



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
ICADE

***PRIVATE EQUITY Y EL ATRACTIVO DEL
LOWER MIDDLE MARKET EN ESPAÑA***

Autor: Manuel Conde Escabias
Director: David Pérez Renovales

MADRID | Junio 2024

Resumen

El presente trabajo analiza si resulta atractiva la inversión de los fondos de capital de riesgo en el *Lower Middle Market* (parte baja del mercado) español. Para ello, se realiza un estudio exhaustivo del tejido productivo en España y se comprueba que el país presenta una alta proporción de pymes y un claro desajuste entre la oferta disponible y la demanda de capital. Para profundizar en la magnitud de la potencial oportunidad, se realiza un análisis de los retornos obtenidos por los fondos de capital de riesgo y el tamaño de las compañías adquiridas. Así, gestoras que adquieran empresas de menor tamaño tienden a generar retornos más elevados para sus accionistas. Como efecto, se pasa a identificar los principales factores que resaltan las características atractivas del *Lower Middle Market* como segmento en el que se centre la inversión. Una vez determinados dichos aspectos, se extrapolan las características halladas al contexto de España, donde se confirma el atractivo tanto de la parte baja del mercado como del país en general como entorno que favorezca la inversión del *private equity*.

Palabras clave

Private equity, *Lower Middle Market*, pyme, retornos.

Abstract

This paper analyses the attractiveness of venture capital investment in the Spanish Lower Middle Market. To this end, an exhaustive study Spain's productive environment is carried out and it is found that the country presents a high proportion of SMEs and a clear mismatch between the available supply and the demand for capital. In order to further explore the magnitude of the potential opportunity, an analysis of the returns obtained by private equity funds and the size of the companies acquired is carried out. Thus, it is confirmed that investment firms acquiring smaller companies tend to generate higher returns for their shareholders. Consequently, the study proceeds to analyze the main factors that highlight the attractive characteristics of the Lower Middle Market as a segment in which to invest. Once these aspects have been identified, the resulting characteristics are extrapolated to the context of Spain, where it is confirmed the attractiveness of both the lower part of the market and the country as an environment that favours private equity investments.

Key words

Private equity, Lower Middle Market, SME, returns.

Índice

1. INTRODUCCIÓN	6
1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA.....	6
1.2. OBJETIVO	7
1.3. METODOLOGÍA.....	7
1.4. ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	8
2. EL SECTOR DEL <i>PRIVATE EQUITY</i>	8
2.1. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA DEL <i>PRIVATE EQUITY</i>	8
2.2. HISTORIA DEL <i>PRIVATE EQUITY</i>	10
2.3. EL ATRACTIVO DEL <i>PRIVATE EQUITY</i> COMO ACTIVO DE INVERSIÓN	11
3. LAS PYMES EN ESPAÑA	14
3.1. DEFINICIÓN DE PYME Y SUS CARACTERÍSTICAS EN ESPAÑA.....	14
3.2. CONSECUENCIAS DE UN TEJIDO PRODUCTIVO DOMINADO POR PYMES	16
3.3. RETOS ACTUALES PARA LAS PYMES EN ESPAÑA	20
4. <i>PRIVATE EQUITY</i> EN EL <i>LOWER MIDDLE MARKET</i>	22
4.1. PALANCAS DE CREACIÓN DE VALOR	22
4.2. ASPECTOS QUE APOYAN LA INVERSIÓN EN EL LMM	24
4.2.1. AMPLIO UNIVERSO DE POSIBLES INVERSIONES.....	25
4.2.2. MENORES MÚLTIPLOS DE ENTRADA	25
4.2.3. MENOR APALANCAMIENTO NECESARIO	28
4.2.4. POTENCIAL DE TRANSFORMACIÓN	29
4.2.5. OPORTUNIDADES DE SALIDAS	31
4.2.6. ARBITRAJE DE MÚLTIPLO.....	32
5. EL ATRACTIVO DEL <i>LOWER MIDDLE MARKET</i> EN ESPAÑA	34
6. <i>THE CASE FOR SPAIN</i>	41
7. CONCLUSIONES	45
8. BIBLIOGRAFÍA	47
9. ANEXOS	53

1. Introducción

1.1. Justificación del tema

España es un país en el que las pymes (pequeñas y medianas empresas) representan el 99,8% del número de empresas y el 68,4% de los empleos. A nivel europeo, la importancia de estas empresas es igual de relevante, representando el 99% del número de empresas y 64% del empleo a nivel europeo (Eurostat, 2023). Como efecto, las pymes actúan como el motor fundamental de las economías y, por lo tanto, influyen de manera directa en la productividad de un país y en el bienestar de sus ciudadanos (Madgavkar et al., 2024). No obstante, pese a su papel crucial en la economía española, las pymes se enfrentan a obstáculos que frenan su potencial de crecimiento como la dificultad de acceso a la financiación y la falta de profesionalización organizativa (CEPYME, 2023). Para ayudar a superar estas barreras hacia el crecimiento del negocio, estas empresas necesitan el apoyo de un socio estratégico que pueda proporcionar capital e implementar mejoras operativas.

Los socios estratégicos potenciales por excelencia que podrían ayudar a las pymes a mitigar el impacto de estos obstáculos y encarrilar a las empresas en la senda de crecimiento son los fondos de capital de riesgo (*private equity*). Sin embargo, y pese a la gran representación que tienen las pymes en la economía, tanto en la española como en la europea, apenas un 20% de los fondos de capital de riesgo invierten en ellas (Prejin, 2023). Este hecho, subraya el gran desajuste que existe actualmente entre la oferta y demanda de capital, que resulta en una clara falta de financiación a las pymes y en un menor crecimiento de la economía general.

Por otro lado, dado que el foco actual de la gran parte de las gestoras de capital de riesgo está en empresas de mayor tamaño, que se transaccionan a través de procesos de venta competitivos, los precios de compra de las compañías tienden a ser superiores (Lightbown, 2023). Este mayor precio repercute, a su vez, en la elección de fuentes de financiación del *private equity* para acometer la adquisición. Como efecto, dada la tendencia de la última década de crear valor mediante el apalancamiento, así como el entorno actual de altos tipos de interés (Binfare et al., 2022), las gestoras deben identificar huecos en el mercado que les permita generar retornos atractivos para sus inversores. Teniendo en cuenta lo mencionado, el presente trabajo intenta descubrir si puede existir una relación simbiótica favorable entre las pymes y los fondos de *private equity* en España.

1.2. Objetivo

Este trabajo tiene por objetivo analizar el atractivo de las pymes en España como posibles oportunidades de inversión para fondos de *private equity*. Para ello, se analizará el entorno de las pymes en España y los aspectos que apoyarían la inversión por parte de fondos de capital de riesgo. A lo largo de este estudio se buscan aspectos específicos a las operaciones de los negocios, relativas a las dinámicas del mercado, que engloban factores macroeconómicos y datos históricos que ayuden a descubrir si el *Lower Middle Market* español resulta un segmento atractivo de inversión para los fondos de capital de riesgo.

1.3. Metodología

La metodología utilizada a lo largo del estudio es principalmente deductiva y cualitativa. En lo que concierne a la perspectiva deductiva, el autor empieza analizando aspectos generales para posteriormente obtener conclusiones específicas. De esta forma, se empieza estudiando el sector del *private equity* general y el tejido productivo en España para finalmente centrarse en el *private equity* del *Lower Middle Market* español.

Respecto a la metodología cualitativa, el estudio busca entender las implicaciones de las pymes en España e identificar los aspectos de esta parte del mercado que justifiquen la inversión por parte de un *private equity*. Dicho esto, cabe mencionar que el autor realiza un breve análisis cuantitativo para comparar los retornos obtenidos de los fondos segmentados por región y por tamaño de la inversión, para lo que recurre a la plataforma Preqin (base de datos especializada en la industria de inversiones alternativas). A través de esta base de datos, se recopilan los retornos de los fondos y se realiza una comparación entre regiones y magnitud de la inversión con el fin de estudiar si existen diferencias significativas y consistentes entre los retornos obtenidos (en términos de tasa interna de retorno y múltiplo sobre el capital invertido). Una vez probada la asimetría entre los retornos logrados, el autor identifica posibles factores que justifiquen estas diferencias en función del tamaño medio de las empresas adquiridas tanto a nivel general como aplicado al contexto de España.

1.4. Estructura del trabajo

El presente trabajo se organiza en cinco grandes secciones con el fin de analizar el tema objeto de estudio de forma exhaustiva y cohesionada. Dichos bloques siguen una estructura que pasa de lo general a lo específico, en línea con la metodología deductiva planteada anteriormente. Como efecto, el trabajo comenzará por estudiar el *private equity* como categoría de inversión, así como el *Lower Middle Market* en España hasta terminar analizando el atractivo del *private equity* en el segmento bajo del mercado español.

Consecuentemente, en el primer apartado del estudio, se realiza una contextualización del sector de capital de riesgo, incluyendo el origen del mismo y el atractivo para inversores. A continuación, el segundo apartado se centra en analizar el tejido productivo en España y la influencia de las pymes, incluyendo las consecuencias de este hecho y los retos que experimentan estas empresas. Posteriormente, el tercer apartado se dedica a exponer los factores que fomentan que las gestoras de capital de riesgo seleccionen el *Lower Middle Market* como un segmento atractivo en el que invertir. El cuarto apartado busca estudiar cómo los factores identificados en el bloque anterior están presentes en España y, por último, se dedica un apartado a entender los aspectos macroeconómicos que favorecen a España como destino de inversión.

2. El sector del *private equity*

2.1. Descripción de la industria del *private equity*

El término *private equity* o capital de riesgo hace referencia a inversiones en el capital de compañías que no cotizan en los mercados públicos y, por lo tanto, no son accesibles para el público general (Gompers y Kaplan, 2022). Sin embargo, un *private equity* es el nombre que comúnmente recibe una gestora de fondos de capital de riesgo, encargada de administrar dichas inversiones. De este modo, un *private equity* es la entidad que actúa de intermediaria para que los inversores puedan acceder a compañías privadas.

Dicho esto, y pese a que el capital de riesgo incluye la inversión en compañías en cualquier fase de crecimiento, destacan tres estrategias principales: *venture capital*, *growth equity* y *buyouts* (Cote, 2021). Las diferencias principales entre dichas estrategias residen en la etapa de vida de la compañía en la que invierten. Así, los fondos de *venture capital* se enfocan en

compañías en su fase inicial o de creación, los fondos de *growth* invierten en compañías en fase de crecimiento y los *buyouts* hace referencia a inversiones en compañías en fase de madurez o de consolidación (Sheyner, 2018). Tras haber realizado esta distinción, conviene recalcar que el término *private equity* suele usarse en la mayoría de los casos en el contexto de *buyouts*, por su importancia histórica y tamaño del mercado, que actualmente supera el 30% de todo el capital privado disponible para invertir (Bain, 2024). En España, la definición de *private equity* aparece reflejada en el Preámbulo de la Ley 22/2014:

“El capital-riesgo comprende tanto lo que se ha venido denominando venture capital, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como *private equity*, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital-riesgo a préstamos para poder financiarlas”.

Una gestora de *private equity* conlleva la gestión de uno o varios fondos de capital, que pueden o no seguir una estrategia determinada. Esta estrategia hace referencia al foco específico en el que se centra cada fondo distinto, que puede depender de:

- a. **Localización geográfica:** se centra en una región determinada (ej. *The Baring Asia Private Equity Fund VII* (EQT), centrado en la región de APAC).
- b. **Actividad empresarial:** busca comprar activos en industrias determinadas (ej. *EW Healthcare Partners Fund 3* (EW Healthcare Partners), centrado en el sector de la salud).
- c. **Fase del ciclo:** busca comprar compañías en una fase determinada de su ciclo de vida (ej. *Sherpa Capital Special Situations III* (Sherpa Capital), enfocado en compañías en situaciones de dificultades financieras).
- d. **Porcentaje de adquisición:** fondos centrados en el control de una compañía o en adquirir una participación minoritaria (ej. *Portobello Capital Structured Partnerships Fund I* (Portobello Capital), centrado en tomar posiciones minoritarias).
- e. **Segmento del mercado:** fondos orientados a adquirir participaciones en compañías en un determinado segmento del mercado (ej. *The Compass Fund* (FSN Capital), enfocado en comprar empresas del *Lower Middle-Market*).

Aunque estas sean algunas de las clasificaciones comúnmente encontradas en el mercado, existen infinidad de posibles estrategias posibles que un fondo individual puede seguir, otorgando a la gestora mayor alcance y flexibilidad a la hora de tomar decisiones de inversión.

2.2. Historia del *private equity*

El origen exacto del capital de riesgo es difícil de identificar dado que hasta mediados del siglo XX las inversiones privadas, conocidas como capital de desarrollo, se realizaban de forma puntual por individuos o grupos de inversores que acometían su propio capital (Sheyner, 2018). No obstante, el consenso general fija el comienzo del *private equity* en 1946, con la creación de las compañías *American Research and Development Corporation* (o ARDC) y J.H. Whitney & Company (o JHW), que empezaron a recaudar capital ajeno para realizar inversiones.

A lo largo de las décadas de 1960 y 1970, la industria de capital privado comenzó a consolidarse y destacaron aquellas gestoras enfocadas en empresas emergentes, especialmente en el ámbito tecnológico. Durante este periodo se fundaron gestoras como TA Associates y Apax Partners y se realizaron inversiones exitosas como Genentech, Apple Inc. o Compaq. A lo largo de estos años se empezaron a realizar compras apalancadas (o LBO, por sus siglas en inglés), con precursores como Warren Buffet, Victor Posner o Nelson Peltz. Asimismo, la década de los 70 trajo consigo un cambio normativo en Estados Unidos con la modificación de la Ley de Seguridad de los Ingresos de Jubilación de los Empleados (ERISA, por sus siglas en inglés), que permitió a los fondos de pensiones destinar recursos al capital privado, ampliando así las potenciales fuentes de capital para las gestoras. Este crecimiento del sector propició la aparición de *private equities* reconocidos actualmente a nivel mundial como KKR, Cinven, Blackstone, Bain Capital y Carlyle, así como transacciones récord como RJR Nabisco en 1989 (mayor LBO en de la historia durante 17 años. No obstante, los altos niveles de apalancamiento durante esta etapa y el colapso del mercado de bonos basura en 1989 desembocaron en un gran número de empresas en bancarrota.

Desde entonces, y con la llegada del nuevo milenio, el capital privado experimentó una revitalización con transacciones cada vez más frecuentes y de mayor valor, y el foco se alejó de adquisiciones hostiles en favor de la creación de valor en las empresas a través de mejoras operativas (Sheyner, 2018).

En España, se considera que el año de nacimiento del sector de *private equity* en el país fue en 1986 (ASCRI, 2013) y, desde entonces, se ha desarrollado significativamente. En el año 2022, en España había más de 100 gestoras, lo que duplica el número de las existentes en 2006 (Ernst & Young, 2023b). Asimismo, el valor de los activos bajo gestión por parte de fondos nacionales se situó en los €15.000 millones, cuantía que es un 60% al total de activos gestionados en 2013. En relación a los niveles de inversión, a lo largo de 2022 se invirtieron cerca de €1,700 millones entre 594 operaciones, datos que contrastan con las 308 operaciones realizadas en el año 2013 por un valor de €410 millones (Ernst & Young, 2023b). Estos datos reflejan el recorrido que ha experimentado el sector del *private equity* en el país desde su nacimiento y reflejan el atractivo del mercado español para inversores privados.

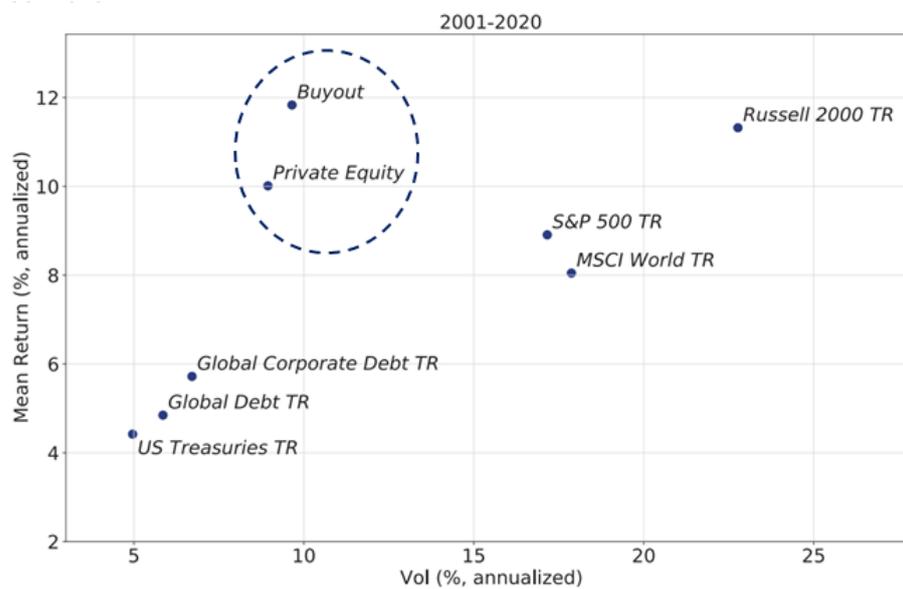
2.3. El atractivo del *private equity* como activo de inversión

El capital privado posee ciertas ventajas frente a otras categorías de activos financieros para los inversores, entre las que el autor destaca las siguientes: (i) retornos superiores, (ii) diversificación y (iii) acceso a oportunidades privadas de inversión.

a. **Retornos superiores:** como avalan varios estudios (Harris, Jenkinson y Kaplan et al., 2013; Stucke y Higson, 2012; Kaplan y Sensoy, 2014), los fondos de *private equity* han sido capaces de generar retornos más atractivos, netos de comisiones, que los mercados de capital públicos a lo largo de las últimas dos décadas. Además, dada su relativamente menor volatilidad anualizada, la categoría ofrece al inversor un perfil de riesgo-retorno muy atractivo y comparativamente mejor a los encontrados en los mercados cotizados.

Como se puede observar en el gráfico inferior, a lo largo de las últimas dos décadas, los fondos de *private equity* y de *buyout* obtuvieron la mejor combinación de retornos (10% y 12%, respectivamente) y volatilidad (8% y 9%, respectivamente) de media, superando las obtenidas en renta variable, bonos, letras del tesoro e índices bursátiles.

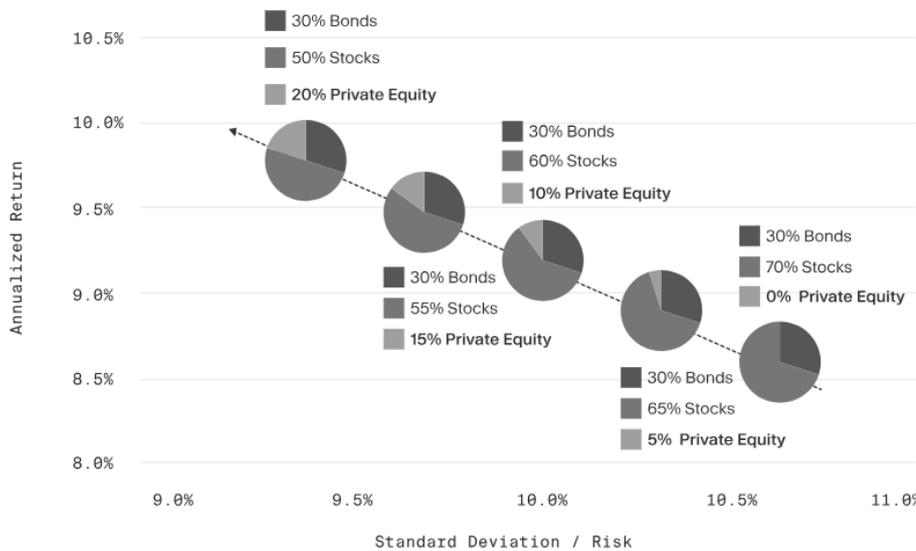
Figura 1. Retornos y volatilidades anualizadas (%) para distintos activos de inversión



Fuente: Ivashina, 2022, basada en datos de Preqin.

- b. **Diversificación:** derivado del apartado anterior, el atractivo perfil riesgo-retorno del *private equity* permite a los inversores diversificar sus carteras y tener mayor robustez ante las fluctuaciones del mercado (Espinosa, 2024). Dada la naturaleza privada e ilíquida de los fondos de capital de riesgo, los retornos tienden a no correlacionarse directamente con los mercados de valores o de deuda (Binfare et al., 2022). Esta falta de correlación entre los activos unido a un perfil atractivo riesgo-retorno provoca que aquellas carteras compuestas por una mayor proporción de activos de capital de riesgo obtengan rendimientos muy superiores y volatilidades muy inferiores a las combinaciones con menor presencia de *private equity*.

Figura 2. Retornos y volatilidades de carteras compuestas por acciones, bonos y private equity durante los últimos 25 años (hasta 30 de junio 2018)



Fuente: Espinosa, 2024.

c. **Acceso a oportunidades privadas de inversión:** actualmente, pese a que más del 99% de las empresas a nivel mundial son empresa privadas (i.e. no cotizadas), la exposición a mercados privados que posee el inversor medio solamente es del 10.4% (Lau, 2024). Como efecto, este desajuste natural en la proporción en la cartera de los inversores hace que el acceso a un amplio universo de oportunidades de inversión privadas sea muy atractivo. A través de vehículos que puedan canalizar las inversiones en empresas privadas, inversores individuales e institucionales son capaces de acceder al accionariado de una compañía que no hubiera sido posible a través de los mercados cotizados.

Consecuentemente, se comprueba que factores como la obtención de retornos superiores a otros activos, el beneficio de la diversificación de la cartera y la posibilidad de acceder a un gran universo de oportunidades de inversión posicionan al *private equity* como una categoría altamente atractiva en la que invertir. Dicho esto, una vez analizadas las ventajas que proporciona el *private equity* como activo de inversión a nivel general, conviene indagar acerca de su potencial atractivo tanto en España como en el *Lower Middle Market*. Para ello, el autor comenzará realizando un análisis exhaustivo del tejido productivo en España que sienta las bases para justificar una posible inversión de capital de riesgo en la parte baja del mercado del país.

3. Las pymes en España

3.1. Definición de pyme y sus características en España

España es un país con más de 48,5 millones de habitantes (INE, 2023) que está conformado, casi en su totalidad, por PYMES (pequeñas y medianas empresas). Según el Directorio Central de Empresas (DIRCE), actualmente existen 3.207.580 empresas en España, de las cuales 3.202.717 (99,8%) están clasificadas dentro de la categoría pyme (Dirección General de Estrategia Industrial y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2023).

El concepto de pyme en España está definido en el artículo 2 del Anexo I del Reglamento (UE) nº 651/2014 de la Comisión, en el que se establecen varios efectivos y límites financieros para determinar las distintas categorías de empresas (BOE, 2014).

- a. La categoría **PYME** comprende a las empresas que ocupan a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no supera los €50 millones o cuyo balance general anual no excede de €43 millones.
- b. Dentro de las PYME, se define **pequeña empresa** como una empresa que ocupa a menos de 50 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los €10 millones.
- c. Se define **microempresa** como una empresa que ocupa a menos de 10 personas y cuyo volumen de negocios anual o cuyo balance general anual no supera los €2 millones.

Además, resulta relevante recalcar que el número de empleados asignado cambiará cuando se excedan los límites cuantitativos en dos años consecutivos (no basta con que se excedan los umbrales un año). Asimismo, para que una empresa esté clasificada como pyme en España deberá cumplir con las condiciones adicionales de independencia y de no propiedad pública (BOE, 2014):

- a. **Independencia:** No podrán ser pymes aquellas empresas cuyo capital esté controlado en un 25%, o exista dominio de hecho, por un agente que forme un grupo cuyas variables cuantitativas excedan los umbrales de pymes.
- b. **No pública:** Las empresas de propiedad pública no pueden considerarse pyme.

Se ha elaborado una tabla resumen con los criterios empleados para la clasificación de las pymes en España. Cabe destacar que las condiciones pueden ser necesarias (medida de obligado cumplimiento) u opcionales (permite seleccionar la medida de clasificación):

Figura 3. Criterios para la clasificación de una empresa como pyme

Categoría	Condición <<y>>	Condición <<o>>		Condición <<o>>
	Empleados	Volumen de negocios	Balance general	Independencia / No ser propiedad pública
Medianas	Menos de 250	Hasta €50m o menos	Hasta €43m o menos	Sí
Pequeñas	Menos de 50	Hasta €10m o menos	Hasta €10m o menos	Sí
Microempresas	Menos de 10	Hasta €2m o menos	Hasta €2m o menos	Sí

Fuente: Elaboración propia basada en el BOE, Anexo I del Reglamento (UE) n° 651/2014 de la Comisión y Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003.

Teniendo en cuenta esta clasificación, si se analiza más detalladamente la distribución del número de empresas que caen en cada estrato (*ver Figura x*), se puede observar cómo cerca de la totalidad de los negocios en España son de baja dimensión (el 95,2% de las empresas tiene entre 0 y 9 asalariados) (Dirección General de Estrategia Industrial y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2023).

Figura 4. Número de empresas en España según el número de asalariados (2023)

Empresas por tamaño	Nº de empresas	Porcentaje sobre el total (%)	Variación anual
PYME (0 - 249 asalariados)	3.202.717	99,8%	(1,6%)
PYME sin asalariados (0 asalariados)	1.719.297	53,6%	(11,5%)
PYME con asalariados (1 - 249 asalariados)	1.483.420	46,2%	0,0%
Microempresas (1 - 9 asalariados)	1.335.393	41,6%	(0,4%)
Pequeñas (10 - 49 asalariados)	127.718	4,0%	4,0%
Medianas (50 - 240 asalariados)	20.309	0,6%	1,6%
Grandes (250 o más asalariados)	4.863	0,2%	3,0%
Total Empresas	3.207.580	100,0%	(6,5%)

Fuente: Elaboración propia basada en INE y DIRCE 2023.

Sin embargo, el autor considera que el número de empresas que corresponde a cada categoría no es la medida más representativa de la importancia de las pymes en España, puesto que ignora el impacto efectivo que tiene cada organización sobre el tejido productivo. De esta forma, para ajustar la magnitud de cada negocio, resulta más conveniente estudiar el número de asalariados que reciben su nómina de una pyme en comparación con aquellos que son remunerados por empresas de mayor tamaño. Siguiendo este criterio, según los datos de

Eurostat, el número de empleados por pymes en España es del 68,4%, mayor que el 64,4% correspondiente a la media de la Unión Europea. No obstante, destaca la proporción de estos salarios que proceden de empresas pequeñas (55,6%) en relación a la media de la UE (48,5%). Estos datos implican que los salarios de las personas empleadas en España dependen un 14,6% más de negocios pequeños en su tejido empresarial que la media de sus países vecinos, posicionando a la nación como la quinta con mayor proporción de empresas pequeñas de la UE (Eurostat, 2019).

3.2. Consecuencias de un tejido productivo dominado por pymes

Una vez se ha analizado el tejido productivo español y se ha confirmado que las pymes son el principal motor de la economía del país, conviene estudiar qué impacto genera esta realidad en la economía del país. De esta forma, el autor ha destacado dos consecuencias negativas principales: (i) una menor calidad del tejido productivo y (b) una situación de vulnerabilidad ante condiciones adversas.

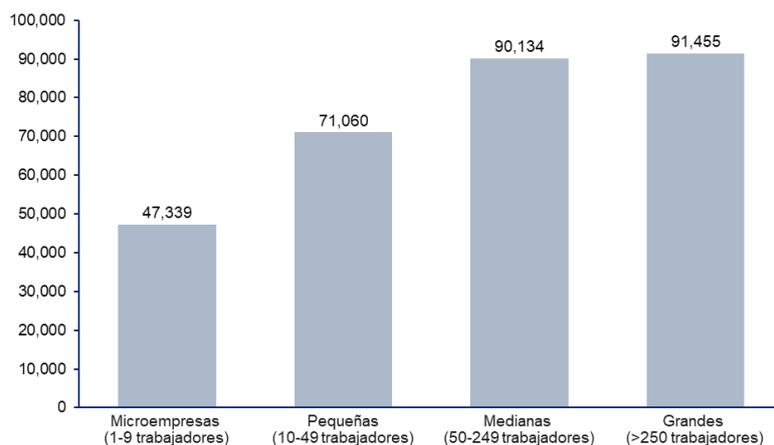
a. Menor productividad

Respecto a la menor calidad del tejido productivo, el menor tamaño no permite a una compañía alcanzar economías de escala con las que reducir los costes de producción y poder ser más competitivos tanto en el mercado nacional como en el internacional. Asimismo, las limitaciones en materia de capital disponible restringen la inversión en innovación y en talento, que impacta directamente en la productividad de una empresa (CEPYME, 2023). De esta forma, la falta de inversión en I+D afecta a la modernización de sistemas de producción y al desarrollo de nuevos productos. Por otro lado, un mayor tamaño de la empresa fomenta la atracción de mano de obra mejor formada y con mayores ambiciones que suele conducir a mayores niveles de productividad.

Evidencia de esto puede ser observada en los niveles de productividad de empresas españolas, que permanece estancada en torno al 1% anual en los últimos 30 años (tasa media anual compuesta entre 1995 y 2021). Si se analiza el valor añadido por trabajador según el tamaño de la organización, calculado como la producción total de un país en un año (o PIB) entre las horas trabajadas por los empleados de cada categoría, se puede apreciar cómo a medida que aumenta el tamaño de la misma aumenta el valor medio aportado por cada trabajador. Así, en España, el trabajador medio de una microempresa \$47.339 a la economía

del país, lo que supone la mitad que lo generado por un trabajador de una empresa grande (\$91,455). Dicho esto, dado el elevado porcentaje de empresas pequeñas en España en comparación con otros países, resulta evidente que en este se observe una menor productividad general. En el contexto de la OCED, España posee uno de los índices más bajos en materia de PIB por hora trabajada (\$103), donde se encuentra en el percentil 16 y muy por debajo de la media (\$107) (OECD, 2022).

Figura 5. Valor añadido por empleado (en USD) en España por tamaño de empresa



Fuente: Elaboración propia basada en el Compendio de indicadores de productividad de la OCDE 2024. Datos a 2021.

El hecho de que España tenga unos niveles bajos de productividad media en comparación con otros países de la Unión Europea y la OCDE también repercute de forma directa a la generación de empleo y, en concreto, de empleo estable (Huertas Arribas y Salas Fumás, 2014). Dado que desde 2016, el salario mínimo interprofesional (o SMI) ha aumentado en España un 65% mientras que el PIB ha caído un 2,9% y la inflación acumulada oscila alrededor del 20% (INE, 2023), las empresas pequeñas, menos productivas, han experimentado dificultades resultantes a la hora de contratar. Como consecuencia de una subida del salario mínimo desacompañada con el aumento de productividad de las empresas provoca que la carga salarial sea más gravosa para las empresas menos productivas relativo a otras más productivas. Como efecto, y en línea con lo que se ha comprobado anteriormente, el SMI supondría el 68% del salario medio de las empresas pequeñas mientras que el 50% en las grandes (INE, 2023). A efectos de distribución geográfica, el salario mínimo equivaldría al 65% o más del salario medio en 21 provincias (de las 50 que hay en España) y alcanzaría el 75% o más del salario medio en 23 provincias en el caso de empresas pequeñas (INE, 2023). Esta subida del SMI en

el contexto de una economía menos productiva que otras de características similares, como muchos miembros de la Unión Europea, hace que España sea el segundo país donde el salario mínimo representa un mayor porcentaje del salario medio en las empresas pequeñas del país. Así, España (69,7%) estaría únicamente superada por Grecia (70,9%) mientras que países como Alemania, Francia, Irlanda o Luxemburgo tendrían tasas menores al 60% (Eurostat, 2022).

Dado este elevado salario mínimo, resulta complicado más complicado contratar a trabajadores. Evidencia de esto aparece reflejado en el número de ocupados por empresa del sector privado, donde en España es de 4,7, muy por debajo de la media europea de 5,7 o de Alemania con 11,8 (Eurostat, 2020). Puesto que la atracción de capital humano es un elemento clave a considerar en negocio, ya que explica las diferencias en productividad de las empresas, será de gran importancia contar con empleados cualificados que aumenten la productividad de las empresas (Criscuolo et al., 2021).

b. Vulnerabilidad eventos macroeconómicos

Respecto a la vulnerabilidad, el tamaño de las empresas que conforman la estructura productiva de una economía influye en el impacto de las crisis, así como en tiempo y forma de recuperar la economía (Klein, 2014). Siguiendo esta lógica, debido a la escasez de recursos y al acceso de financiación, las pymes son más sensibles a condiciones macroeconómicas adversas. Consecuentemente, un elevado número de pymes aumenta la volatilidad de la economía, que resalta significativamente en épocas de recesión o de crisis económicas.

A modo ilustrativo, durante la crisis financiera e inmobiliaria de 2008, el número de empleados y de empresas se redujo más en empresas de menor tamaño que en aquellas de mayor tamaño. Como se pudo observar, entre el último cuatrimestre de 2007 y el último cuatrimestre de 2013, desaparecieron un 17,8% de empleos y un 15,6% de empresas del tejido productivo español (CEPYME, 2023). No obstante, dicha reducción fue más notable en empresas pequeñas (-32,7% del empleo y -26,0% de empresas) que en las grandes (-22,4% del empleo y -0,7% de las empresas). Sin embargo, la crisis inmobiliaria no fue un caso aislado que refleje la mayor volatilidad que genera tener un parque empresarial compuesto por empresas de menor tamaño. Entre el último cuatrimestre de 2019 y el último cuatrimestre de 2020, fechas que coinciden con la pandemia del COVID-19, desaparecieron un 3,1% de los empleos y un 2,3% de las empresas. Siguiendo la tendencia de la anterior crisis económica, las

empresas con 10 – 49 empleados sufrieron un descenso del 5,7% del empleo y del 5,9% de las empresas mientras que aquellas con 250 – 499 ocupados tuvieron una reducción del 3,9% de los empleados y de 4,1% de las empresas (Seguridad Social, 2021). Cabe destacar que, durante esta última recesión, las empresas con más de 500 ocupados experimentaron sólo una disminución del 0,7% del empleo, pero un aumento del 2,2% en el número de empresas.

Como resultado, resulta natural plantear que, dada esta mayor vulnerabilidad en las pymes en comparación con empresas de mayor tamaño, la vida de las mismas tenderá a ser menor de media. Este punto puede ser comprobado incluso a nivel pyme, donde las empresas sin asalariados tienen una vida media de 8,7 años, un 58% inferior a la media de una empresa de 10 a 19 empleados (DIRCE, 2022). Asimismo, sólo el 29,4% de las empresas con 1 o 2 empleados logran superar los 16 años de madurez mientras que la misma estadística en las empresas con 20 trabajadores o más alcanza el 42,7% (DIRCE, 2022). Esta característica desemboca, entre otras cosas, en una mayor inestabilidad laboral para el conjunto de la economía española.

Unido a esta vulnerabilidad ante eventos macroeconómicos, cabe destacar que la creación de empresas en España crece a un ritmo inferior a la media de países comparables. A lo largo del período entre 2007 y 2020, el número de empresas en España decreció a una tasa media compuesta anual del (0,3%) mientras que la media de países de la OCDE creció a un ritmo de 2,9%. Si este análisis se realiza dos años después del estallido de la crisis global del 2008, el desempeño es parecido: España aumentó el número de empresas anual a una tasa del 0,7% mientras que la media de la OCDE se situó en 1,9% (OECD, 2022).

Consecuentemente, conviene conocer que España, por su tejido productivo compuesto por pymes, está principalmente afectada por las dos implicaciones ya explicadas: menor productividad y mayor vulnerabilidad ante eventos macroeconómicos. Este tamaño medio de las compañías en España es una característica más propia de los países emergentes que de economías avanzadas (Abad, 2015; Aguilera, 2015). Sin embargo, detrás de esta realidad poco afortunada yace una oportunidad con gran potencial con la que poder aprovechar los datos recientemente expuestos: la oportunidad de mejorar el tejido productivo español aumentando el tamaño de sus empresas. A través de este cambio, las empresas en España podrán aprovechar su tamaño para aumentar su productividad y ser más robustos ante eventos macroeconómicos.

3.3. Retos actuales para las pymes en España

Pese a la dimensión de la oportunidad de crecer el tamaño medio de las empresas en España y el aumento en la productividad y de la robustez del tejido productivo consecuente, existen ciertos obstáculos actuales que dificultan este desarrollo. Entre ellos, el autor ha destacado los siguientes principales retos para el desarrollo de las pymes:

- a. **Dificultad de acceso al crédito bancario:** la mayor vulnerabilidad de las pymes implica un mayor riesgo, por lo que la concesión de préstamos y otras formas de financiación bancarias es más difícil y cara. En concreto, según la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios que elabora el Banco Central Europeo, desde 2016 las empresas grandes han experimentado un relajamiento en los criterios de concesión de préstamos mientras que estos se han endurecido para las pymes 3,5 veces más (CEPYME, 2023). Asimismo, existe un patrón similar en las respuestas en cuanto a la evolución del margen de intereses y exigencia de garantías de los nuevos préstamos bancarios. Como efecto, no sólo las pymes tienen menos oportunidades para acceder a financiación bancaria por su menor tamaño, sino que el endurecimiento de los criterios para su concesión continúa incrementando estas dificultades.
- b. **Cargas burocráticas y normativas:** tras el informe anual sobre España del FMI en 2018, se identificaron más de 100 regulaciones de tipo fiscal, laboral, contable, financiero, de seguros y competencia que dificultaban el crecimiento empresarial (CEPYME, 2023). Sin embargo, desde entonces el número de normas ha continuado aumentando y sólo en 2022, se aprobaron 849 normas estatales, 340 autonómicas y 2.249 comunitarias en España (CEPYME, 2023). Como efecto, una carga burocrática creciente y más compleja requiere recursos que lastran el crecimiento de las pymes.
- c. **Presión tributaria:** el alto tipo marginal impositivo y la elevada complejidad colocan a España en el puesto 29º de 32 países europeos en cuanto a la calidad del sistema tributario (Mengden, 2023). Para más inri, en relación a la calidad del sistema tributario que grava la actividad empresarial, España se encuentra el 31º de 32 países (Mengden, 2023). Esta presión impositiva, especialmente sobre las

pymes, influye negativamente en la generación de beneficios que posteriormente pueden ser utilizados para hacer crecer el negocio.

- d. **Alto coste laboral mínimo:** pese a que es común tomar el Salario Mínimo Interprofesional (SMI, por sus siglas) como referencia para estimar el coste laboral para una empresa, conviene analizar el impacto efectivo. El autor realiza esta apreciación puesto que una subida del SMI (última en febrero de 2024, a los €1.134 en 14 pagas) repercute significativamente en los costes a cargo de la empresa empleadora. Como efecto, un SMI de €1.134, teniendo en cuenta cotizaciones sociales y dos pagas extraordinarias, resulta en un coste laboral mínimo de €1.737 al mes. Asimismo, si se tiene en cuenta los datos medios de horas no trabajadas en 2023, el coste mínimo por hora efectiva de trabajo es de €13,6, lo que supone un 91% más que los €7.1 iniciales. Este hecho implica una alta barrera para la contratación por parte de pymes en España, cuya evolución al alza continúa dificultando la atracción de talento y ejerce presión sobre las cuentas de resultados de las empresas, dada una menor productividad media.
- e. **Falta de profesionalización:** los escasos esfuerzos que promueven medidas como la digitalización, centralización de sistemas y formación de los empleados, reduce el potencial de mejora de procesos de las pymes que incentiven su crecimiento (Lin et al., 2022; CEPYME, 2023).

Como producto de lo expuesto en este apartado, para mejorar el tejido productivo español es imperativo aumentar el tamaño medio de las empresas en España y lograr implementar soluciones a los obstáculos a los que éstas se enfrentan. De esta forma, la gran mayoría de empresas en España necesitan de un socio estratégico que les aumente su capacidad de financiación, les permita escalar su negocio e implemente medidas que optimicen los procesos y sistemas dentro de las compañías. Por estos motivos, las gestoras de *private equity* se posicionan como claros candidatos para aportar capital a las empresas y promulgar estrategias de consolidación del mercado y profesionalización del negocio que fomenten el crecimiento.

4. *Private Equity* en el *Lower Middle Market*

Una vez analizado el *private equity* como categoría de activo de inversión y haber comprobado que el tejido productivo de España está mayoritariamente conformado por empresas de bajas dimensiones, conviene analizar si resulta atractivo poner el foco del capital de riesgo en pymes. Para ello, el autor se centrará en explorar cuáles son las principales vías por las que un *private equity* crea valor y cómo éstas se manifiestan de forma atractiva en el *Lower Middle Market*.

4.1. Palancas de creación de valor

Para ello, conviene explicar aquellos factores que ejercen una mayor influencia en los retornos de las compras apalancadas o LBOs (por sus siglas en inglés). Como se ha definido anteriormente, un LBO consiste en la adquisición por un de una empresa pública o privada financiada principalmente con deuda asegurada contra los activos de la propia empresa adquirida (Gompers et al., 2013). Este tipo de adquisiciones dependen mayoritariamente de tres factores (Jenkinson y Stucke, 2009; Murphy et al., 2023):

- a. **Múltiplos de entrada y salida:** Los múltiplos de entrada forman parte de los elementos que más influyen en los retornos de una compra apalancada ya que hacen referencia al precio de compra y de venta del activo. Asimismo, puesto que estos son multiplicadores que se aplican sobre una base, generalmente sobre el EBITDA, son capaces de alterar en gran medida el valor de la compra o la venta. Cuando el múltiplo de entrada sea menor que el de salida, se hablará de expansión de múltiplo y, en caso contrario, se denominará contracción de múltiplo.
- b. **Nivel de endeudamiento:** La cantidad de deuda asumida para la adquisición de una compañía es un factor muy relevante en una transacción por parte de un *private equity*. Existen tres motivos principales por los que el uso de deuda para financiar la transacción resulta atractivo (Sheyner, 2018):
 1. **Menor coste del capital:** el coste de la deuda es generalmente más barato que el uso de *equity* dado que la deuda acarrea un menor riesgo, fundamentalmente debido a su derecho prioritario sobre los activos de la compañía en caso de

impago. Como efecto, los deudores requerirán un menor tipo de interés relativo a la rentabilidad exigida por los inversores que aportan el capital. Así, el uso de deuda para la financiación reducirá el coste medio ponderado del capital (o WACC, por sus siglas en inglés), permitiendo al *private equity* obtener mejores retornos sobre el capital aportado y tener la posibilidad de ofrecer un mayor precio de adquisición por las compañías en procesos competitivos (Rahman, 2022).

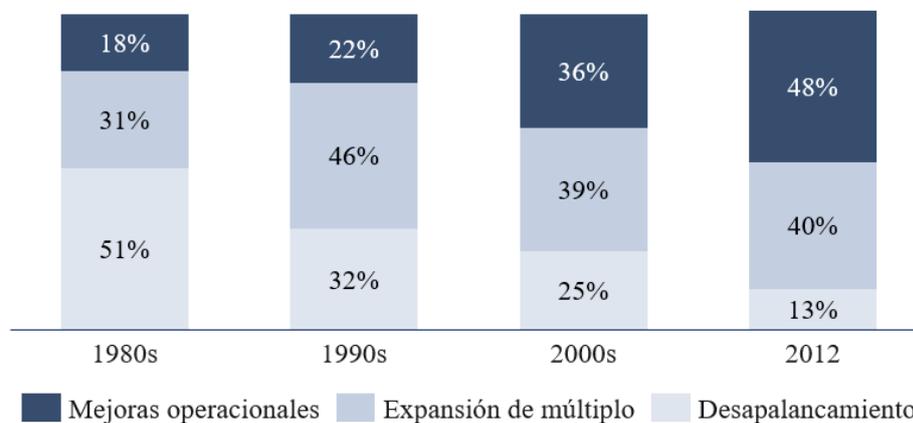
2. **Escudo fiscal de los intereses:** el uso de la deuda también tiene una repercusión impositiva favorable puesto que los intereses de la deuda son deducibles. Esta característica implica que el coste de la deuda efectivo es menor, reduciendo adicionalmente el WACC (Knauer et al., 2014).

 3. **Amortización de la deuda:** tras realizar la adquisición, las empresas de capital riesgo utilizan el flujo de caja generado por la empresa para amortizar la deuda que utilizaron para financiar su adquisición inicial. Este hecho implica que a medida que pasa el tiempo, se va amortizando la deuda, reduciéndose también los intereses ligados a la misma, y aumentando la proporción de *equity* dentro de la estructura de capital de la participada (Sheyner, 2018; McCombie, 2022).
- c. **Crecimiento del EBITDA:** Otra de las palancas principales de creación de valor se refiere a las mejoras operativas, en forma de crecimiento del EBITDA. Estas mejoras operativas pueden provenir por estrategias de crecimiento inorgánicas u orgánicas. Las primaras hacen referencia a adquisiciones de otras compañías que realice la plataforma y que permiten obtener un incremento rápido del EBITDA. Por su parte, las orgánicas se refieren a aquellas iniciativas que se llevan a cabo en el entorno interno de la empresa con el objetivo de aumentar el EBITDA, como puede ser el desarrollo de nuevos productos, reducción de gastos generales, cambio del equipo ejecutivo, etc. (Sack y Whitehead, 2024).

Pese a que éstas son las principales palancas de valor en una adquisición por parte de un fondo de capital de riesgo, la importancia relativa de cada una ha ido variando a lo largo de los años. Como se puede observar en el siguiente gráfico, el cambio más relevante resulta una

mayor contribución de las mejoras operativas en detrimento del nivel de apalancamiento. El nivel de endeudamiento en una transacción ha pasado de tener un peso del 51% en los años 1980 a un peso del 13% en 2012, mientras que durante el mismo periodo las mejoras operativas han aumentado del 18% al 48%. A modo ilustrativo de este cambio en las dinámicas del sector, las compras apalancadas realizadas antes de 1992 empleaban niveles de deuda de entre el 65% y el 85% del valor de la compañía (Binfare et al., 2022). El resultado de este elevado endeudamiento fue transacciones que conllevaban altos pagos de intereses que, a su vez, ejercían presión sobre los márgenes de las participadas, dejando poca holgura para errores operativos (Murphy et al., 2023).

Figura 6. Contribución de las palancas de creación de valor en las transacciones de *private equity*



Fuente: Elaboración propia basada en datos de Titanbay y Boston Consulting Group.

Resulta imperativo tener en cuenta las tres principales palancas de valor y la reducción de la importancia del apalancamiento en las transacciones actuales para poner en valor las características que hacen atractivo el *Lower Middle Market* para un *private equity*.

4.2. Aspectos que apoyan la inversión en el LMM

Una vez entendidas las palancas de creación de valor en una transacción de *private equity*, el autor expondrá los siguientes aspectos que ha identificado como elementos que justificarían la inversión de fondos de capital de riesgo en la parte baja del mercado:

4.2.1. Amplio universo de posibles inversiones

Cerca de la totalidad de las empresas a nivel europeo están consideradas como pequeñas empresas (99.8% según Eurostat 2021) y representan cerca del 75% de los salarios de la OECD, alcanzando las 30 millones de empresas. Como efecto, resulta evidente establecer que el número total de posibles oportunidades de inversión es mayor que en ningún otro segmento del mercado.

Además, la parte baja del mercado posee la peculiaridad de que existe una menor visibilidad y conocimiento sobre las empresas pequeñas en comparación con aquellas de mayor tamaño. Este último punto hace referencia a que el *Lower Middle Market* no sólo es atractivo por el amplio número de posibles inversiones que existen, sino que, debido a la poca información y transparencia que existe sobre las empresas, las gestoras de *private equity* tienen la capacidad de identificar oportunidades infravaloradas en el mercado. Cierta evidencia de esto puede ser encontrada en el objetivo de instituciones como *Lighthouse*, una asociación profesional sin ánimo de lucro orientada a realizar análisis financieros, que estima que entre el 30-40% de los valores cotizados a nivel global no están cubiertos por analistas (Instituto Español de Analistas, s.f.). Teniendo en cuenta que este menor seguimiento por parte de analistas ocurre de manera significativa en empresas cotizadas, en compañías privadas de baja dimensión la cobertura es casi nula. Adicionalmente, el hecho de que la información potencialmente accesible de empresas privadas (ej. cuentas anuales) esté redactada en el idioma local en la gran mayoría de casos amplía los obstáculos de visibilidad sobre estas compañías.

Así, el hecho de que exista una menor visibilidad sobre las compañías en la parte baja del mercado permite a las gestoras de capital de riesgo encontrar una mayor proporción de empresas infravaloradas como potenciales oportunidades de inversión.

4.2.2. Menores múltiplos de entrada

Otro de los aspectos fundamentales que fomentan la inversión de fondos de capital de riesgo en el *Lower Middle Market* son los bajos múltiplos de entrada relativo a los que se pagan por compañías de mayor tamaño.

A modo de contexto, en el entorno del *private equity*, el capital levantado anualmente por fondos orientados a invertir en pymes a nivel global supone menos del 8% de la recaudación

total, situándose por debajo del 3,5% en 2023 (Pitchbook, 2023). No obstante, como se ha mencionado anteriormente, las pymes representan cerca del 99% de las empresas a nivel mundial. El resultado de esta situación es que existe un amplio universo de empresas privadas de bajas dimensiones y una cantidad de capital disponible para este segmento proporcionalmente menor. De esta manera, aflora un significativo desajuste entre oferta y demanda, donde las posibles oportunidades de inversión son mucho mayores que el capital destinado para este tipo de empresas.

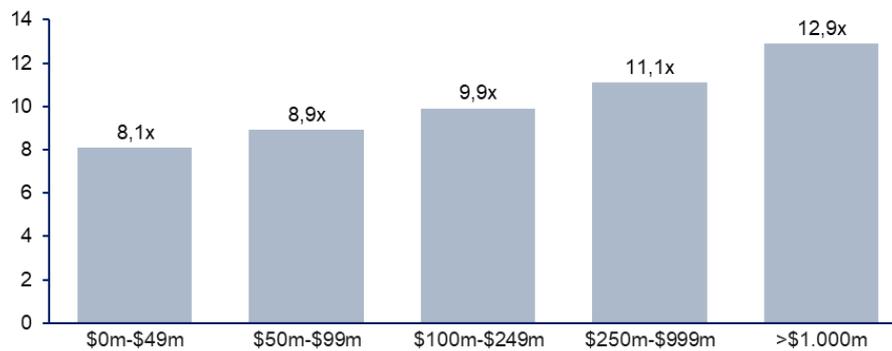
Este desajuste afecta directamente a la manera en la que se originan las potenciales oportunidades de inversión. Como efecto, el autor destaca dos ramificaciones relevantes que tienden a reducir el múltiplo de entrada: (i) menor competitividad en procesos de compraventa de activos y (ii) compras de compañías sin capital institucional previo en el accionariado:

a. Menor competitividad en procesos de compraventa

La menor proporción de fondos dedicados a pymes comparado con el número de empresas disponibles provoca que haya una menor competitividad en el mercado por los activos, por lo que el precio de compra de estos tiene a ser menor (Bain & Company, 2024). Como efecto, las transacciones de compañías en las que está involucrado un *private equity* se suelen realizar mediante procesos no estructurados y exclusivos (*off-market*) o competitivos, pero con un número limitado de fondos pujantes (Preston, 2024). Estos procesos suelen darse en transacciones en las que el *private equity* compra la participación al fundador de la empresa o accionistas particulares (Williams, 2022). De esta forma, la negociación entre la gestora y la empresa se realiza en un contexto de mayor exclusividad, lo que evita ejercer presión al alza sobre el precio de adquisición.

A modo ilustrativo de esta dinámica, a lo largo de la última década, el múltiplo de entrada promedio en EEUU aumentó desde las 6.8 veces EBITDA en el año 2000 hasta 12.3 veces en 2021 (Newton Investment Management, 2023). Sin embargo, como aparece reflejado en el gráfico inferior, existe variación en cuanto a los múltiplos que se observan entre los distintos tamaños de las compañías. De esta forma, se puede percibir cómo los múltiplos de entrada promedios tienden a ser sensiblemente menores a medida que la dimensión de la compañía (en términos de precio de adquisición) decrece.

Figura 7. Múltiplo EV/EBITDA de entrada medio a nivel global durante el periodo 2010 – 2022 en base al precio de adquisición



Fuente: Elaboración propia basada en datos de Bain & Company, 2023.

b. Compra de compañías sin presencia previa de capital institucional

Puesto que la participación del *private equity* es menor en el segmento de *Lower Middle Market*, una mayor proporción de las compras se realizan a vendedores estratégicos relativo a vendedores financieros o *sponsors*. A modo de aclaración, en el contexto de una compraventa, una empresa estratégica es una compañía corporativa que busca aprovechar sinergias u otros fines estratégicos (Drazdou, 2023), mientras una entidad financiera busca obtener unos rendimientos financieros. En concreto, las compras de fondos de capital de riesgo sobre vendedores estratégicos son significativamente mayores en el caso de las pymes (78,5%) en comparación con aquellas de mayor tamaño (28,3%) (Preqin, 2021). Estos datos reflejan que en la gran mayoría de compras por *private equities* de empresas de bajas dimensiones se adquiere la participación de los fundadores o accionistas individuales, mientras que en compañías grandes la dinámica es inversa, y en la gran parte de casos se adquieren las participaciones de otras gestoras.

El hecho de que los dueños habituales de la compañía transaccionada sean los fundadores o inversores particulares resulta relevante por las causas posibles que motiven la salida de la empresa. Así, entre ellos, es común encontrar razones personales (ej. jubilación del fundador sin voluntad de permanecer en el accionariado) o financieras (ej. necesidad de financiación para el crecimiento).

Además, también resulta conveniente recordar que, puesto que las entidades financieras buscan maximizar el retorno sobre la inversión, es común encontrar ya realizadas las mejoras

operativas habituales (ej. recorte de costes generales) y procesos competitivos que reduzcan los retornos potenciales para los siguientes compradores (Costabile y Pollack, 2022). No obstante, dado que en el segmento bajo del mercado las compras se suelen realizar a vendedores estratégicos, existen mejores condiciones iniciales para los planes de creación de valor.

Consecuentemente, el *Lower Middle Market* presenta una dinámica muy favorable para los fondos de inversión que busquen adquirir compañías en procesos de venta poco competitivos y sin previa presencia de capital institucional que permita obtener un alto margen para implementar mejoras operativas. Estas características de la parte baja del mercado reducen la presión al alza sobre el precio de adquisición o múltiplo de entrada, que ayudará a obtener mejores retornos potenciales.

4.2.3. Menor apalancamiento necesario

Uno de los mayores riesgos que asume un fondo de *private equity* es el alto nivel de endeudamiento en sus adquisiciones. Este hecho es especialmente notorio en transacciones *large cap*, caracterizadas por tener procesos muy competitivos y con desembolsos de capital muy altos (Lightbown, 2023). Dicho esto, existe una tendencia clara en el mercado hacia un menor uso de deuda, donde la emisión actual de préstamos sindicados para LBOs se sitúa en niveles más bajos que en 2012, mientras que el valor de dichas transacciones se ha duplicado (Bain, 2024). Como efecto, las gestoras de *private equity* enfocadas en empresas de gran tamaño están siendo las más afectadas puesto que se basan en la ingeniería financiera como una de sus principales palancas de creación de valor (Lightbown, 2023; USPEC, 2023). Estas gestoras han generado gran parte de sus retornos gracias a un entorno de bajos tipos de interés, especialmente en la última década (Federal Reserve Economic Data, 2023), y a la deducibilidad impositiva de los intereses de la deuda.

En contraste, el *Lower Middle Market* presenta unos niveles de deuda significativamente menores a aquellos de transacciones de mayor tamaño. Derivado de un menor precio de compra, se reduce la necesidad de recurrir a altos niveles de apalancamiento con los que poder ofrecer un precio de adquisición mayor al de los competidores. Como se puede observar en el gráfico inferior, los niveles de apalancamiento medios en LBOs en Europa y Estados Unidos tienden a ser significativamente mayores en términos relativos en transacciones de mayor tamaño. Esta diferencia es aún más evidente si se desglosa en

transacciones de menos de \$250 millones (c.2x EBITDA) en comparación con las que superan los \$1.000 millones (c.7x EBITDA) (StepStone Research, 2023).

Figura 8. Múltiplos de Deuda Neta/EBITDA de compras apalancadas según el tamaño de la transacción



Fuente: Elaboración propia basada en datos de Titanbay y Pitchbook (fondos de buyout de EEUU y Europa)

4.2.4. Potencial de transformación

Dentro de los aspectos más relevantes por los que invertir en el *Lower Middle Market* el autor destaca el potencial de transformación de la compañía mediante mejoras operativas. Como se ha explicado anteriormente, la importancia relativa de las mejoras operativas en una empresa se ha situado como la principal palanca de creación de valor en un *LBO*. De esta forma, el recorrido potencial que tiene una pyme en términos de profesionalización, optimización y consolidación del negocio es muy superior a la que presentan generalmente empresas de mayor tamaño (Murphy et al., 2023). Este potencial de transformación puede ser alcanzado por estrategias de crecimiento orgánico e inorgánico:

a. Estrategias de crecimiento orgánicas

Las estrategias orgánicas se refieren al crecimiento de la compañía gracias al desarrollo interno y a la optimización de las operaciones existentes. Este crecimiento puede estar impulsado por iniciativas como el lanzamiento de nuevos productos, optimización de procesos,

centralización de sistemas, recorte de gastos generales, campañas de marketing, digitalización, esfuerzos de I+D, cambio del equipo ejecutivo, entre muchas otras (Sack y Whitehead, 2024; Goulet, 2012).

La presencia de un *private equity* en una pyme es significativamente relevante puesto que es capaz de mitigar algunos de los grandes retos que estas empresas tienen a experimentar (ej. acceso a la financiación, cargas normativas y burocráticas, falta de profesionalización, etc.). Esto se explica porque la gestora tiene la capacidad de financiación necesaria para implementar nuevas iniciativas de mejoras operacionales y de expansión y la experiencia en la optimización de procesos y cumplimiento de requisitos normativos en otras de sus participadas.

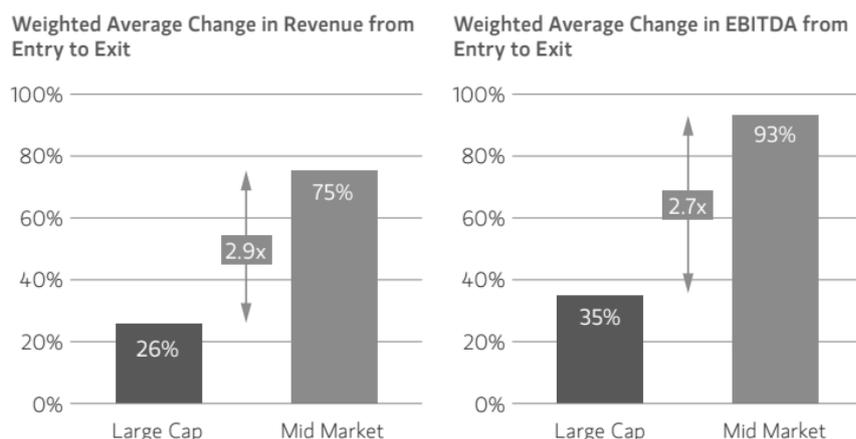
b. Estrategias de crecimiento inorgánicas

Por su parte, las estrategias inorgánicas se refieren al crecimiento de la compañía mediante fusiones, adquisiciones o asociaciones estratégicas con entidades externas. Dentro de las iniciativas de crecimiento inorgánico, destaca la estrategia de *buy-and-build* como una de las más utilizadas como palanca de creación de valor. Esta estrategia está orientada a la consolidación de un mercado fragmentado y consiste en aprovechar la adquisición inicial de una compañía (llamada plataforma) para comprar empresas complementarias más pequeñas (llamadas *add-ons*). Mediante la consolidación de empresas en una plataforma de mayor tamaño, ésta es capaz de generar economías de escala y eficiencias operativas adicionales que repercuten positivamente en el crecimiento del EBITDA (MacArthur et al., 2019; Cohn et al., 2021). La importancia de los *add-ons* es muy relevante y actualmente alcanza el 75% del valor de los LBOs en Estados Unidos (Murphy et al., 2023).

Ambas estrategias buscan crecer el EBITDA de la plataforma consolidada, bien mediante eficiencias internas o adquisiciones de otras empresas de menor tamaño. Como se puede observar, la repercusión de las medidas implementadas por un *private equity*, tanto orgánicas como inorgánicas, repercuten de forma más positiva en participadas de menor tamaño que en aquellas de mayores dimensiones. Esto se debe al potencial para implementar medidas básicas de profesionalización del negocio y a aprovechar la fragmentación del mercado para crear una empresa más grande y consolidada. A modo de evidencia, desde la entrada hasta la salida de un fondo de *private equity*, las compañías pequeñas estarían experimentando un crecimiento del 93% del EBITDA mientras que las grandes del 27%, una

diferencia de casi tres veces menos. Además, este crecimiento del EBITDA tiene a ser mayor que el crecimiento de los costes de la compañía, por lo que es común observar una expansión del margen (Murphy et al., 2023; Sack y Whitehead, 2023).

Figura 9. Crecimiento medio ponderado de los ingresos y EBITDA de compañías en función de su tamaño



Fuente: Sack y Whitehead, 2024.

4.2.5. Oportunidades de salidas

Las oportunidades de salida de participaciones en empresas en el *Lower Middle Market* suponen un factor muy relevante a la hora de considerar la liquidez y retornos esperados de las inversiones. Dado que son compañías con posibles precios de venta accesibles a gran parte del universo de potenciales compradores, tanto estratégicos como financieros, existe una mayor certidumbre en cuanto a la desinversión del activo. Esto supone consideración interesante puesto que en el caso de gestoras enfocadas en empresas de grandes dimensiones las opciones se reducen a un número limitado de gestoras o estratégicos de gran tamaño junto con la opción de solicitar una OPV (oferta pública de venta) (Folus y Boutron, 2015).

Esta mayor certidumbre sobre la liquidez de la inversión supone un aspecto favorable para los propios inversores en el fondo de capital de riesgo (o *LPs*, por sus siglas en inglés) que pueden acceder a distribuciones de capital con mayor facilidad y rapidez (Lightbown, 2023).

4.2.6. Arbitraje de múltiplo

Otro aspecto que resulta relevante poner el valor es la posibilidad de obtener un arbitraje de múltiplo en aquellas transacciones orientadas al segmento medio del mercado. Como se ha mencionado anteriormente, el gestor del fondo de capital de riesgo es capaz de aumentar el EBITDA de la compañía a través de crecimiento orgánico e inorgánico. En cuanto a la parte inorgánica, el *private equity* es capaz de implementar una estrategia de *buy-and-build*, que consiste en adquirir una plataforma e ir incorporando *add-ons*. Puesto que, como se ha ilustrado previamente, las empresas más pequeñas suelen estar transaccionadas a múltiplos menores, existe la posibilidad aprovechar el tamaño de la empresa combinada para alcanzar un múltiplo de salida mayor que el de entrada (Murphy et al., 2023).

Consecuentemente, la compra de compañías más pequeñas no sólo aumentaría el EBITDA, al ser la combinación de sus EBITDAs respectivos, sino que aprovecharía la dimensión de la nueva empresa consolidada para estar valorada en un segmento más alto de mercado, donde los múltiplos de valoración tienden a ser mayores (Heisig et al., 2022). Así, la gestora de *private equity* estaría aprovechando las ventajas de comprar activos individuales de menores dimensiones a múltiplos más bajos del que vendería la plataforma consolidada al siguiente comprador.

Estas características, que el autor ha identificado como las más relevantes para justificar la inversión de un *private equity* en la parte baja del mercado, han derivado en retornos superiores a los obtenidos en inversiones en empresas de mayor tamaño. Como evidencia de esto, si se analizan los retornos medios de los fondos de capital de riesgo de distintas regiones en base al segmento del mercado en el que se centran, se confirma que existen diferencias en entre los retornos obtenidos por los gestores que se enfocan en el *Lower Middle Market* independientemente de la región en las que estén ubicados. En cuanto a este último resultado, se puede observar cómo los retornos de *private equities* que invierten en el *Lower Middle Market* son, de media, un 6% superiores.

Figura 10. TIR neta media por región a nivel total y centrado en el Lower Middle Market

Retornos (TIR neta) por región	Todos los segmentos de mercado	Lower Middle Market	Diferencia
Global	17.56%	18.73%	6.63%
EEUU	18.36%	19.65%	7.05%
Europa	17.85%	18.90%	5.92%
OCDE	17.83%	19.03%	6.74%
España	16.19%	16.70%	3.10%

Fuente: Elaboración propia basado en datos de Preqin 2024.

Además, si se realiza un desglose por el tamaño de cada fondo, se observa una relación positiva y consistente entre el tamaño de las empresas compradas y los retornos obtenidos. Como resultado, los fondos de capital de riesgo orientados a adquirir empresas de menor tamaño obtendrían unos retornos de 2.0x el capital invertido, mientras que aquellos enfocados en compañías de mayor tamaño obtendrían 1.7x. Estos datos, cosechados en las principales regiones, implicaría que los fondos de *Lower Middle Market* obtendrían un 17,6% más de retornos de media en comparación con los fondos enfocados en empresas *large cap*.

Figura 11. MoM medio por región en función del tamaño del fondo

MoM promedio (x) por tamaño del fondo	Global	Estados Unidos	Europa	OCDE
<€250m	1.99x	2.18x	1.85x	1.99x
€250m-€500m	1.83x	1.91x	1.75x	1.86x
€500m-€750m	1.83x	1.87x	1.78x	1.80x
€750m-€1.000m	1.71x	1.81x	1.67x	1.76x
>€1.000m	1.69x	1.69x	1.70x	1.74x

Fuente: Elaboración propia basado en datos de Preqin 2024.

5. El atractivo del *Lower Middle Market* en España

Tras confirmar que existe una relación directa entre el tamaño de los fondos y los retornos obtenidos en las principales regiones, el autor procede a analizar si este patrón se sostiene en España. Para ello, se accedió a la plataforma Preqin y se tomó una muestra de 89 fondos levantados entre 1990 y 2020 en España. Tras obtener los resultados, se observó que los fondos de *private equity* enfocados en pymes obtuvieron un retorno medio mayor (1.55x) relativo al de los fondos más grandes (1.49x).

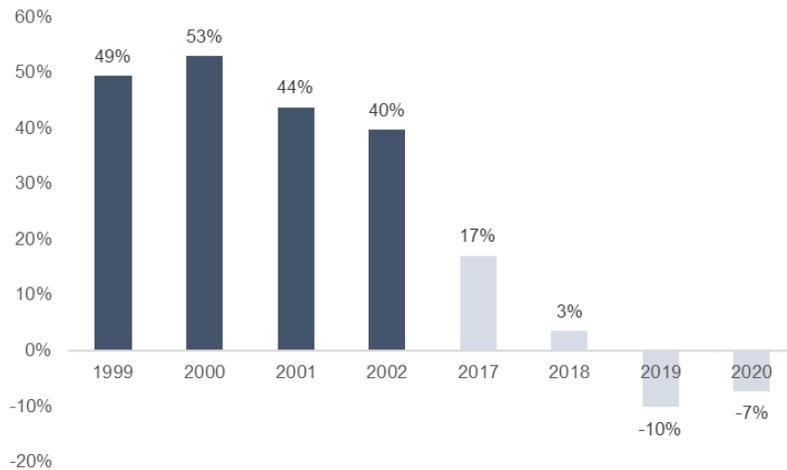
Figura 12. MoM medio en España en función del tamaño del fondo

Returns by fund size (Avg. Net MoM)	Spain
<€150m	1.55x
€150m-€300m	1.51x
>€300m	1.49x

Fuente: Elaboración propia basado en datos de Preqin 2024.

No obstante, cabe destacar que los retornos medios de fondos de capital de riesgo españoles obtuvieron un 19% de retorno menor que la media europea (Preqin, 2024). Dicho esto, resulta relevante analizar la evolución de los retornos en España en comparación con sus países vecinos para estudiar el desempeño relativo. Si se lleva a cabo este análisis, se comprueba cómo la diferencias entre los retornos medios entre fondos de LMM europeos relativo a fondos LMM españoles ha ido decreciendo con el tiempo. En las dos últimas añadas registradas de fondos de capital de riesgo enfocados en la parte baja del mercado, España ha obtenido rendimientos superiores a la media europea (10% y 7% superior, respectivamente). La reducción en la diferencia de retornos entre ambas regiones a lo largo del tiempo puede deberse a la aparición de un mayor número de gestoras en España, mayor experiencia del *private equity* en el país y vientos de cola macroeconómicos como un mayor incremento del PIB y cambios regulatorios favorables para las pymes (Ernst & Young, 2023b).

Figura 13. Diferencia entre el retorno medio de un fondo LMM europeo y uno español



Fuente: Elaboración propia basado en datos de Preqin 2024.

Consecuentemente, este análisis permite obtener dos conclusiones principales en relación al *private equity* en España: (i) los retornos de fondos enfocados en el *Lower Middle Market* obtienen retornos más altos que aquellos centrados en compañías de mayor tamaño, y (ii) los retornos de LMM en España han evolucionado mejor que aquellos a nivel europeo. No obstante, para analizar si la parte baja del mercado en España presenta condiciones actuales atractivas para invertir, el autor realizará los dos siguientes estudios: (i) evolución de la recaudación y de la inversión, y (ii) aspectos que apoyan la inversión en el LMM español.

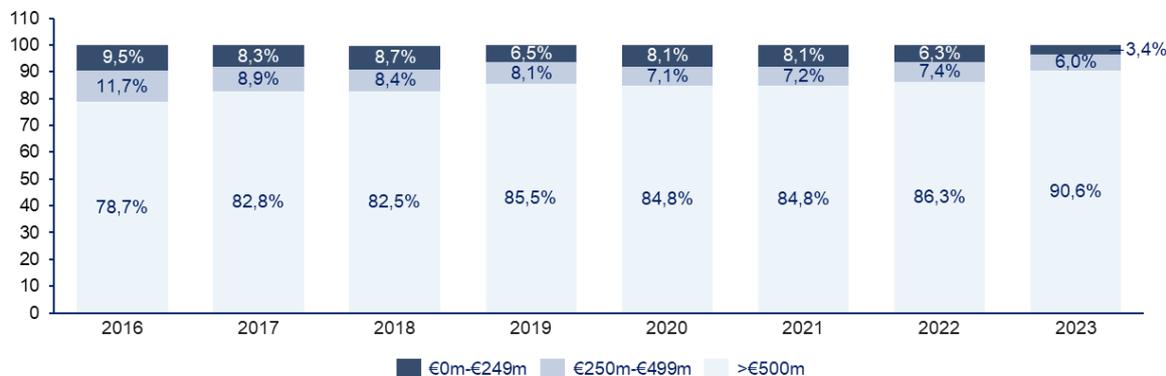
5.1. Evolución de la recaudación y de la inversión en España

En una primera instancia, se buscará analizar la evolución de la recaudación y de las inversiones de los fondos de capital de riesgo en España para estudiar el comportamiento de dicha clase de activo en el país.

En lo relativo a la recaudación, en el año 2021 las gestoras de *private equity* españolas recaudaron cerca de €3.000 millones, 3,4% de los cuales fueron levantados por fondos orientados al *Lower Middle Market*. No obstante, la cuota de recaudación de fondos enfocados en esta parte del mercado ha ido disminuyendo a lo largo los años (9,5% en 2016). Como efecto, las gestoras *large cap* han ido ganado peso en el capital recaudado anualmente al aprovechar las relaciones históricas con inversores existentes y experiencia en el mercado para atraer a nuevos (Falconer, 2023). Como resultado, un crecimiento menos que proporcionalmente refleja una menor competencia relativa en el mercado por compañías

pequeñas, generando una ventana de oportunidad para los fondos que quieran invertir en este espacio.

Figura 14. Recaudación anual en función del tamaño del fondo (%)



Fuente: Elaboración propia basada en datos de SpainCap.

Además, conviene estudiar la evolución de las inversiones de *private equity* en España, que superaron los €7.500 millones invertidos en 2021. Del total, el 28% fue destinado a empresas de menor tamaño, cuota que supera levemente el 26% destinado en 2016. Pese a esto, el capital invertido se mantiene muy lejos de la esperado dada la proporción de pymes en la economía española (en torno al 99%). Este dato continúa resaltando el desajuste evidente entre la potencial demanda de capital por parte de pymes españolas y la oferta del mismo por parte de fondos orientados al *Lower Middle Market*.

Figura 15. Inversión anual (€ millones) en función del tamaño de la empresa adquirida



Fuente: Elaboración propia basada en datos de SpainCap.

5.2. Aspectos que apoyan la inversión en el LMM español

El segundo análisis busca identificar las características de la parte baja del mercado española que justifique la inversión del *private equity*. Para ello, el autor seguirá el formato de aspectos atractivos del *Lower Middle Market* general pero los adaptará al contexto de España.

5.2.1. Amplio universo de posibles inversiones

Como se ha comentado previamente, el 99,8% de las empresas en España son pymes, lo que equivale a un total de 3.202.717 compañías (DIRCE, 2023). Dentro de las empresas grandes, aquellas que superan los 250 asalariados, sólo 285 están cotizadas (BME, 2024). Asimismo, en España, el total de inversión por fondos de *private equity* supone el 0.5% del PIB del país (Ernst & Young, 2023a), mientras que en países como en Estados Unidos la cuota aumenta hasta el 6.5% (Ernst & Young, 2023b), es decir, 13 veces más en términos relativos. Esta amplitud de posibles oportunidades de inversión sitúa al *Lower Middle Market* español como un segmento poco explorado en términos relativos y con gran potencial de desarrollo.

5.2.2. Menores múltiplos de entrada

Actualmente, la industria de *private equity* en España se caracteriza por participar en menos procesos competitivos cuando se realizan las adquisiciones en comparación con otras regiones. De forma ilustrativa, se estima que alrededor del 30% de las adquisiciones por parte de fondos de capital de riesgo en España son producto de un proceso competitivo (Cuatrecasas, 2024), mientras que en Estados Unidos esta cifra puede rondar el 70% de las transacciones (Ladwig et al., 2024). Dado que estas cifras hacen referencia a todas las transacciones de capital de riesgo, independientemente de su tamaño, es pertinente esperar que haya una menor proporción de empresas en *Lower Middle Market* que se subasten mediante procesos competitivos (Hoedl y Linage, 2014).

Como efecto, resulta lógico intuir que los múltiplos de entrada medios en España serán más bajos que en otras regiones. Para probar esta hipótesis, se accedió a la plataforma de Preqin y se seleccionó aquellas empresas del *Lower Middle Market* en España y a nivel europeo que fueran compradas a un EBITDA positivo menor de €15 millones (asumiendo un 30% de margen sobre los €50 millones de ingresos a partir de los cuales se puede considerar una empresa como pyme). Como resultado, España obtuvo un múltiplo de entrada medio de 12.7x EBITDA mientras que en Europa este alcanzó los 14.1x.

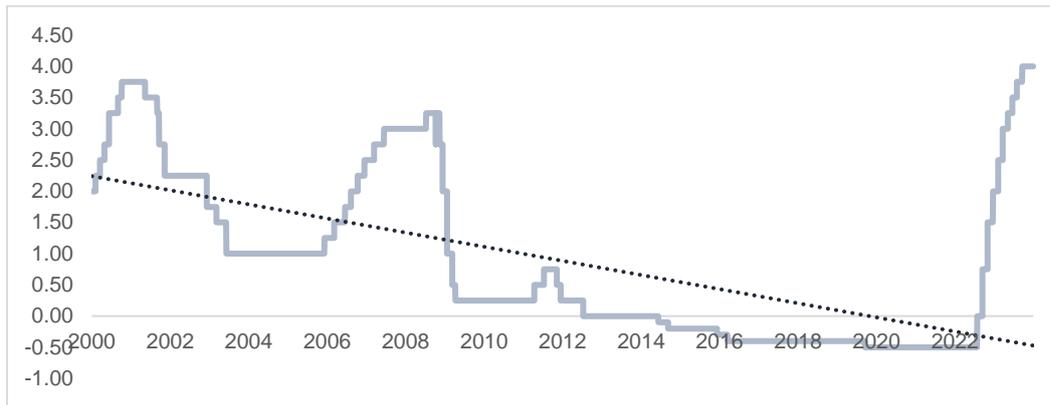
5.2.3. Menor apalancamiento necesario

Otro de los aspectos significativos que apoyan la inversión en el *Lower Middle Market* español es el menor apalancamiento necesario. Siguiendo lo explicado anteriormente, un menor precio de adquisición o *equity ticket* evita la necesidad de altos niveles de deuda. Como efecto, el hecho de que los fondos de capital de riesgo destinen una inversión media inferior a los €250.000 (SpainCap, 2022) aumenta la accesibilidad de las inversiones y reduce la dependencia del apalancamiento.

Los bajos niveles de deuda utilizados permiten mitigar los efectos sobre las gestoras y sobre sus participadas de incrementos en los tipos de interés, que ejercen presión sobre los márgenes de las empresas. A modo ilustrativo, durante la última década el BCE ha mantenido los tipos de interés cercanos a cero e incluso llegando a ser negativos. Este abaratamiento de la deuda provocó que fue muy favorable utilizar deuda y aprovechar la caja generada por las participadas para cubrir los bajos intereses. Sin embargo, a partir de junio 2022, el BCE subió el tipo principal de refinanciación (comúnmente usado para referirse al tipo de interés del BCE) desde 0% hasta el 4,5% en menos de 1 año. Esta subida, realizada por los bancos centrales de más regiones a nivel global (ej. Reserva Federal de Estados Unidos) se estima que repercutió no sólo los retornos esperados del *private equity*, reduciendo el MoM *esperado* en 0.3x (Bain & Company, 2024), sino que también en el volumen de transacciones por la incertidumbre acerca del futuro de los tipos de interés. Consecuentemente, dada la poca dependencia en el apalancamiento del *private equity* en el *Lower Middle Market* español, el número de transacciones en este segmento se ha mantenido estable (Cuatrecasas, 2024).

De esta manera, actualmente, la parte baja del mercado español resulta relativamente aún más atractiva debido a que los segmentos superiores ya no gozan de las ventajas del apalancamiento habituales de la última década.

Figura 16. Evolución del tipo de interés (%) del Banco Central Europeo desde 2000 - 2023



Fuente: Elaboración propia basada en datos del Banco Central Europeo.

5.2.4. Potencial de transformación

En cuanto al potencial de transformación, los *private equities* del *Lower Middle Market* tienen mucho margen para crear valor al poder ayudar a las pymes españolas con sus mayores obstáculos y proporcionarles: (i) acceso a financiación, (ii) sistemas que reduzcan las cargas burocráticas, (iii) ayuda experta en tributación eficiente, (iv) procesos de atracción de talento, e (v) iniciativas de profesionalización del negocio (ej. ERP, centralización de los datos, programas de formación en todas las participadas).

Entre las gestoras de fondos de capital de riesgo orientadas a Lower o Mid-Market destacan gestoras como MCH Private Equity, Miura Partners, Nazca Capital, Portobello Capital, ABAC Capital, Aurica Capital, etc. Estos *private equities* son reconocidos en el territorio nacional por su foco en la parte media-baja del mercado y el desempeño de sus participadas. A modo ilustrativo, Miura Partners adquirió Tiendanimal en 2014 cuando la compañía estaba clasificada como una pyme, ya que facturaba €27 millones. Tras cinco años presente en la empresa, Miura fue capaz de cuadruplicar los ingresos hasta los €113 millones en 2019 (desinvertida en 2020) a la vez que expandir su presencia internacional y online (en Portugal, Francia e Italia), aumentar el número de tiendas (desde alrededor de 20 hasta 65 tiendas) y desarrollar nuevos productos (+30.000 referencias en el catálogo).

El ejemplo de Miura y Tiendanimal es uno de los muchos casos que ayuda a ilustrar el papel de un *private equity* como socio estratégico para una pyme. A través de estrategias de

consolidación del mercado y de mejoras operativas, la gestora fue capaz de escalar el negocio de Tiendanimal y lograr aumentar la eficiencia de la empresa.

5.2.5. Oportunidades de salida

Tomando como referencia las posibles oportunidades de salidas para un *private equity* (venta a estratégico, venta a otro *private equity* o salida a Bolsa), conviene explorar si éstas resultan atractivas para activos del *Lower Middle Market*.

La economía española no se ha caracterizado por gozar de una buena evolución de salidas a Bolsa u OPVs (Oferta Pública de Venta) ya que entre 1986 y 2009, apenas 230 empresas salieron al parqué (Bolsas y Mercados, 2010). Como efecto, dado el tamaño medio de las empresas españolas y la poca habitualidad de realizar una OPV, esta vía es una forma complicada de obtener capital. Por ello, dada esta dificultad para monetizar las inversiones, ciertos *private equities* han tenido que posponer varias veces salidas a Bolsa, como por ejemplo CVC y PAI Partners en relación con Tendam o Blackstone en relación a Cirsa.

Teniendo en cuenta la dificultad de salir a Bolsa como vía de desinversión de un *private equity*, se analizará las dinámicas de oferta y demanda en el mercado de los fondos de capital de riesgo. Para ello, el autor elige poner el foco sobre el número de inversiones y desinversiones de los *private equities* en España. Como resultado, se observa como el ratio medio de desinversiones sobre inversiones anuales ronda el 85% (Cuatrecasas, 2024), enfatizando la relativa facilidad de monetizar la inversión en el mercado español. Esta facilidad para realizar el activo aumenta la certidumbre sobre la eventual salida de una adquisición y permite tener mayor certeza sobre los retornos esperados.

5.2.6. Arbitraje de múltiplos

Como se ha analizado anteriormente, tras realizar el análisis de múltiplos de entrada realizado a nivel España y a nivel europeo, se concluyó que en el *Lower Middle Market* en España el múltiplo de entrada es menor que la media europea (12.7x y 14.1x, respectivamente). Además, si se lleva a cabo el mismo análisis para los múltiplos de salida en el momento de la desinversión por parte de las gestoras de *private equity*, se puede apreciar evidencias de arbitraje de múltiplo. En el caso de España, el múltiplo medio de salida es aproximadamente de 16.0x y en Europa de 16.5x, lo que supone un arbitraje de múltiplo positivo en España del 25% mientras que en Europa es del 17%. Este hecho enfatiza los beneficios de crear una

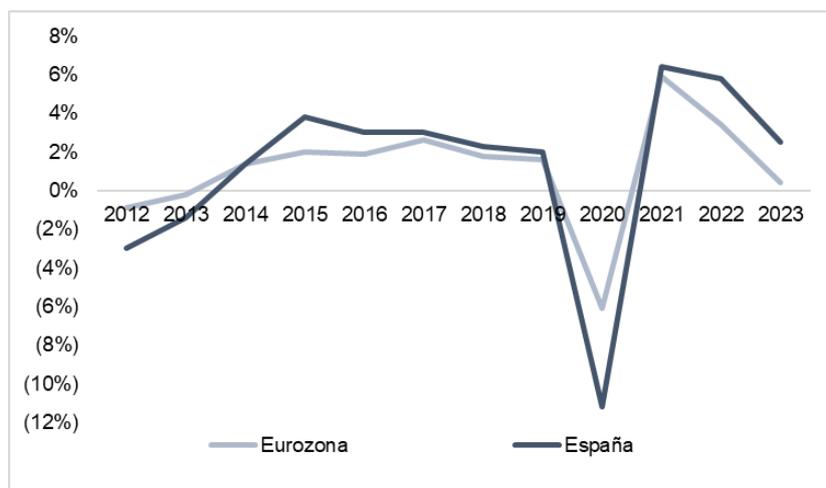
plataforma consolidada en el *Lower Middle Market* en España con la que poder alcanzar un múltiplo de venta superior, relativo a países vecinos europeos.

6. The Case for Spain

Finalmente, una vez se ha evidenciado el atractivo del *Lower Middle Market* así como trayectoria de los retornos y el potencial en el mercado español, resulta pertinente analizar ciertos aspectos clave a nivel macroeconómico que apoyen la inversión en España como país. Para ello, el autor buscará emular la finalidad con la que Ignacio de la Torre, Socio y Economista Jefe en Arcano Partners, orientó su célebre trabajo *The Case for Spain* en noviembre de 2012. Dicho esto, el presente estudio únicamente recoge algunos de los factores que el autor ha destacado como clave a la hora de justificar la inversión de un *private equity* en España.

Actualmente, España es la decimoquinta (nº. 15) economía más grande a nivel mundial en términos de PIB, superando los €1.4 billones anuales (Banco Mundial, 2022). Como efecto, el mercado español es uno de los que más producción genera nivel global. Además, si se atiende a registros históricos, se puede observar que, tras los inicios de la recuperación de la crisis de 2008, España ha superado a la media europea consistentemente en el crecimiento anual del PIB real. Pese que a que la economía sufrió un gran decrecimiento del PIB en 2020 (provocado por un descenso de la actividad turística motivado por la pandemia de Covid-19), España ha vuelto a superar el ritmo medio de crecimiento de sus países vecinos (Banco Mundial, 2023).

Figura 17. Evolución del crecimiento anual del PIB real en España



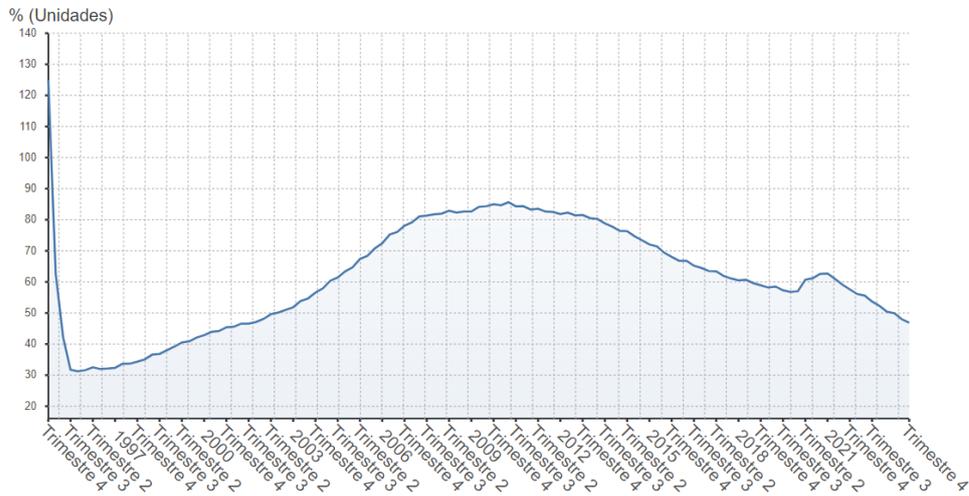
Fuente: Elaboración propia, basada en datos del Banco Mundial, 2023.

Además de este crecimiento sostenido de la economía, España presenta unos elevados niveles de exportaciones, una gran atracción del turismo internacional y una creciente renta media de los hogares. En 2023, el país continuó con su tendencia exportadora al alza y superó los €383.000 millones de exportaciones de bienes (según los datos del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa), lo que supone un 27% sobre el PIB (Eurostat, 2024). Asimismo, España, que goza de una posición privilegiada en términos de turismo internacional, registró en 2023 un récord histórico atrayendo a más de 85 millones de personas, aportando el equivalente al 11,6% del PIB (INE, 2023). En cuanto a la renta media de los hogares, España incrementó la renta media de €30.000 por hogar en 2015 hasta los €40.000 en 2023, creciendo a una tasa compuesta anual del 4%, significativamente superior a la inflación (INE, 2023). Este crecimiento general de la economía, la atracción internacional hacia nuestro país y el incremento de la renta media ayudan a generar un entorno favorable a la inversión.

Al margen de estas características favorables, resulta pertinente mencionar que España posee una elevada deuda pública española de aproximadamente 107% sobre el PIB. Sin embargo, existen factores que mitigan el riesgo de alto endeudamiento como la alta tenencia de deuda por parte de residentes y la reducción paulatina de la deuda de los hogares. En cuanto al primer aspecto, apenas 43% de la deuda pública se encuentra en manos de no residentes, estadística significativamente menor a la media europea de 58% (Banco de España, 2022). Por otra parte, desde la crisis de 2008, los hogares españoles han continuado reduciendo su nivel de endeudamiento, rozando el 53% sobre el PIB hoy en día. Este dato contrasta drásticamente con el 85% de endeudamiento que los hogares en España llegaron a alcanzar durante los

primeros años de crisis. Como efecto, pese al alto nivel de endeudamiento público, España cuenta con dinámicas favorables que minoran los potenciales riesgos de la deuda.

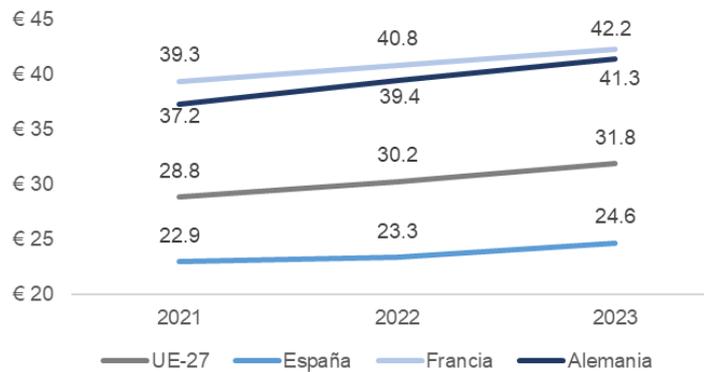
Figura 18. Evolución trimestral de la deuda con respecto al PIB en España



Fuente: epdata, basada en datos del Banco de España.

Por otro lado, España es un país una alta proporción de habitantes cualificados, donde cerca del 38% de la población entre los 25 y 34 años ha obtenido la educación terciaria (ISCED 5-8) (Eurostat, 2023). Este elevado índice supera a la media de la Unión Europea (24.7%) en más de un 53%, posicionando a España como el 3 país con la mayor proporción de titulados. Este hecho resulta especialmente atractivo debido a los bajos costes laborales de los trabajadores españoles. Como se puede observar en el gráfico inferior, el coste laboral medio por hora de un trabajador español (€24,6/hora) es un 23% menor que la media europea y se sitúa muy por debajo de países vecinos como Francia y Alemania (€42,2/hora y €41,3/hora, respectivamente). Como efecto, el mercado laboral en España ofrece una oportunidad muy atractiva puesto que las empresas pueden disponer de trabajadores muy cualificados y por encima de la media europea a un coste muy por debajo de la media. Esta característica repercute positivamente en aumentar las exportaciones gracias a una mano de obra productiva y competitiva.

Figura 19. Evolución del coste laboral por hora en España frente a los principales socios comerciales



Fuente: Elaboración propia, basado en datos de Eurostat.

Una de las características tradicionales de la economía española es la alta dependencia de las empresas del crédito bancario. En España, el porcentaje de préstamos pendientes por parte de las pymes fue del 52% en 2018, visiblemente menor que los datos registrados en países como Francia o Italia (20% y 17%, respectivamente) (OECD, 2018). Sin embargo, este hecho resalta la necesidad de financiación que tienen las pymes españolas y la oportunidad que tienen los fondos de *private equity* para solucionar esta dependencia mediante la financiación de estas empresas.

El interés del *private equity* por España ha estado en aumento, puesto que el sector ha experimentado un gran crecimiento en términos de inversión privada, que pasó de representar el 0,09% del PIB en 2009 a alcanzar el 0,52% en 2023 (Ernst & Young, 2023b). Además, entre los cuatro sectores que experimentan un mayor número de transacciones de fondos de capital de riesgo en España, dos de ellos (energía y restauración/ocio) están alineados con tendencias atractivas a nivel país. En relación con el sector energético, España se posiciona como el octavo país con mayor atractivo para invertir en su industria de energías renovables (Ernst & Young, 2022). Por su parte, dentro de la vertical restauración/ocio, el elevado número de turistas internacionales y el clima mediterráneo generan un aumento de la actividad en el sector (Cuatrecasas, 2023).

Finalmente, cabe mencionar que, en materia social, España se caracteriza por tener un magnífico estado del bienestar y sistema sanitario. Evidencia de esto es la clasificación del país entre los primeros 14 países a nivel mundial en términos de estado del bienestar (Global

Wellness Institute, 2022) así como su posición entre los siete mejores países a nivel global en lo que respecta a la calidad del sistema sanitario (World Population Review, 2023).

Como efecto de lo expuesto en este apartado, España presenta factores económicos, sociales y relacionados con el *private equity* que apoyan la decisión de invertir en el país. El crecimiento general de la economía, el atractivo del país en los mercados internacionales, los bajos costes laborales y la oportunidad de continuar desarrollando el sector del *private equity* posicionan a España como un destino de inversión favorable.

7. Conclusiones

Como se expone en la introducción, este trabajo busca identificar si el *Lower Middle Market* español resulta un destino atractivo para la inversión de *private equity*. Para ello, la metodología deductiva y cualitativa empleada ha permitido obtener e identificar las características esenciales del tejido productivo español y evaluar los factores fundamentales que justifican la inversión de los fondos de capital de riesgo en esta parte del mercado.

En primer lugar, tras comprobar que el *private equity* proporciona a los inversores el mejor perfil de riesgo-retorno en comparación con la gran mayoría de activos financieros en el mercado, el autor indaga acerca de las posibles características del *Lower Middle Market* que justifican la inversión en el mismo. Como efecto, el hecho de poseer una experiencia de más de dos décadas generando retornos muy atractivos justifica la tendencia creciente a que los inversores aumenten su exposición a este activo.

Por otro lado, el análisis exhaustivo del tejido productivo en España establece que el país está altamente influenciado por una alta proporción de pymes en la economía. Este hecho resulta en una menor productividad general del país y una mayor volatilidad ante sucesos macroeconómicos inesperados. Estas características son consecuencia de los grandes retos que experimentan las pymes en España, entre las que destacan la dificultad de acceder a la financiación y la falta de profesionalización en la organización. Estos retos, lejos de implicar una visión pesimista sobre el futuro del país, suponen una clara oportunidad de inversión para las gestoras de capital de riesgo.

Una vez identificado el claro desajuste entre oferta y demanda de capital en el mercado, se analizan los retornos históricos de los fondos de capital de riesgo en función del tamaño de las

inversiones. De esta manera, se comprueba que existe un patrón claro y consistente en las principales regiones a nivel global entre los retornos obtenidos y el tamaño de la empresa adquirida. Así, cuanto menor sea el tamaño de la empresa, mayor son los retornos obtenidos por los fondos.

En relación a los posibles factores que apoyen la inversión del *private equity* en el *Lower Middle Market* español, se comprueban que el amplio universo de oportunidades de inversión, el menor múltiplo de adquisición medio, el menor apalancamiento necesario, el potencial de transformación de la empresa, las oportunidades de desinversión y el arbitraje de múltiplos son los aspectos clave que justifican la inversión. Finalmente, se analiza el potencial de España como país recipiente de la inversión y se estudian las tendencias económicas, sociales y relacionadas con el *private equity* que resaltan al país como un destino atractivo.

8. Bibliografía

Abad, J. M^a. (2015). La dimensión empresarial importa en M. Marín (Ed.), *Los tres desafíos de la empresa española; Productividad, Dimensión e Innovación* (pp. 81-148). Fundación FAES.

Acharya, V. V., Franks, J., & Servaes, H. (2007). *Private Equity: Boom and Bust?* (nº. 19 (4), pp. 44-53). Journal Of Applied Corporate Finance.

Aguilera, I. (2015). *Respuestas empresariales en cuanto al tamaño de nuestras empresas* (nº. 885, pp. 65-78). Revista Información Comercial Española.

ASCRI (2013). *Informe de actividad Capital Riesgo en España 2013*. Asociación española de Capital, Crecimiento e Inversión.

Bain & Company. (2024). *Global Private Equity Report 2024*. Bain & Company

Binfare, M., Brown, G., Ghent, A., Hu, W., Lundblad, C., Maxwell, R., Munday, S. y Yi, L. (2022). *Performance Analysis and Attribution with Alternative Investments*. Institute for Private Capital.

BOE (2014). *Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva* (nº. 275, pp. 93215-93320). Boletín Oficial del Estado.

BME (2010). *Las salidas a Bolsa como eje de transformación económica y social*. Bolsas y Mercados Españoles.

CEPYME (2023). *Crecimiento empresarial: Situación de las pymes en España comparada con la de otros países europeos*. Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa.

Cohn, J., Hotchkiss, E. y Towery, E. (2021). *Sources of Value Creation in Private Equity Buyouts of Private Firms* (nº. 26 (2), pp. 257–285). Review of Finance.

Costabile, S. y Pollack, J, (2022). *The Potential of Middle-Market Businesses for Private Equity Firms*. PineBridge Investments.

Cote, C. (2021). *3 Key Types of Private Equity Strategies*. Harvard Business School Online's Business Insights.

Criscuolo, C. Gal, P., Leidecker, T. y Nicoletti, G. (2021). *The human side of productivity: Uncovering the role of skills and diversity for firm productivity* (nº. 29). OECD Productivity Working Papers, OECD Publishing.

Cuatrecasas (2024). *Market trends in Spanish private equity transactions*. Cuatrecasas.

Divakaran, S., McGinnis, P. y Shariff, M. (2014). *Private Equity and Venture Capital in SMEs in Developing Countries: The Role for Technical Assistance: The Role for Technical Assistance*. Banco Mundial.

Drazdou, F. (2023). *Strategic vs. Financial Buyers – Which One is Right for You?* Aventis Advisors.

Ernst & Young (2022). *Renewable Energy Country Attractiveness Index (RECAI)*. Ernst & Young.

Ernst & Young (2023a). *Economic contribution of the US private equity sector in 2022*. Ernst & Young y American Investment Council.

Ernst & Young (2023b). *II Estudio de la rentabilidad de los fondos de capital privado en España 2022*. Ernst & Young y SpainCap.

Espinosa, P. (2024). *Why invest in private equity?* Moonfare

Eurostat. (2021). *Early 2021 data on businesses more detailed & complete*.

Falconer, K. (2023). *Private equity funds are getting bigger...and bigger*. Private Equity International.

Folus, D. y Boutron, D. (2015). Exit Strategies in Private Equity: Opportunities and Risks en K. Baker, G., Filbeck y H. Kiyamaz (Ed.), *Private Equity* (1ª ed., pp. 215-236). Oxford University Press.

Forte-Campos, V., García-Moral, B. y Laporta-Corbera, Mª. (2022). *La evolución de la deuda pública en España en 2021*. Banco de España.

FRED. (2023). *Market Yield on U.S. Treasury Securities at 10-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis from 2000-2023*. Federal Reserve Economic Data.

Global Wellness Institute (2024). *The Global Wellness Economy: Country Rankings*. Global Wellness Institute.

Gompers, P., Ivashina, V. y Van Gool, J. (2013). *Note on LBO Capital Structure*. Harvard Business School.

Gompers, P. y Kaplan, S. (2022). *Advanced Introduction to Private Equity*. Edward Elgar Publishing.

Goulet, N. (2012). *Driving Organic Growth in Private Equity: A New Competitive Edge*. Copenhagen Business School.

Haque, S. (2022). *Does Private Equity Over-Lever Portfolio Companies?* Federal Reserve Board, Washington, DC.

Harris, R., and Jenkinson, T., y Kaplan, S. (2013). *Private Equity Performance: What Do We Know?* (nº.11-44). Journal of Finance, Fama-Miller Working Paper, Chicago Booth Research.

Heisig, P., Kick, J. y Schwetzler, B. (2022). *Buying Performance? The Impact of Multiple Arbitrage in B&B Strategies*. SSRN Working Paper.

Hoeld, C. y Linage, D. (2014). Spain en S. Ritchie (Ed.), *The Private Equity Review* (4^a ed., pp. 436-446). Law Business Research.

Huertas Arribas, E. y Salas Fumás, V. (2014), *Tamaño de las empresas y productividad de la economía española* (nº. 25, pp. 167-191). Mediterráneo Económico.

Instituto Español de Analistas. (s.f.). *Lighthouse: Servicio de análisis independiente especializado en small y micro caps del mercado español*. Instituto Español de Analistas.

DIRCE (2023). *Directorio Central de Empresas a 1 de enero de 2023*. Directorio Central de Empresas.

Ivashina, V. (2022). *The Private Equity Industry in the New Interest Rate Environment*. Centre for Economic Policy Research.

Jenkinson, T. y Stucke, R. (2009). *Note on Valuation and Mechanics of LBOs*. Saïd Business School.

Kaplan, S. y Sensoy, B. (2014). *Private Equity Performance: A Survey*. Fisher College of Business.

Klein, N. (2014). *Small and Medium Size Enterprises, Credit Supply Shocks, and Recovery in Europe*. Fondo Monetario Internacional.

Knauer, A., Lahman, A., Pflücke, M. y Schwetzler, B. (2014). *How Much Do Private Equity Funds Benefit from Debt-related Tax Shields?* (vol. 26, nº. 1, pp. 85-93). Journal of Applied Corporate Finance.

Ladwig, C., Schaffer, J., y Woodard, M. (2024). *2023 Annual US PE Breakdown*. Pitchbook.

Lau, K. (2024). *Investors' Private Equity exposure continues to soar*. Private Equity International.

Lightbown, S. (2023). *Why the mid-market matters in private equity*. Moonfare

Lin, D., Rayavarapu, S., Tadjeddine, K. y Yeoh, R. (2022). *Beyond financials: Helping small and medium-size enterprises thrive*. McKinsey & Company.

MacArthur, H., Burack, R., De Vusser, C., Yang, K., O'Connor, T. y Rainey, B. (2019). *Buy-and-Build: A Powerful PE Strategy, but Hard to Pull Off*. Bain & Company.

Madgavkar, A., Piccitto, M., White, O., Ramírez, M., Mischke, J. y Chockalingam, K. (2024). *A microscope on small businesses: Spotting opportunities to boost productivity*. McKinsey Global Institute.

McCombie III, D. (2022). *Private Equity's Playbook*. Forbes.

McGrath, C. (2021). *Huge Buyouts Make Good Headlines, But Are They Worth it?* Prequin

McKinsey & Company (2024). *Private markets: A slower era*. McKinsey's Private Equity & Principal Investors Practice.

Murphy, D., Gelfer, J. y Hadas, J. (2023). *The new math of Private Equity value creation*. Goldman Sachs Asset Management.

Newton Investment Management. (2023). *Small Caps, Big Opportunities?* BNY Mellon

OECD (2023). *OECD Compendium of Productivity Indicators 2023*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/74623e5b-en>

OECD (2021). *OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2021*, OECD Publishing.

OECD (2020). *OECD Observer Roundtable on small and medium-sized enterprises*, OECD Publishing.

Olsen, J. (2002). *Note on Leveraged buyouts*. Tuck School of Business at Dartmouth.

Organización Mundial del Trabajo (2023). *Micro, Small and Medium Enterprises*. Naciones Unidas.

Pampillón, R. y Mingorance-Arnáiz, A. (2016), *La situación de las pymes en España*. La Evolución de las Pymes en España (nº. 149). Colegio de Economistas de Madrid.

Preston, R. (2024). *Exploring Lower Middle Market Private Equity: Opportunities and Challenges*. Flippa.

Rahman, F. (2022). *Impact of WACC on Firm Profitability: Evidence from Food and Allied Industry of Bangladesh*. European Journal of Business and Management Research.

Sack, A. y Whitehead, P. (2024). *The Founder Advantage: Finding Alpha in Middle- Market Private Equity*. Morgan Stanley Capital Partners Insights.

Sheyner, D. (2018). *Private Equity Interview Course*. Wall Street Oasis.

StepStone Research (2023). *Fight to Urge*. StepStone Group.

Stucke, R. y Higson, C. (2012). *The Performance of Private Equity*.

Mengden, A. (2023). *International Tax Competitiveness Index 2023*. Tax Foundation.

Tesorería General de la Seguridad Social. (2022). *Informe estadístico 2022*. Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

Titanbay (2023). *Opportunities in the Middle Market*. Titanbay Insights.

United States Private Equity Council (2023). *Everything You Need To Know About Middle Market Private Equity*. USPEC.

Williams, C. (2022). *Lower Middle Market Investments in Private Equity* (vol. 11, nº. 4). Journal of Student Research.

Willis Towers Watson (2021). *Institutional allocation to private equity*.

9. Anexos

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Manuel Conde Escabias, estudiante del Doble Grado de ADE y Business Analytics de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "*Private Equity* y el atractivo del *Lower Middle Market* español", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. **Brainstorming de ideas de investigación:** Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. **Crítico:** Para encontrar contra-argumentos a una tesis específica que pretendo defender.
3. **Referencias:** Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
4. **Sintetizador y divulgador de libros complicados:** Para resumir y comprender literatura compleja.
5. **Generador de problemas de ejemplo:** Para ilustrar conceptos y técnicas.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 05/06/2024

Firma: _____

