenga poder político para forzar una refinanciación de la operativa o cuando no sea fiscalmente eficiente.

6. ¿Cree usted que la entrada de CVC en Abertis supuso un cambio en la política de gestión de la compañía? ¿Fue capaz de influir de manera significativa en la toma de decisiones de la compañía con un % accionarial del 15,55%?

Sin conocer los detalles de la operación, entiendo que sí supuso un golpe de timón ya que impulsó la implementación de eficiencias de gestión y una estrategia de focalización en áreas de negocio clave. Desde su entrada, adelgazó la estructura y apoyó la desinversión de las áreas non-core (aparcamiento, logística y aeropuertos). Entiendo que para poder implementar esta estrategia debió consensuarlo con el resto de socios ya que dudo que sus derechos políticos le dieran tales facultades.

7. ¿Cree que la entrada de CVC en Abertis ha sido positiva para la Compañía? ¿y para el resto de accionistas? ¿para la propia CVC? En caso afirmativo, ¿cree usted que podrían darse más operaciones de este tipo en el futuro?

Desde mi punto de vista sí y el mercado así lo ha reflejado. La acción se ha revalorizado significativamente (prácticamente se ha duplicado si la ajustamos por dividendos) y ha entregado un dividendo recurrente muy atractivo. Desde el punto de vista de CVC creo que ha debido ser una operación brillante si bien necesita culminarla con una buena salida.

Me parecen operaciones complicadas de replicar pero en el entorno actual de exceso de liquidez y escasez de oportunidades podrían darse

8. ¿Ve inminente la salida de CVC de Abertis durante 2015?

Según la lógica de un *private equity* debería salir de manera inminente. En 2015 ya ha cumplido un ciclo de 5 años.

9. ¿Cuáles son las perspectivas de crecimiento de Abertis tras haber vendido gran parte de sus negocios?

Entiendo que focalizarse en i) crecer en autopistas que alarguen su vida media y reduzcan su exposición a España y ii) desinvertir en el medio/largo plazo el resto de divisiones. Adicionalmente entiendo que continuará implementando eficiencias aunque deberían ser residuales.

b) Anexo II

i. Entrevistado: Javier Juliá, Director en AZ Capital

1. ¿Cuáles son, a su juicio, las principales aportaciones de los fondos de capital riesgo a la economía española?

En general son entes dinamizadores de las empresas en particular y de la economía en general.

Su búsqueda de rendimiento de la inversión hace que aporten una visión muy profesional y optimizadora (sobre todo desde el punto de vista financiero) a la gestión de las compañías españolas. Esto cobra una mayor relevancia en empresas de tamaño medio y pequeño que suponen la parte esencial del tejido empresarial español.

Como punto negativo, cabe comentar que dicha búsqueda de rendimiento a veces conlleva exponer a las empresas a situaciones

demasiado arriesgadas en cuanto a los niveles de deuda se refiere. Esto ha provocado la quiebra de infinidad de empresas durante los últimos años de crisis, que teniendo modelos de negocio sostenibles, no fueron capaces de hacer frente a sus pagos.

2. ¿Cree que la adquisición por parte de CVC de una minoría de Abertis es una transacción peculiar para un *private equity*?

Lo es sin duda por diferentes motivos:

- Los fondos de capital riesgo suelen preferir la inversión en mayoría para poder influir en la gestión. Si bien, suelen hacerse excepciones siempre que se aseguren cierto poder de influencia y los retornos previstos sean atractivos. Por su naturaleza, el fondo de *private equity* nunca será un inversor pasivo en una compañía

- Dada la premisa de necesidad de influir en la gestión y unido a los altos niveles de endeudamiento a los que someten a las compañías (necesarios para obtener los retornos exigidos), es altamente difícil que un *private equity* invierta en compañías cotizadas:

- Para poder influir en la gestión debería tener mayoría, lo que le obligaría a lanzar OPA

- Los niveles de endeudamiento de las compañías cotizadas son más bajos que las privadas dado el perfil medio del inversor (con menor aversión al riesgo y con deseo de dividendos). Compañías cotizadas con altos niveles de

apalancamiento son menos atractivas desde ese punto de visto y por tanto suelen cotizar a descuento

- Por lo tanto ver un fondo de *private equity* invirtiendo una minoría cotizada es realmente peculiar

3. ¿Conoce algún otro caso en el que un *private equity* realice una transacción del mismo tipo sin llegar a tener la suficiente participación para realizar un *Public to Private*?

No dentro de fondos de *private equity*

4. En su opinión, ¿cuál cree que fue la razón por la que CVC sólo adquirió un 15,55% de la compañía y no levantó una mayor financiación para adquirir el resto?

En el momento de la compra (julio-agosto 2010) el apetito de los bancos por grandes operaciones de deuda era escaso debido a la fuerte crisis y reajuste en el que estaban inmersos. Probablemente no fue capaz de conseguir la financiación o el coste de la misma era demasiado elevado

5. ¿Es habitual que la deuda que contrae el *private equity* para adquirir la compañía la mantenga en la sociedad vehículo sin ir traspasándola a la compañía adquirida? Si es así, ¿cuándo suele realizarse?

Primero de todo, hay que aclarar que el *private equity* no puede comprar una compañía apalancando dicha compañía adquirida ya que sería un caso de asistencia financiera prohibida y sancionada por la ley.

Por lo tanto, este tipo de operaciones (compras apalancadas) suelen, en un primer momento se llevan a cabo desde sociedades vehículo que

son poseedoras de las acciones de la compañía adquirida y que reciben la deuda financiera y el *equity* necesarios para comprar dichas acciones.

El principal interés de traspasar la deuda a la sociedad adquirida es el de otorgar mayores garantías (generalmente de tipo hipotecario) a los bancos financiadores y lograr así una reducción del coste de financiación. Como hemos dicho esto no puede realizarse en el momento de la adquisición ya que supondría asistencia financiera. Para dar garantías en este primer momento, se suele dar prenda a favor de los bancos de las acciones que posee la sociedad vehículo de la sociedad adquirida y se pignoran las cuentas de la sociedad vehículo.

Para poder traspasar la deuda a la compañía adquirida se debe realizar una fusión de ambas compañías (adquirida y vehículo) pero para poder realizarse debe existir un informe de fusión (realizado por un experto independiente) que justifique dicha operación. Generalmente para poder lograr dicha fusión suele transcurrir un tiempo de dos a tres años.

Por tanto, sí es habitual que el *private equity* (cada vez más debido a las restricciones del regulador) mantenga la deuda en la sociedad adquirida y sólo se realiza el traspaso (fusión de sociedades) si existe una motivación económica que lo justifique (a través de informe de experto independiente que ha de ser aprobado por el registro) y siempre que no se quebranten los intereses de accionistas minoritarios ni de otros proveedores. En el caso de Abertis y CVC, este último no puede traspasar

la deuda por que existen otros accionistas y otros proveedores cuyos intereses quedarían quebrantados.

6. ¿Cree usted que la entrada de CVC en Abertis supuso un cambio en la política de gestión de la compañía? ¿Fue capaz de influir de manera significativa en la toma de decisiones de la compañía con un % accionarial del 15,55%?

Atendiendo a los hechos, claramente sí. Si bien se debería matizar que, dada su situación accionarial, no podría haber llevado a cabo el cambio en la gestión sin el beneplácito de los otros dos accionistas principales

7. ¿Cree que la entrada de CVC en Abertis ha sido positiva para la Compañía? ¿y para el resto de accionistas? ¿para la propia CVC? En caso afirmativo, ¿cree usted que podrían darse más operaciones de este tipo en el futuro?

Atendiendo a la revalorización de la acción, sí lo fue. Es complicado que se vuelva a ver. Si bien, si se diera sólo sería posible siempre que hubiera un esquema similar donde los accionistas principales estén alineados

8. ¿Ve inminente la salida de CVC de Abertis durante 2015?

Sí, por el tiempo que lleva en la inversión (5 años suele ser el tiempo máximo de inversión de los private equities) y los retornos que obtendría a los precios actuales (estaría en torno a un 20%)

9. ¿Cuáles son las perspectivas de crecimiento de Abertis tras haber vendido gran parte de sus negocios?

Tras la venta de sus otros negocios y la inminente salida a bolsa de su negocio de telecom, Abertis deberá conseguir afianzar su liderazgo en el sector de las autopistas. Para ello debe encontrar oportunidades que le permitan aumentar la vida media de sus concesiones (que actualmente es baja). Por otra parte, la mejora general de la economía (tráfico de vehículos) debería suponerle una mejora importante de resultados.

c) Anexo III

i. Entrevistado: Jorge Luis, Asociado en AZ Capital

1. ¿Cuáles son, a su juicio, las principales aportaciones de los fondos de capital riesgo a la economía española?

Para mí las principales aportaciones se podrían resumir en 3 puntos:

- Crecimiento empresarial: ya que permite en muchos casos abarcar con garantías nuevos mercados (i.e. caso de Talgo con Trilantic)
- Profesionalización de la gestión ya que obliga a las empresas participadas a incorporar gestores experimentados y de confianza por un lado y a adoptar estándares de mercado por otro i.e. reporting, criterios de inversión.
- Fuentes de liquidez para accionistas, puesto que en muchas ocasiones, especialmente en empresas familiares de +2ª generación

la entrada de este tipo de actores facilitan soluciones accionariales que bloquean en muchos casos las compañías

2. ¿Cree que la adquisición por parte de CVC de una minoría de Abertis es una transacción peculiar para un *private equity*?

En su momento no me pareció peculiar en absoluto, si bien es cierto que pensé que aumentaría su participación o realizaría operaciones corporativas más sonadas

3. ¿Conoce algún otro caso en el que un *private equity* realice una transacción del mismo tipo sin llegar a tener la suficiente participación para realizar un *Public to Private*?

Pues lo cierto es que no de ese tamaño, pero entiendo que ha habido a mucho menor nivel en compañías industriales. Por desgracia no tengo conocimiento de ninguna.

4. En su opinión, ¿cuál cree que fue la razón por la que CVC sólo adquirió un 15,55% de la compañía y no levantó una mayor financiación para adquirir el resto?

Entiendo que o porque el resto de accionistas mayoritarios dejaron muy claro que no iban a vender o porque no lo consideró la mejor estrategia de inversión (i.e. esperaba comprarle la participación a ACS). También puede ser por el tamaño del fondo. Hay que tener en cuenta que la transacción tiene un tamaño muy significativo, y que concentrar el riesgo en un periférico en 2010 no estaba bien visto.

5. ¿Es habitual que la deuda que contrae el *private equity* para adquirir la compañía la mantenga en la sociedad vehículo sin ir traspasándola a la compañía adquirida? Si es así, ¿cuándo suele realizarse?

Entiendo que debería ser el caso base para cualquier PE que no obtenga una mayoría. En realidad, el hecho de mantener una deuda desde arriba aumenta de forma significativa el riesgo y muchos PE son reacios. Incluso dentro de los PE's hay muchos estilos y formas de entender los riesgos (industrial, financiero, macro...)

6. ¿Cree usted que la entrada de CVC en Abertis supuso un cambio en la política de gestión de la compañía? ¿Fue capaz de influir de manera significativa en la toma de decisiones de la compañía con un % accionarial del 15,55%?

Creo que sí, a nivel de requisitos de inversión en nuevas oportunidades y eficiencias. No a nivel de gobierno corporativo puesta que ya era una de las grandes cotizadas del IBEX.

7. ¿Cree que la entrada de CVC en Abertis ha sido positiva para la Compañía? ¿y para el resto de accionistas? ¿para la propia CVC? En caso afirmativo, ¿cree usted que podrían darse más operaciones de este tipo en el futuro?

Entiendo que sí que ha sido positiva para Abertis Para el resto de accionistas y dado que lo ha sido para Abertis entiendo que también, si bien es cierto que cada accionista tiene sus intereses particulares y es seguro que algunos hubiesen preferido más dividendos o más inversiones

8. ¿Ve inminente la salida de CVC de Abertis durante 2015?

Sí, será cuestión de tiempo que puedan vender el restante 7,5%

9. ¿Cuáles son las perspectivas de crecimiento de Abertis tras haber vendido gran parte de sus negocios?

Reinvertir! No ha vendido gran parte de los negocios, los ha reinvertido. Brasil, Chile, Puerto Rico, posiblemente EEUU en el futuro. Si no recuerdo mal el objetivo en la presentación a analistas de Abertis era ser líder en los mercados que opera (llevan ya 5 años con ese objetivo), de forma que se ha focalizado en aquellos en los que realmente puede situarse a primera posición mundial → Autopistas. El crecimiento pasa por la compra de activos en el mercado (a accionistas o nuevas concesiones).

d) Anexo IV

i. **Calculo de la TIR**

		TIR Accionista														
€ MM		01/08/2010	21/10/2010	28/06/2011	27/07/2011	27/07/2011	31/10/2011	12/04/2012	08/11/2012	03/04/2013	15/08/2013	06/11/2013	08/04/2014	04/11/2014	04/03/2015	04/06/2015
	Cash recibido / (invertido) por CVC	(968)													660	1.186
	Deuda BoP	(750)	(750)	(727)	(728)	(728)	(655)	(609)	(584)	(559)	(540)	(527)	(492)	(462)	(435)	
	Interés (7%)		(12)	(35)	(4)	(4)	-	(11)	(18)	(23)	(15)	(8)	(14)	(19)	(10)	-
	Pago principal		34	34	77	77	46	36	43	42	42	44	44	46	435	-
	Deuda EoP	(750)	(727)	(728)	(655)	(655)	(609)	(584)	(559)	(540)	(514)	(492)	(462)	(435)	-	-
	TIR CVC		14,5%													
	Cash to Cash CVC		1,9x													