



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

# ESTUDIO DE LA RELACIÓN EXISTENTE ENTRE LOS MERCADOS DE PRIVATE EQUITY Y EL CONTEXTO MACROECONÓMICO

Autor: Borja Murube Maldonado

Director: Marta Ramos Aguilar

Madrid  
Junio 2018

Borja  
Murube  
Maldonado

**ESTUDIO DE LA RELACIÓN EXISTENTE ENTRE LOS MERCADOS DE PRIVATE EQUITY Y EL  
CONTEXTO MACROECONÓMICO**



## Tabla de Contenidos

Tabla de Contenidos.....	1
Tabla de Ilustraciones.....	3
Resumen Ejecutivo.....	5
Executive Summary.....	6
1. Introducción.....	7
1.1. <i>Interés por el tema</i> .....	8
1.2. <i>Objetivos de la investigación</i> .....	9
1.3. <i>Enfoque</i> .....	10
1.4. <i>Valoración de fiabilidad de las fuentes utilizadas</i> .....	11
1.5. <i>Estructura</i> .....	12
2. Marco teórico de Private Equity a nivel global.....	13
2.1. <i>¿Qué es un fondo de capital privado?</i> .....	13
2.2. <i>¿Cómo funcionan?</i> .....	16
3. Evolución de las adquisiciones de PE en Estados Unidos.....	18
3.1. <i>Percepción del PE en EEUU</i> .....	18
3.2. <i>Evolución del PE en EEUU</i> .....	20
3.2.1. Múltiplos de adquisición.....	20
3.2.2. Múltiplos de apalancamiento.....	21
3.2.3. Retornos de las inversiones en PE.....	22
4. Evolución de la situación macroeconómica estadounidense.....	23
4.1 <i>Evolución del Producto Interior Bruto (PIB)</i> .....	23
4.2. <i>Desempleo</i> .....	25
4.3. <i>Tipos de Interés</i> .....	26
5. Evolución de las adquisiciones de PE en la Unión Europea.....	28
5.1. <i>Percepción del PE en Europa</i> .....	28
5.2 <i>Evolución del PE en Europa</i> .....	30
5.2.1 Múltiplos de adquisición.....	30
5.2.2. Múltiplos de apalancamiento.....	31
5.2.3. Retornos de las inversiones en PE.....	32
6. Evolución de la situación macroeconómica europea.....	33
6.1. <i>Evolución del Producto Interior Bruto (PIB)</i> .....	33
6.2. <i>Desempleo</i> .....	36
6.3. <i>Tipos de Interés</i> .....	38

7.	Comparación entre las Economías y los mercados de PE estadounidenses y europeos....	39
	<b>7.1. PE estadounidense y europeo .....</b>	<b>39</b>
	7.1.1. Múltiplos de adquisición .....	39
	7.1.2. Múltiplos de apalancamiento.....	41
	7.1.3. Industrias Relevantes.....	43
	<b>7.2. Comparación del PE y contexto macroeconómico estadounidenses.....</b>	<b>44</b>
	<b>7.3. Comparación del PE con el contexto macroeconómico europeos.....</b>	<b>47</b>
8.	Conclusión .....	49
	Bibliografía .....	51
	Anexo .....	53

## Tabla de Ilustraciones

Figura 1	Estructura de un Fondo de PE	12
Gráfico 1	Porcentaje de inversores norteamericanos que sienten que sus inversiones en capital riesgo han estado a la altura de sus expectativas entre 2011 y 2015	17
Tabla 1	Cambios en el capital dedicado por los inversores a los fondos de PE	17
Gráfico 2	Evolución de los múltiplos de las transacciones LBO de PE en EEUU entre 2017 y 3Q2016	20
Gráfico 3	Múltiplos de deuda / EBITDA de las LBOs llevadas a cabo entre 2005 y junio de 2016	21
Tabla 2	TIR media de la inversión en función del año de la adquisición por industrias	22
Gráfico 4	Crecimiento interanual del PIB norteamericano	23
Gráfico 5	PIB per cápita estadounidense en términos absolutos	24
Gráfico 6	Crecimiento interanual del PIB per cápita	25
Tabla 3	Datos de desempleo de EEUU a cierre de 2017	25
Gráfico 7	Evolución del paro estadounidense en los últimos 10 años	26
Gráfico 8	Evolución de lo tipo de interés en EEUU	27
Gráfico 9	Número de transacciones europeas en las que ha estado involucrado un PE por año	29
Tabla 4	Cambios en el capital dedicado por los inversores a los fondos de PE	30
Gráfico 10	Evolución de los múltiplos de las transacciones LBO de PE en Europa entre 2007 y 2015	30
Gráfico 11	Múltiplos de deuda / EBITDA de las LBOs llevadas a cabo entre 2005 y junio de 2016	31
Gráfico 12	Inversiones realizadas por PE por industria en 2017 en Europa	32
Gráfico 13	Desinversiones de capital de PE en Europa en 2017 (€ miles de millones)	33
Gráfico 14	Crecimiento interanual del PIB de la Eurozona (aislando el factor inflación)	34
Gráfico 15	PIB per cápita europeo en términos absolutos	35
Gráfico 16	Crecimiento interanual del PIB per cápita	35
Tabla 5	Datos de desempleo de Eurozona a cierre de 2017	36
Gráfico 17	Evolución del paro europeo en los últimos 10 años	37
Gráfico 18	Evolución de lo tipos de interés en EEU	38
Gráfico 19	Evolución los múltiplos de adquisición por LBOs en EEUU y la Eurozona	40
Gráfico 20	Evolución los múltiplos por LBOs en EEUU y la Eurozona	40
Gráfico 21	Evolución los múltiplos de apalancamiento en EEUU y la Eurozona	42

Gráfico 22	comparación de múltiplos de adquisición y PIB en miles de millones de € en EEUU	45
Gráfico 23	comparación de múltiplos de apalancamiento y tipos de interés en EEUU	46
Gráfico 24	comparación de múltiplos de adquisición y PIB en miles de millones de € en Europa	47
Gráfico 25	comparación de múltiplos de apalancamiento y tipos de interés en la Eurozona	48

## Resumen Ejecutivo

Este estudio pretende identificar si existen patrones que relacionen el contexto macroeconómico de una zona geográfica con el contexto de operaciones de Private Equity que se estén llevando a cabo en dicha zona. Para esto se ha procedido a analizar estas dos variables en dos territorios, la Eurozona (países de la Unión Europea que han aceptado el euro como moneda propia y por tanto su política monetaria está regulada por el Banco Central Europeo) y los Estados Unidos. En ambos países, en los relativo a los mercados de Private Equity, se han analizado los múltiplos medios de adquisición de Enterprise Value / EBITDA y los múltiplos de apalancamiento de las empresas adquiridas por los Private Equities, Deuda Financiera / EBITDA, al igual que los sectores en los que más proliferan las adquisiciones de Private Equity en ambos mercados. Para el contexto macroeconómico se analizan la variación anual del crecimiento del PIB, el PIB absoluto y per cápita, los tipos de interés históricos en el tiempo y los datos de desempleo. Tras poner los cuatro análisis en contraste se llega a la conclusión del estudio de la inexistencia de relación causal entre los mercados de Private Equity entre sí pero sí una relación entre el contexto macroeconómico del territorio y su mercado de Private Equity

## Executive Summary

This research aims to identify if there are patterns that relate the macroeconomic context of a geographical area to its context of Private Equity operations that are being carried out for that same area. An analysis of these two variables in two territories was carried out, in the Eurozone (countries of the European Union that have accepted the euro as their own currency and therefore its monetary policy is regulated by the European Central Bank) and the United States. In both countries, regarding Private Equity markets, the average multiples of acquisition of Enterprise Value / EBITDA and the leverage multiples of the companies acquired by the Private Equities, Financial Debt / EBITDA, were analyzed, as well as the sectors in which Private Equity acquisitions in both markets proliferate the most. For the macroeconomic context, the annual variation of GDP growth, absolute GDP, per capita GDP, historical interest rates over time and unemployment data are analyzed. After putting the four analyzes in contrast, the conclusion of the study is the absence of causal relationship between Private Equity markets among themselves but an existing relationship between the macroeconomic context of the territory and its Private Equity market.



## 1. Introducción

Los fondos de Private Equity han ido adquiriendo un protagonismo creciente a lo largo de los años, como se puede apreciar por el importante crecimiento que vienen experimentando tanto en la captación o levantamiento de fondos para estos vehículos, como en la evolución del tamaño de estos. El desarrollo de este tipo de fondos siempre se ha asemejado mucho al desarrollo de otro tipo de instrumentos como pueden ser los de “Venture Capital” (capital riesgo, referido como VC en adelante), pero también guardan una estrecha similitud con el desarrollo del entorno macroeconómico. Por ejemplo, en periodos antes de la crisis financiera del 2008, cuando venían a España los grandes inversores internacionales, el número de operaciones que hacían los fondos de Private Equity (referido como PE en adelante) marcaba una clara tendencia alcista. Durante los años de la recesión, y muy perjudicado por la dificultad de acceso a crédito y liquidez en general que esta trajo consigo, el número de operaciones de los PE se redujo considerablemente, al igual que el tamaño de los que se crearon en estos años.

En los últimos años este tipo de fondos están volviendo a cobrar una mayor importancia tanto en tamaño como en número y están volviendo a ser uno de los grandes jugadores en las transacciones corporativas en la actualidad. En España este nuevo crecimiento ha llegado más tarde que en otros lugares geográficos como podría ser EEUU, país que siempre parece estar a la vanguardia cuando se trata de evolución y cambio en los mercados. Al igual que en EEUU, en España el número de adquisiciones realizadas por PEs se ha ido incrementando. No así las adquisiciones de Venture capital, que se han mantenido más llanas en su crecimiento desde el año 2000 mientras que las start-ups nuevas han duplicado de media la edad en la que comienzan a aumentar capital con fondos privados. Un informe publicado por la universidad de Harvard indica que el 67% de las start-ups que han conseguido ampliar capital por más de \$150 millones lo han conseguido sin necesidad de salir a bolsa. Un gran motivo por la que mayores cantidades de capital privado están llegando a empresas en fases más maduras de desarrollo se ha debido a que se han abaratado los costes de búsqueda de capital inversor al igual que el coste de búsqueda de posibles oportunidades para invertir, lo cual era una de las mayores ventajas que ofrecen las Bolsas en general junto con una

serie de políticas de desregularización que han favorecido la creación de más y mayores fondos de VC<sup>1</sup>

Con todo esto, este informe pretenderá ver si las tendencias que se han dado en estas adquisiciones por parte de los PE's en sectores comúnmente claves de EEUU y UE siguen un patrón, están correlacionadas entre sí, o si se puede usar una para predecir la otra. En general, comparar la evolución de las características de las adquisiciones (generalmente en cuanto a múltiplos de adquisición de Enterprise Value / EBITDA) y compararlos también con el contexto macroeconómico de estos dos mercados.

### **1.1. Interés por el tema**

Este tema es de especial interés para mí por tres motivos fundamentales: el principal es que mi experiencia laboral más duradera hasta la fecha ha sido en un Family Office en el departamento de Capital Privado, y que también contaba con un área de VC. Allí realicé unas prácticas con 6 meses de duración en las que pude llegar a entender parte del proceso de funcionamiento de estos fondos.

La segunda es que me parece un vehículo de inversión cada vez más interesante debido a la alta especialización involucrada en él. No entraré en este tema pero en resumidas cuentas me parece que el mundo financiero actual tiende cada vez más a la especialización y esto es precisamente lo que los fondos de Private Equity aportan al mercado y el motivo por el que están teniendo tanto éxito en la actualidad. Además creo que juegan un papel clave en el desarrollo de las empresas (sobre todo privadas) por el motivo comentado en la introducción: son capaces de ampliar capital y de esta forma financiarse mientras se siguen manteniendo privadas. Además hacen aportaciones muy interesantes ya no solo dentro de las empresas adquiridas sino en los entornos de estas. Cuando un PE adquiere una empresa es porque se ve con la capacidad de poder desarrollarla y aumentar su valor, esto se suele traducir a que el PE se ve con capacidad para gestionar la nueva sociedad y no solo eso, sino que además está en condiciones de aportar a la sociedad adquirida de las herramientas necesarias para aumentar ese valor. Esto se suele referir a sinergias que el PE es capaz de generar entre la sociedad y los otros recursos del fondo como puedan ser relaciones comerciales de este u otras

---

<sup>1</sup> Kahle y Stulz (2016)

empresas de su portfolio. Dependiendo del tamaño y calidad de estas sociedades, el entorno macroeconómico se verá afectado en mayor o menor medida pero parte de las conclusiones que este trabajo pretende alcanzar es si es el entorno el que favorece este cúmulo de operaciones y creaciones de sinergias que a su vez fomentan más operaciones y sinergias, o por el contrario, son las operaciones de este sector las que, en momentos de estancamiento económico, pueden constituir una de las palancas que pueden contribuir a reactivar la actividad económica del país.

Finalmente, es un sector al que me gustaría dedicarme más adelante en mi carrera profesional, por lo que tengo especial interés en aprender lo máximo posible sobre el mismo para así poder también incorporarme profesionalmente cuanto antes al mismo. Mediante la realización de este informe espero tener la oportunidad de documentarme todo lo posible sobre este tema que me resulta tan atractivo, y tener también la posibilidad de analizar y evaluar todas mis averiguaciones.

## **1.2. Objetivos de la investigación**

1. Se analizarán las tendencias que han tenido lugar en los mercados norteamericanos y europeas en cuanto a las adquisiciones de empresas por parte de los PE's para entender la relación que existe entre las adquisiciones de empresas similares por parte de este tipo de fondos.
  - a. Se hará un mayor hincapié sobre sus múltiplos de adquisición de Enterprise Value (EV) / EBITDA como factor común de comparación pero también mediante otros múltiplos de adquisición (EBITDA, PER, Ventas...) cuando sea aplicable.
2. Se procederá después al estudio de variables macroeconómicas de estos dos territorios geográficos para después analizar si existe alguna relación con la trayectoria que sigue la evolución de los múltiplos en sus respectivas áreas.
  - a. El fin de este segundo objetivo es intentar identificar si la evolución que siguen los múltiplos de adquisición de los PE's son un reflejo fiel de la realidad macroeconómica (PIB, desempleo, tipos de interés, etc.) del momento o si sirven para predecir el cambio que esta va a tomar.
  - b. Mi hipótesis inicial es que será la contraria: será el entorno macroeconómico el que condicione las adquisiciones pero guardo la esperanza de que esto

pueda ser distinto debido a la peculiaridad de las transacciones que llevan a cabo estos fondos.

3. Con lo obtenido anteriormente, siempre y cuando proceda y sea posible se intentará identificar y desarrollar relaciones cuantitativas entre los cuatro factores mencionados: evolución de los múltiplos en EEUU y en Europa y la situación macroeconómica de estos dos lugares.
  - a. La finalidad es dar pie al desarrollo de posibles modelos para poder predecir comportamientos en los mercados basándonos en estos factores mencionados.

### **1.3. Enfoque**

Cómo los parámetros y la metodología descritos anteriormente abarcan un gran volumen de datos, se procurará en este informe reducir el tamaño de estos mediante el establecimiento de valores resumidos que sean representativos de aquellos que se pretenden analizar. Por ejemplo, hacer uso de ejemplos representativos de las industrias, tamaño de empresas y perfiles de inversión de Fondos y Compañías inversores en PE para sacar resultados orientativos pero que reflejen la norma general con el mayor grado posible. Con esto se pretenderá simplificar el estudio para las variables a explorar, cuando el volumen de transacciones sea muy alto para una misma industria. Cuando estos ejemplos representativos no estén justificados o seas más difíciles de obtener, se procederá al uso de medias para poder simplificar el análisis.

Cuando estos datos reales o representativos (cuando lo reales abarquen demasiado volumen) estén definidos, se proseguirá a analizar la evolución que a la que se han ido sometiendo durante la última década (desde 2008). Como se ha definido anteriormente, los datos cuantitativos que se analizarán de forma paralela serán 4 fundamentalmente: historial de adquisiciones de los PE en industrias representativas de EEUU, historial de adquisiciones de los PE en industrias representativas en la Unión Europea (haciendo hincapié en España), situación macroeconómica histórica de EEUU y la situación macroeconómica histórica de la Unión Europea.

Los datos que se analizarán para conseguir estos proceden de bases de datos privadas, como Preqin, y públicas como gacetas y diarios económicos como el Financial Times y

el Expansión. También se hará uso de una entrevista con experto en el lower middle market (transacciones de empresas de capitalización media-baja, de entre \$5 y \$50 millones) americano que se dedica a evaluar posibles adquisiciones para su fondo de PE. Una vez obtenidos estos datos, y utilizando su evolución histórica, se procederá a hacer previsiones para predecir el futuro desarrollo de las variables. Una vez hecho esto, se pondrán en común los resultados de cada análisis para poder observar si existe una relación cuantitativa entre la evolución de los múltiplos y su entorno macroeconómico del área geográfica. Posteriormente, se pondrán en contraste la evolución de los múltiplos entre las dos economías. Se pondrá en contraste las conclusiones con artículos mediáticos públicos acerca del entorno macroeconómico para valorar si las averiguaciones de este informe están en línea con lo anunciado.

#### **1.4. Valoración de fiabilidad de las fuentes utilizadas**

Una de las mayores fuentes utilizadas para este estudio es la base de datos Preqin. Esta fuente contiene todo tipo de informes hecho por empresas de gran reputación, como pueden ser las Big 4, que son los cuatro mayores proveedores de servicios corporativos en el mundo, por lo que se consideran fuentes de una alta fiabilidad. Las Big 4 son Deloitte, Ernst&Young, PwC, y KPMG y ofrecen servicios tales como consultoría, asesoramiento legal, auditoría, etc. Preqin contiene muchos informes en lo relativo a las empresas de capital riesgo. Identificar los informes más interesantes entre todos los que hay, y de esos sacar los más relacionados con los objetivos de este trabajo es una tarea que consume mucho tiempo pero asegura obtener una información válida, útil y fiable. Preqin es una base de datos digital privada y de pago que está pensada para ayudar a empresas, como por ejemplo PEs, en sus labores de investigación. No está tan orientada para uso académico y por eso es necesario analizar detalladamente toda la información que ofrece para así poder filtrar lo que es verdaderamente interesante para este estudio. Gracias a profesionales del sector financiero que prefieren mantenerse anónimos, se me ha proporcionado la posibilidad de acceso limitado a esta base de datos para poder llevar a cabo mi estudio.

Otra de las fuentes esenciales de información para este estudio es la entrevista llevada a cabo con un asociado de un fondo de PE en Dallas, TX, EEUU. Se mantendrá anónima tanto a la persona como a la empresa donde trabaja por motivos de confidencialidad que

formaban parte de las condiciones para poder llevar a cabo la entrevista. Dicho esto, si para valorar la fiabilidad de la información es necesario saber más sobre la fuente, no dude en contactar conmigo. Considero que esta fuente agrega mucho valor a la investigación puesto que es alguien que acumula una experiencia relevante en esta industria.

### **1.5. Estructura**

Este estudio consta de 6 capítulos. El primero, el actual, indicará al lector como se va a proceder a realizar el estudio, qué herramientas se van a utilizar para ello y cómo se va a desarrollar en cuanto a estructura y procedimiento. El segundo capítulo tendrá por objetivo definir en marco teórico en el que actualmente se encuentra el sector del capital riesgo a nivel global. El tercero ya sí entra en la materia explicada anteriormente sobre la evolución del PE en EEUU, haciendo especial énfasis en la parte de múltiplos de adquisición y valiéndose de la entrevista con el experto. El cuarto capítulo será un estudio resumido de la evolución macroeconómico del país desarrollado en el capítulo anterior. El capítulo cuatro tiene el mismo contenido que el 3 pero referido al mercado de la Unión Europea, con la diferencia de la distinta información disponible. El capítulo 6 será igual al 4 pero en lo relativo a este otro territorio geográfico. Posteriormente, el capítulo 7 se hará el análisis y todos los estudios cuantitativos para tratar de establecer las relacionadas mencionadas anteriormente sobre los elementos estudiados en los capítulos anteriores. Finalmente, habrá un octavo capítulo en el que se concluirá y resumirá el estudio completo y las averiguaciones alcanzadas. Finalmente como anexos se incorporan las fuentes utilizadas para la construcción de este documento.

## 2. Marco teórico de Private Equity a nivel global

### 2.1. ¿Qué es un fondo de capital privado?

La explicación más sencilla de en qué consiste el PE la podemos sacar de su propio nombre. El concepto de PE en español le denominamos capital privado pero la traducción literal es Equidad Privada. Equidad (equity) como el lector sabrá, se refiere a la participación o propiedad en una empresa mientras que privado significa que no son de fácil acceso al público, o lo que es lo mismo, propiedad de empresas no cotizadas en el mercado regulado oficial (la bolsa)<sup>1</sup>.

La estrategia que siguen los fondos de PE suele ser la compra de un porcentaje de control de empresas privadas para poder así tener dominio sobre la toma de decisiones dentro de sus órganos de gestión y gobierno. Este no es siempre el caso, a veces toman participaciones minoritarias siguiendo diferentes estrategias a la hora de invertir en cada empresa en particular. También es frecuente verles adquirir partes mayoritarias de empresas cotizadas con la intención de excluirlas de la Bolsa mediante una OPA (oferta pública de adquisición) de exclusión.

Normalmente este tipo de fondos captan una gran cantidad de capital para poder llevar a cabo estas operaciones por lo que la mayoría de sus inversores son institucionales (fondos de inversión, bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.) o inversores privados con un alto nivel adquisitivo (“family offices”). El fin absoluto de los PE es conseguir generar valor para los inversores de los fondos mediante la adquisición y gestión de compañías y que suele ir enlazado a un plazo de desinversión de entre 4 y 7 años.

Suele haber bastante confusión con la diferencia entre un fondo de Venture Capital (o Capital Riesgo), y un de Private Equity. La diferencia fundamental se basa en el momento de entrada del fondo en la compañía. El VC entra en una etapa mucho más joven de la compañía y toma participación en esta para desarrollarla desde un momento más cercano a sus orígenes. El VC suele alcanzar a las start-ups cuando estas entran en la fase de growth capital (capital de crecimiento), cuando estas ya tienen una facturación considerable y constante y con una buena valoración y potencial de crecimiento. El PE entra aún más tarde como inversor de la empresa, que ya ha dejado de ser start-up y entra en una fase de madurez, combinada con crecimiento y rentabilidad. Cuando esta

---

<sup>1</sup> What is Private Equity de Michael Kyle (2017)

ya está consolidada y tiene una historia demostrable de hacer las cosas bien en un sector que también tiene historia, entra un fondo de PE que cree tener la posibilidad de desarrollarla, maximizando su valor.

La estructura de los fondos es relativamente sencilla:

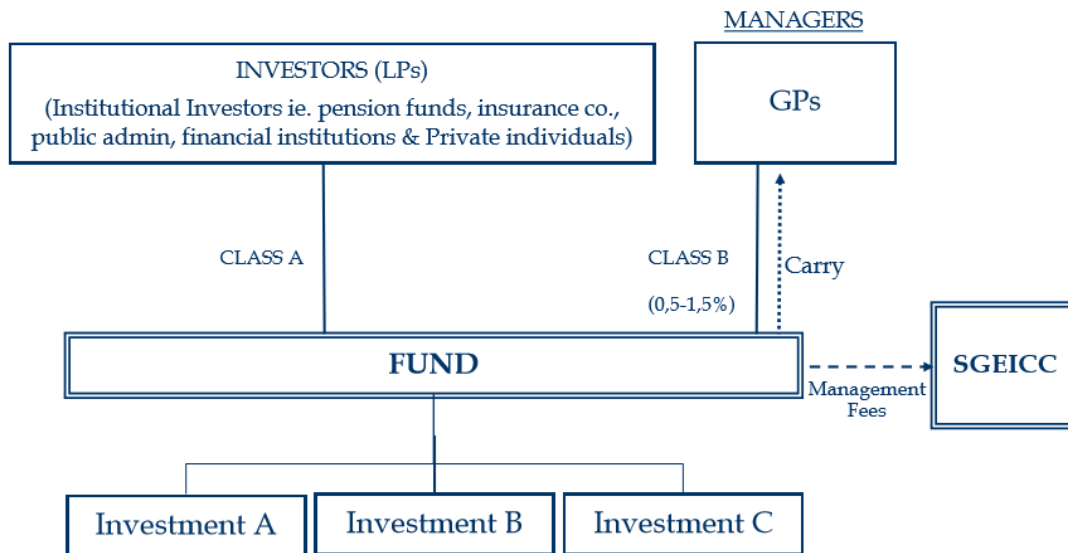


Figura 1. Estructura de un Fondo de PE  
Fuente: Presentación PE and VC Universidad Pontificia Comillas

La estructura del fondo consiste en un General Partner, o GP, que es el encargado de gestionar el fondo, y el que cobra las comisiones de gestión y plusvalía. Los inversores en el fondo son los Limited Partners, o LPs. Ellos depositan su capital en el fondo bajo unas condiciones y se lo dejan al GP para gestionarlo con un horizonte de desinversión del fondo de unos 10 años, a lo largo de los cuales tienen lugar las inversiones y desinversiones en las compañías participadas. El GP muchas veces también invierte en su propio fondo pero están limitados en cuanto a las cantidades que puede suscribir a operaciones debido a sus estatutos, por lo que se valen también de los LPs para financiar operaciones por fuera de la estructura del fondo. Esto se denomina co-inversión (del inglés co-investment).

Gracias a los co-investments, el GP no renuncia a oportunidades de inversión muy favorables que se le puedan presentar. Como los fondos invierten dinero que no es suyo, tienen que pactar de antemano con los inversores en qué van a invertir esos fondos. Si por ejemplo pactan que solo invertirán un 10% en empresas de telecomunicaciones pero se les presenta una buena oportunidad que supone un 4% de la cartera cuando ya llevan un 8% invertido en ese sector, tendrán que financiar el 2% restante, o incluso la



operación entera por fuera de la estructura del fondo. Si no fuese por los coinvestments, se perderían muchas oportunidades de inversión que pueden resultar muy atractivas. Además, como comentó Rafael Álvarez-Novoa del PE de Riverside Company<sup>1</sup>, los co-investments son algo que los LPs buscan cada vez más debido a que ofrecen los mismos retornos que las inversiones del fondo pero sin tener que repartir los estos retornos entre un gran número de inversores, además del ahorro en comisiones del fondo que el co-investment supone.

La estructura de costes para el inversor típica para un fondo de PE es en torno a un 2% anual de management fees sobre el capital invertido en el fondo y un performance fee (o comisión de éxito) del 10-20% anual sobre la plusvalía bruta obtenida de la inversión. Sobra decir que sin beneficio sobre la inversión, el GP se queda sin la parte principal de sus ingresos por comisiones provenientes de ese fondo. Además muchos fondos tienen montadas estructuras de costes para el inversor de tal forma que el performance fee solo se cobra a partir de cierto retorno sobre el capital. En consecuencia, las comisiones a obtener pueden ser muy elevadas en línea con los retornos que se exigen a la inversión respecto a otras inversiones alternativas como sol la Bolsa, la renta fija o el mercado inmobiliario. Esto es también parte de la explicación de por qué estos tipos de fondos han atraído ya no tanto la atención sino también la participación activa del mejor talento del mundo corporativo.

Existe un amplio espectro de políticas de inversión y de gestión. La mayoría de los fondos se especializan en LBO's (Leveraged Buy-outs) o lo que es lo mismo, adquisiciones mediante apalancamiento. Sin embargo existe otra parte, en la que personalmente cuento con experiencia, que lo hace únicamente mediante fondos propios de los inversores, sin recurrir a préstamos ni cualquier tipo de endeudamiento. También existe el tipo de inversión cuya estrategia consiste en mantener al equipo directivo de la empresa adquirida, lo cual se denomina un management buy-out, o MBO. Con esta estrategia, miembros de la dirección de la empresa adquirida compra una parte significativa del capital de esta con apalancamiento o con el respaldo de un fondo de PE. Si el PE considera que es un equipo apto para dirigir la empresa con las nuevas estrategias que este pretenda adoptar y generar el retorno requerido de la inversión, no se suelen hacer cambios en el equipo directivo de la empresa. En estas situaciones es

---

<sup>1</sup> Presentación ofrecida a la clase 2017-2018 de M&A en español de la Universidad Pontificia Comillas

común poner como condición de la compra que el equipo directivo se quede con parte de la empresa para así alinear intereses con el fondo. Sin embargo, en el caso de los managment buy-in, o MBI, el PE sí sustituye a los directivos de la empresa por otros que este cree que se ajustan más a sus objetivos. No siempre cambian a todos los directivos puesto que no siempre tienen bajo su control a todos los miembros del consejo de administración debido a no tener la totalidad de las participaciones de la empresa.

## **2.2. ¿Cómo funcionan?**

Los PE tienen una labor principal: crear valor para los inversores de sus fondos. Parece ser bastante obvia pero va mucho más allá. Las transacciones de PE tienen muchas implicaciones subyacentes que los números no cuentan. Las relaciones interpersonales que son necesarias dentro del mundo de la banca de inversión se quedan en lo básico en lo referente a PE. Hay que tener en cuenta, que, al tratarse la mayoría de las veces de transacciones privadas, es decir, a las que no todo el mundo tiene acceso, y en las que la última palabra la tiene el consejo de administración de la empresa que se está vendiendo, es necesario desarrollar una red de conexiones extraordinaria, que según los expertos<sup>1</sup>, es uno de los mayores factores de éxito en el mundo del PE. Una ventaja muy importante que estos fondos tienen, que aporta tanto valor a las empresas que adquieren como a sí mismos, es que al tener a tantas empresas en sus carteras, es más sencillo para ellos crear sinergias entre ellas. Esto es ventajoso para las empresas porque facilita su crecimiento y beneficioso para el fondo porque incrementa el valor de la empresa. Estas sinergias son en gran medida posibles gracias a redes de contactos que se establecen entre directivos de las distintas empresas, conocidos de socios del fondo, o personas que sugieren los bancos de inversión que asisten en las transacciones.

No solo las relaciones con personas son necesarias para poder crear el valor necesario para el inversor, también son necesarias las relaciones con las instituciones que ayudan a la formalización de las transacciones, como por ejemplo bancos de inversión. A pesar de que la última palabra la tenga el consejo de administración de la empresa que se pone a la venta, el banco de inversión hace una labor esencial a la hora de identificar y valorar a los posibles compradores. Esto no quiere decir que sea frecuente el uso de

---

<sup>1</sup> Opinión común tanto del entrevistado como de su equipo

contactos para que el PE consiga adquirir a las empresas que quiera, al fin y al cabo el banco de inversión tiene que asegurar la calidad e imparcialidad de la gestión. Además, al banco también le interesa estar bien relacionado con posibles adquirientes de sus inversores, por lo que son relaciones que conviene cuidar por ambos lados.

El proceso estándar suele ser el siguiente:

1. Los propietarios de una empresa, o su consejo de administración, los cuales muchas veces suelen estar compuestos de las mismas personas, decide poner a la venta parte o la totalidad de sus participaciones, normalmente para obtener liquidez o desinvertir cuando ven un buen momento en el mercado.
2. Después de esta decisión acuden a un banco de inversión (un Goldman Sachs, JP Morgan, Bank of America, etc.). Estas entidades asesoran a los socios de la empresa que se vende sobre por cuánto la quieren vender y a quien en función de cuales sean los objetivos de los socios. Parte de estos compradores estratégicos suelen ser fondos de capital riesgo, con quien el banco se pone en contacto y les mandan la documentación inicial (Investment Memorandum) y un Acuerdo de Confidencialidad en caso de que el PE esté interesado en primera instancia.
3. Los compradores potenciales emiten entonces sus non-binding offers, u ofertas no vinculantes, que no compromete al PE a nada pero ofrece al consejo de la empresa adquirida una idea de quien está interesado en la adquisición y más o menos por cuánto importe. De los non-binding recibidos, el consejo decide seleccionar a dos o tres para una última fase y les pone un plazo para presentar una oferta vinculante que sí compromete al comprador en caso de aceptación del consejo.
4. Durante este periodo y antes de este plazo, los compradores llevan a cabo un proceso de due dilligence, o valoración propia de la oportunidad de inversión para ver si encaja dentro de su modelo y de sus objetivos y estrategias. Si deciden seguir adelante tienen que tomar la decisión del destino de los fondos para la operación. La mayoría toman la ruta del LBO. Crean una sociedad denominada NEWCO, que es la que le pide el capital en forma de deuda a alguna entidad financiera. Las operaciones de financiación en las adquisiciones de PE suelen contar con un nivel de riesgo superior a la media pero se mitiga por la experiencia acumulada de las instituciones y profesionales de la industria, su

trayectoria a la hora de desarrollar inversiones y el éxito de estas, lo cual condiciona también que el coste de financiación sea mayor o menor. La NEWCO aporta como colateral la participación accionarial en la empresas que se está adquiriendo y, en consecuencia, el capital aportado por el PE. Los PE también pueden optar por otras estructuras de capital, como fondos propios íntegramente.

5. Finalmente, el Consejo de Administración de la empresa en proceso de venta, junto con el asesoramiento del banco de inversión, valoran a qué inversor realizar la venta teniendo en cuenta el Enterprise Value (de aquí en adelante referido a como EV), generalmente medido en el múltiplo de EBITDA que se paga, y las posibles ventajas, como por ejemplo sinergias o que mantenga el equipo directivo, que el nuevo propietario pueda aportar.

### **3. Evolución de las adquisiciones de PE en Estados Unidos**

#### **3.1. Percepción del PE en EEUU**

Históricamente, Estados Unidos ha sido mucho más adelantado a España en sufrir internamente las alteraciones en los mercados y en la economía. Esto se debe a que, aunque actualmente la economía global sea muy dependiente de las nacionales, la dependencia de las nacionales entre sí no es siempre la misma. EEUU es la economía más relevante del mundo, y por tanto es natural que lo que le suceda a la economía americana tenga un efecto similar en el resto de las economías del mundo. La economía española, aunque sea relevante a escala global, seguramente no tenga un efecto de contagio tan importante como la americana, mientras que la de la Unión Europea en conjunto sí. En lo relativo al auge del PE, no es una excepción: en diciembre de 2016, el 70% de los inversores norteamericanos ya opinaban que su país ofrecía las mejores oportunidades de inversión mediante capital riesgo<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Entrevistas a inversores de Preqin en 2016

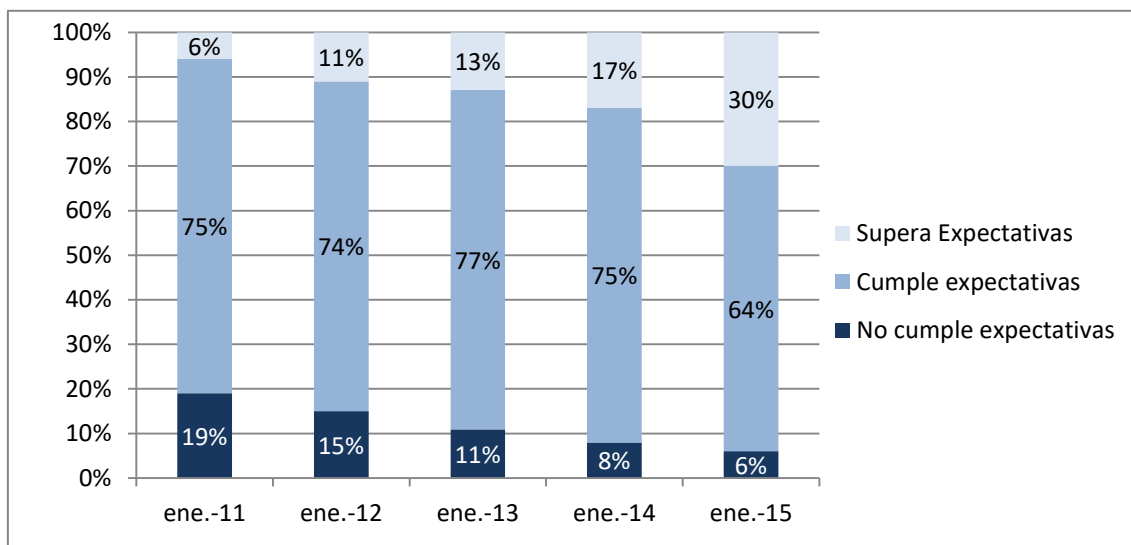


Gráfico 1: Porcentaje de inversores norteamericanos que sienten que sus inversiones en capital riesgo han estado a la altura de sus expectativas entre 2011 y 2015

Fuente: Entrevistas de Preqin a inversores en 2015

Como podemos observar por los datos obtenido de la base de Preqin, las estadísticas sobre la opinión de los inversores sobre el vehículo de inversión del PE no solo han sido muy favorables, sino que además tienden a mejorar. Menos de un 32% de los inversores entrevistados en 2011 siguen teniendo una opinión negativa acerca del PE en 2015 mientras que los que opinan favorablemente han crecido un 400% en este mismo periodo de tiempo.

Para reforzar esta estadística, el mismo informe de Preqin indica que de los inversores americanos entrevistados en 2016 tenían la siguiente opinión acerca del destino de sus fondos tras haber realizado inversiones en PE:

Reducción significativa de capital para el fondo de PE	4%
Reducción menor de capital para el fondo de PE	4%
Mismo capital para el fondo de PE	42%
Ampliación menor de capital para el fondo de PE	30%
Ampliación significativa de capital para el fondo de PE	20%

Tabla 1: Cambios en el capital dedicado por los inversores a los fondos de PE

Fuente: Entrevistas de Preqin a inversores en 2015

Como se puede ver por los datos, la mayoría de los inversores decidieron aumentar en una medida u otra la cantidad de fondos a invertir en PE mientras que la otra mayoría significativa pretendía mantenerlos. Solo un 8% de los entrevistados tenían intención de rebajar esa cantidad de fondos. Estos números se volvieron a repetir en la encuesta de 2016 cuando se preguntó a los inversores sobre 2017 con el ligero cambio de que parte

de los que en 2015 aportarían ligeramente más capital ahora iban a aportar más sustancialmente<sup>1</sup>.

### 3.2. Evolución del PE en EEUU

#### 3.2.1. Múltiplos de adquisición

El Gráfico 2 muestra la evolución que los múltiplo de EV / EBITDA que ha habido en las transacciones de PE en los desde 2008 hasta septiembre de 2016.

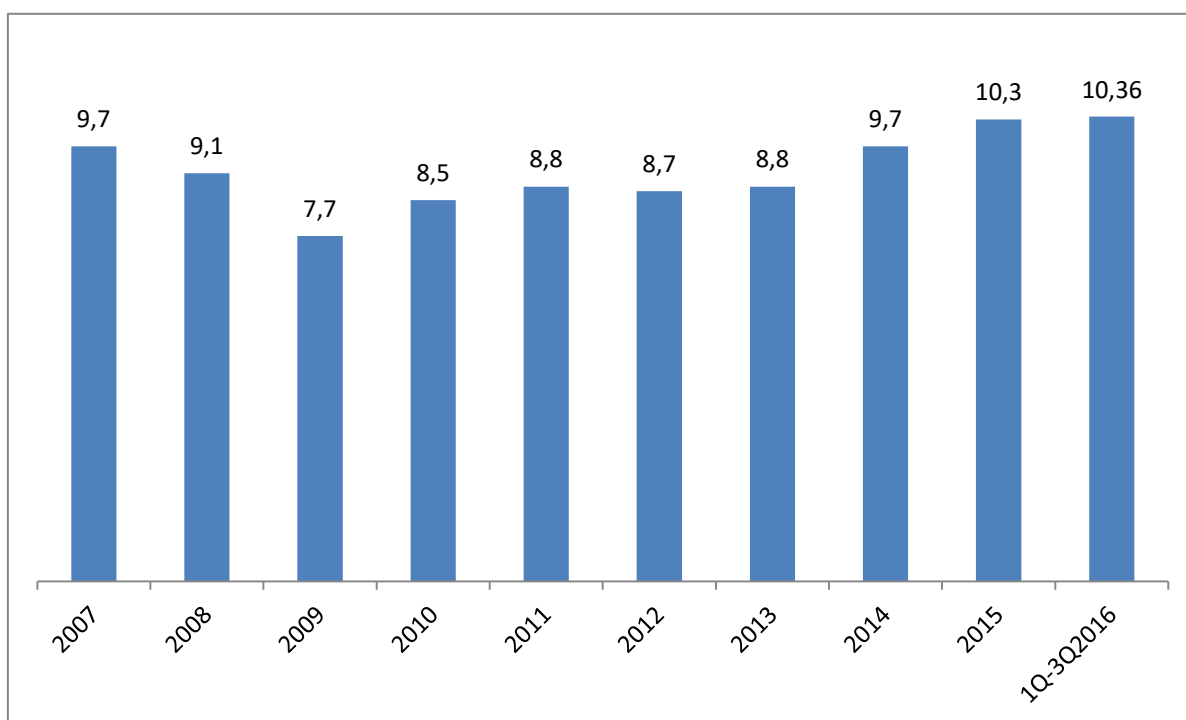


Gráfico 2: Evolución de los múltiplos de las transacciones LBO de PE en EEUU entre 2007 y 3Q2016

Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017

El gráfico 2 muestra una tendencia alcista desde la bajada generalizada de múltiplos que los LBOs sufrieron tras la crisis financiera de 2008. Esto no es para nada generalizable, puesto que hay que hacer un análisis más en detalle de las industrias, tamaño de las operaciones y número de estas, que al fin y al cabo son factores que siempre influirán en los múltiplos pero este gráfico puede ir dando al lector una idea general de cómo ha ido evolucionando el mercado en este ámbito a grandes rasgos.

<sup>1</sup> Bain and Company Global Private Equity Report 2017

### 3.2.2. Múltiplos de apalancamiento

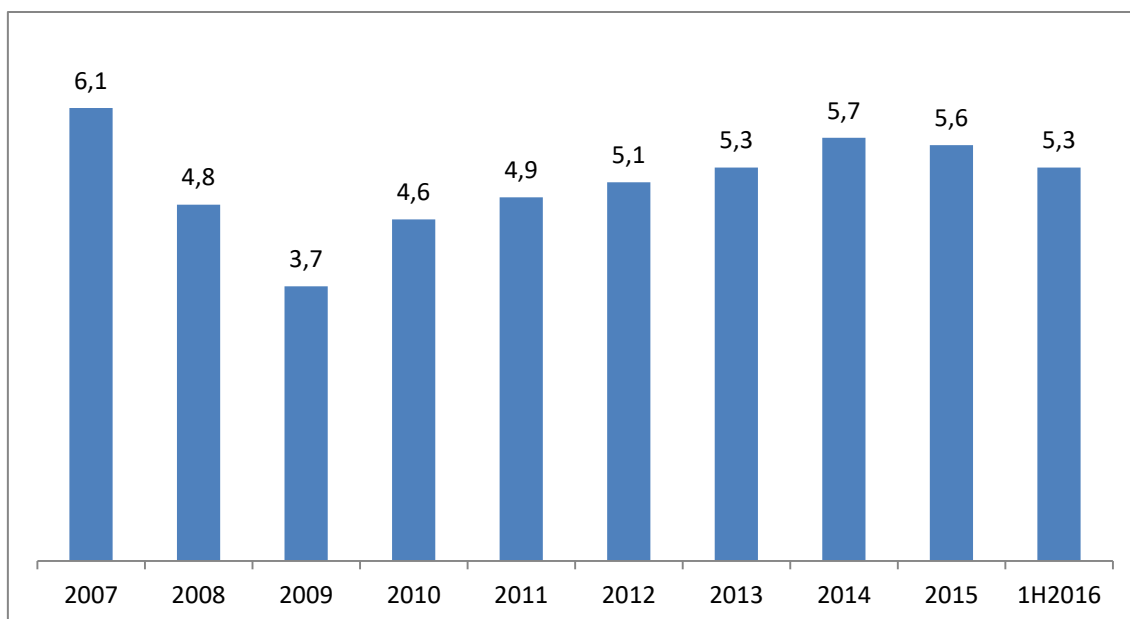


Gráfico 3: Múltiplos de deuda / EBITDA de las LBOs llevadas a cabo entre 2005 y junio de 2016  
Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017

El Gráfico 3 muestra los múltiplos de apalancamiento con los que se han llevado a cabo las transacciones en este mismo periodo de tiempo (en este caso solo hasta junio de 2016). Al igual que el gráfico dos, sirve al propósito de observar a rasgos generales cual es la evolución de los últimos años, pero también aporta un input muy valioso que es el poder comparar estos dos factores para poder llevar a cabo después un estudio de correlación. Por lo que se puede observar por los gráficos, estos dos múltiplos están estrechamente ligados en evolución. Sin embargo sí parece que las bajadas se acentúan más en los múltiplos de apalancamiento que en los de EV / EBITDA y las subidas se acentúan más a la inversa. Esto podría tener su explicación en la crisis financiera de 2008 y cómo la falta de liquidez para afrontar la deuda era uno de los mayores inhibidores para que se llevasen a cabo operaciones de este tipo. En épocas de incertidumbre económica, y sobre todo con la falta de liquidez con la que operaban los mercados después de 2008, los fondos eran más cautelosas a la hora de llevar a cabo operaciones que implicasen adquisiciones de empresas con un mayor nivel de deuda. Las empresas además, enfocaban más sus esfuerzos en reducir su pasivo financiero puesto que este suponía un riesgo. Tanto la falta de tolerancia al riesgo para asumir deuda, como la falta de recursos propios para financiar las operaciones, pudieron ser

causa de la reducción en el número de operaciones que se cerraron por parte de los PE en los últimos años.

Esta tendencia alcista en los múltiplos desde la crisis de 2008 se está viendo frenada una vez más. Como podemos ver en el Gráfico 3, en 2015 los múltiplos de apalancamiento con los que se hicieron la media de las transacciones fueron inferiores a los de 2014 y esto se repitió con la media de la primera mitad de 2016.

### 3.2.3. Retornos de las inversiones en PE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Materiales Químicos	2,6	4,9	64,4	8,6	23,7	66,2	21,1	29,6
Bienes de consumo/distribución	10,9	17,3	16,7	26,7	17,4	25,0	23,7	24,2
Electrónica	0,7	6,2	14,5	8,1	16,7	42,2	77,4	27,6
Energía	-0,1	18,9	18,6	10,0	12,9	20,6	3,3	19,7
Medioambiental	-19,6	3,8	28,1	16,8	0,0	22,4	24,2	49,2
Servicios Financieros	8,9	18,2	22,9	16,4	25,1	25,6	15,5	15,4
Hardware	15,8	-3,0	26,4	6,0	0,0	19,0	0,0	-16,8
Salud/Biotecnología	16,3	25,6	22,0	24,1	35,7	42,4	35,8	21,1
Industriales	12,5	14,6	10,5	14,1	19,9	36,4	21,7	17,4
Tecnología de la Información	7,2	42,0	24,9	24,1	27,2	25,6	20,8	27,9
Manufacturación	17,4	25,8	19,0	17,5	25,2	31,4	19,3	24,2
Comunicación	4,4	42,0	21,2	8,6	12,4	26,8	14,3	6,0
Servicios informáticos	14,1	39,1	23,7	21,6	31,9	36,1	25,0	15,1
Otros	-2,2	29,0	10,1	17,9	16,2	4,8	19,7	22,2

Tabla 2: TIR media de la inversión en función del año de la adquisición por industrias  
Fuente: Cambridge Associates U.S. Private Equity 2017 Q2

La Tabla 2 muestra los retornos que están ofreciendo las inversiones de los PE en los distintos sectores del mercado norteamericano. Es inviable analizarlos en un gráfico por la cantidad de la información pero sí merece la pena resaltar el auge reciente del sector energético y medioambiental al igual que el declive del hardware, comunicación y la biotecnología. Esta tabla lo que explica es los retornos en el momento de desinversión en función de cuando la empresa entró en la inversión. Por tanto. Como los horizontes de inversión de los PE son de entre 4 y 7 años, el estudio no ha ido más allá de las inversiones hechas en 2015. Además ofrece buen punto de referencia para la posterior puesta en comparación con Europa.



## 4. Evolución de la situación macroeconómica estadounidense

### 4.1 Evolución del Producto Interior Bruto (PIB)

El producto interior bruto mide el valor de los productos y servicios finales producidos en un país durante un determinado periodo de tiempo, que suele ser un año<sup>1</sup>. Es un indicador usado muy frecuentemente para medir las situaciones macroeconómicas de los países puesto que refleja el tamaño de la economía de este en relación a su capacidad productiva. En términos absolutos, es decir, en valor monetario el PIB nos es un factor adecuado para comparar las trayectorias económicas de los países puesto que en términos absolutos las economías y sus niveles de producción son muy distintos. Por este motivo, se suele medir el crecimiento del PIB de un año para otro para evaluar el desempeño de distintas economías. También hay que tener en cuenta que no es lo mismo medir el crecimiento de una economía consolidada como es la americana con una en pleno desarrollo o recuperación como puede ser la india. Sin embargo, por el propósito de la investigación este factor es irrelevante puesto tanto la economía comunitaria europea como la norteamericana están sumamente consolidadas y son suficientemente maduras.

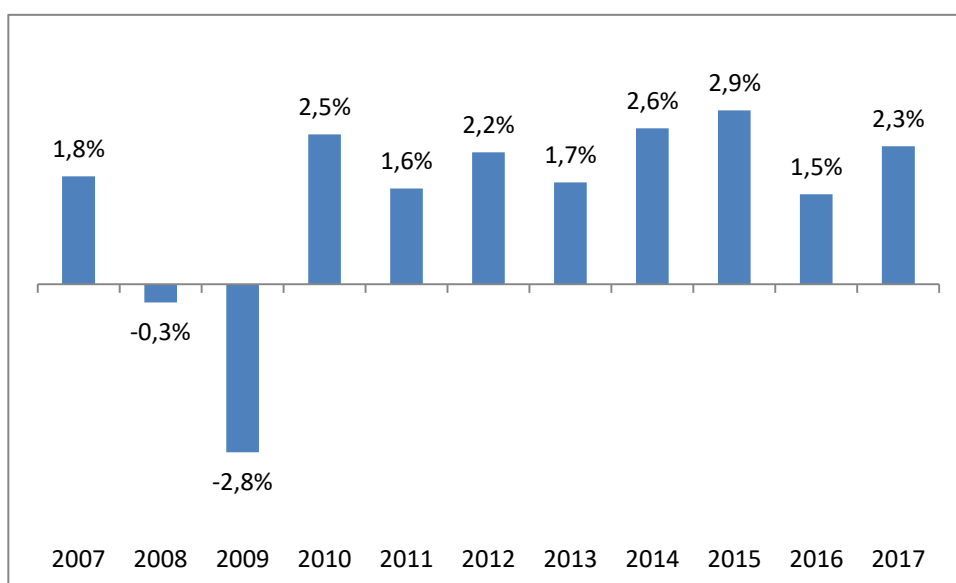


Gráfico 4: Crecimiento interanual del PIB norteamericano  
Fuente: Diario económico Expansión

El gráfico 4 expone la evolución que ha ido sufriendo el PIB norteamericano con respecto al año anterior durante los últimos 10 años. Esto significa que todos los años, salvo 2008 y 2009 el PIB de este país creció. Esto ilustra también lo mencionado sobre

<sup>1</sup> Expansión

el crecimiento relativamente estable de esta economía debido a su historia y asentamiento en el mercado. Solo en 2008 y 2009 se destruye valor en lo relativo al PIB absoluto del año anterior y esto es por la crisis financiera de finales de 2008 (crisis de la banca) y cuyos efectos se ven más reflejados a lo largo de 2010 en el gráfico 4.

Aunque el PIB es buen indicador del valor que es capaz de producir un país, que ponerlo en lo relativo a la materia prima que todos los países tienen en común para su economía: las personas. Para poner el PIB en función de la población de cualquier país se recurre a la medida del PIB per cápita, lo cual es el PIB absoluto dividido entre todos los habitantes del país. Esta herramienta sí puede ser más útil para comparar en términos relativos para poder hacernos una idea aproximada de la riqueza de los habitantes del país y luego poder hacer observaciones entre el poder adquisitivo dentro del país y el volumen y tamaño de operaciones llevadas a cabo por los PE. De todas formas esta medida también está muy limitada por factores de igualdad y sostenibilidad social y económica dentro de cada país individualmente por lo que es necesario tenerla en cuenta pero no se va a utilizar como fuente cuantitativa en este análisis.

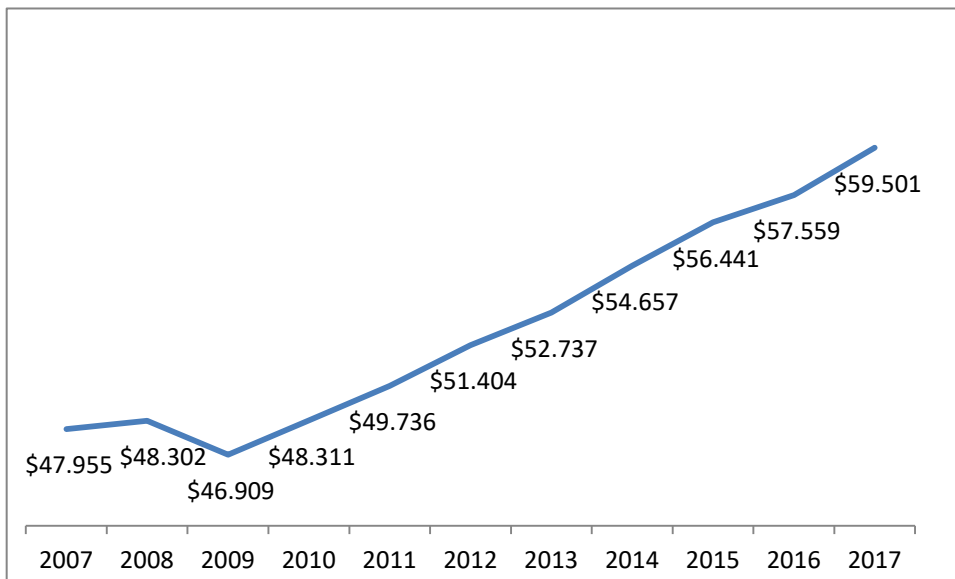


Gráfico 5: PIB per cápita estadounidense en términos absolutos  
Fuente: Base de datos Knoema.es

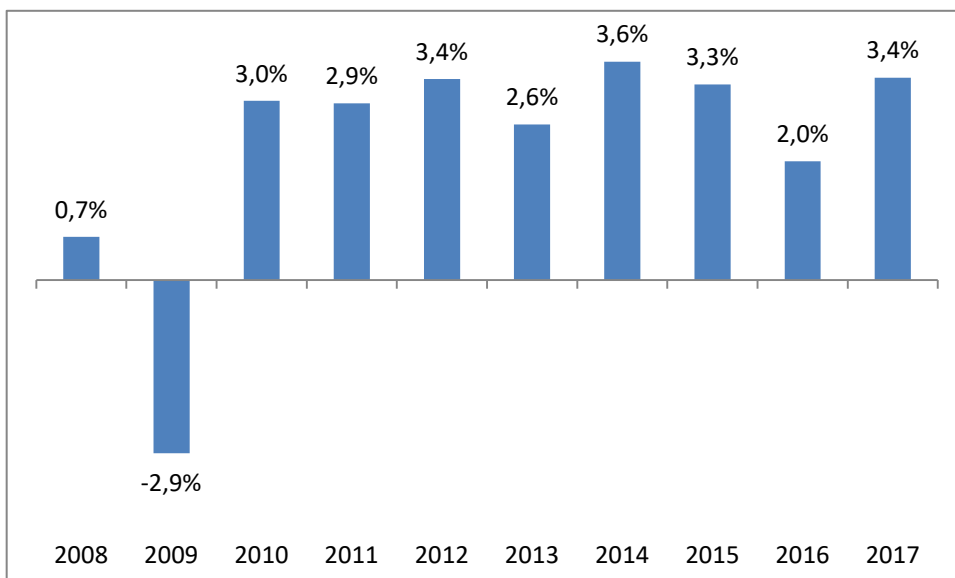


Gráfico 6: Crecimiento interanual del PIB per cápita  
Fuente: Base de datos Knoema.es

Cuando observamos la evolución interanual del PIB per cápita vemos una evolución constante, parecida a la mostrada en el Gráfico 4. Un crecimiento relativamente constante pero más acentuado que en el anterior. Esto demuestra una subida más cuantiosa en el PIB del país norteamericano que en su población.

#### 4.2. Desempleo

La tasa de desempleo de un país mide la parte de la población de este que está sin empleo a la vez que buscándolo activamente. EEUU cerró 2017 con los siguientes porcentajes de desempleo en relación a la población activa total:

	2017
<b>Tasa de Desempleo</b>	4,1%
<b>En hombres</b>	4,1%
<b>En mujeres</b>	4,0%
<b>Menores de 25</b>	8,9%
<b>Mayores de 24</b>	3,4%

Tabla 3: Datos de desempleo de EEUU a cierre de 2017  
Fuente: Diario Expansión

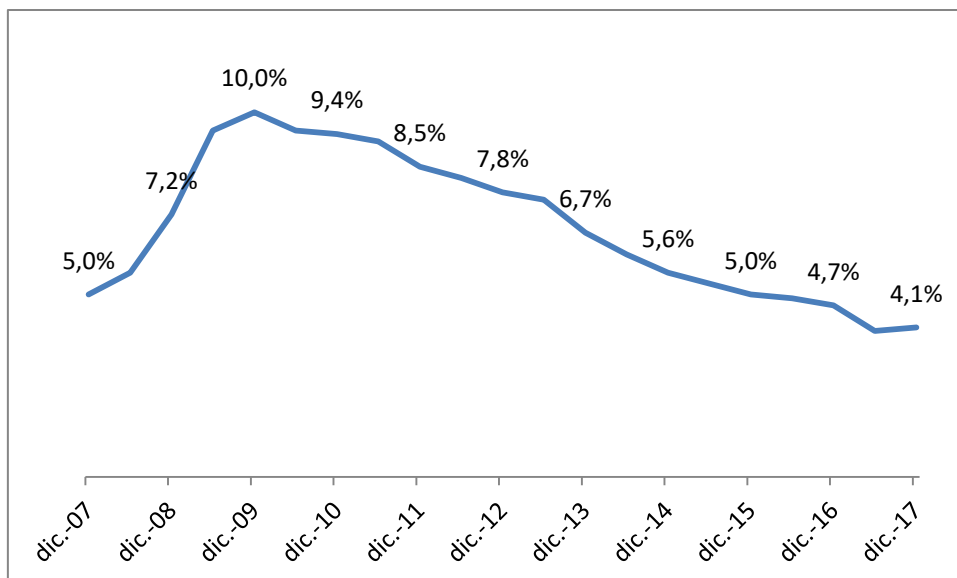


Gráfico 7: Evolución del paro estadounidense en los últimos 10 años  
Fuente: Investing

El desempleo americano se duplicó en entre 2008 y 2010, alcanzando en este año el punto en el que la crisis tuvo mayor impacto sobre el mercado laboral. Desde 2010 la situación ha ido normalizándose hasta que en 2016 ya se alcanzaron niveles de desempleo de pre-crisis. El 4,1% de 2017 ya pertenece en su mayoría a desempleo estructural: personas que no son contratadas no por falta de demanda, sino por no tener un perfil adecuado para la demanda laboral de la economía<sup>1</sup>. Es decir el mercado laboral está saludable pero existe cierta parte de la oferta que no encaja con la demanda existente.

### 4.3. Tipos de Interés

En Estados Unidos los tipos de interés está regulados por la Reserva Federal (FED), que es el banco central del país. El banco controla los tipos de interés del país como herramienta básica de la política monetaria, que a su vez tiene como objetivo la contribución a la estabilidad de precios (control de la inflación), al crecimiento económico estable y duradero, y a la creación de empleo. En los últimos años hemos estado coexistiendo con tipos de interés históricamente mínimos además de medidas extraordinarias de política monetaria para contribuir a la salida de la crisis. En el caso de algunos países y activos, las rentabilidades y los tipos de interés han llegado a ser incluso negativos. Bajar los tipos es una herramienta utilizada cuando se quiere dinamizar una economía para darle al público y las empresas mayor acceso a crédito

<sup>1</sup> Economipedia.com

puesto que reduce el coste de este. Lo que consigue el estado abaratando el acceso a crédito es castigar el ahorro con menores retornos. Esto es lo que ha sucedido después de los años de la crisis. Como se comentó anteriormente, había una gran escasez de liquidez y por tanto una bajada en tipos motivaba a la gente a dar salida a sus ahorros de efectivo y bancarios e inyectar sus recursos en el mercado para obtener mejores beneficios, al igual que fomentaba a que los demandantes de crédito pudiesen permitírselo. Ahora que hemos recuperado una mayor estabilidad económica, de la cual dan fe los apartados 4.1 y 4.2, la FED ha vuelto a subir los tipos para conseguir el efecto contrario, fomentar el ahorro. Con esto consigue que la economía no se sobrecaliente y baja así el ritmo del crecimiento económico y la inflación: el aumento generalizado y sostenido de precios en un periodo de tiempo<sup>1</sup>.

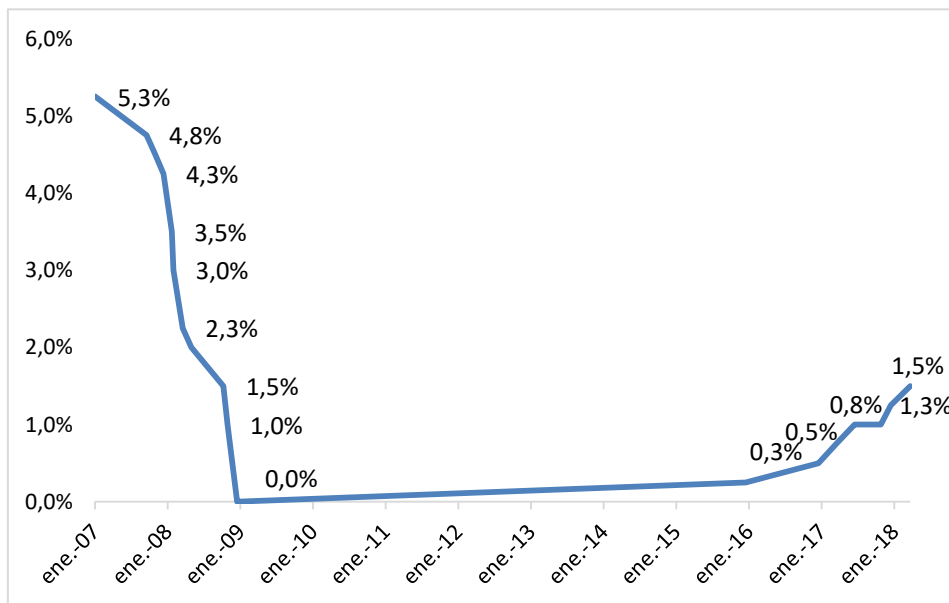


Gráfico 8: Evolución de lo tipo de interés en EEUU  
Fuente: Investing

El gráfico demuestra cómo la FED manipula los tipos de interés para amoldarlos mejor a la situación económica del momento. Desde 2007, con el surgimiento de la crisis bancaria los tipos bajaron a mínimos históricos del 0% en diciembre de 2008 y desde entonces han ido subiendo progresivamente a medida que la economía iba activándose de nuevo. En diciembre de 2017 los tipos ya estaban en 1,5% y coincidiendo con la administración Trump han continuado las subidas hasta el 1,75%. Se debe mencionar también que la FED es una institución independiente del poder político, y en consecuencia sus decisiones deben ser neutrales respecto a este.

<sup>1</sup> ElEconomista.es

Esto no afecta ya solamente al poder adquisitivo y a la actitud de los ahorradores sino a la valoración de las empresas, factor clave para las transacciones que llevan a cabo los PE. La subida de tipos se suele llevar a cabo en un momento en el que la economía recupera su ritmo de crecimiento y las empresas vuelven a incrementar sus beneficios<sup>1</sup>, lo cual favorece las valoraciones de estas. Sin embargo, los cambios en los tipos tienen otro tipo de efecto sobre las valoraciones. Unos tipos bajos disminuyen el coste de financiación, o sea el WACC, de las empresas, y por tanto aumenta su valoración (Enterprise Value). Al subir estos tipos es posible que las valoraciones bajen puesto que los WACCs aumentarán. Esto puede tener un efecto directo sobre los múltiplos EV/EBITDA que se den en transacciones futuras del mercado. Pero del mismo modo, si los tipos de interés y los costes de financiación suben, suelen ser en respuesta a un contexto de crecimiento económico, en el que suben las ventas y el potencial de beneficios de las empresas, por lo que un efecto suele compensar en otro en términos de valoración, al menos parcialmente.

## **5. Evolución de las adquisiciones de PE en la Unión Europea**

### **5.1. Percepción del PE en Europa**

Se hará más hincapié en este detalle en el próximo capítulo pero conviene tener en cuenta en este también que existe una diferencia considerable en todas las variables entre los distintos países de la UE. Mientras que Europa Occidental muestra las economías más saludables, el este vive contextos macroeconómicos más precarios. Al igual que en EEUU los diferentes estados no tienen las mismas condiciones económicas, en la UE este también es el caso solo que tratándose de distintos países, culturas, gobiernos, etc.

En los últimos 7 años la mayoría de los fondos de PE con domicilio fiscal en Europa han estado basados en el Reino Unido, seguida por Luxemburgo y parte de las islas paraísos fiscales del Canal de la Mancha como pueden ser Guernsey o Jersey. A cierre de 2016 España ocupaba el puesto décimo en el ranking con un dos por ciento de los fondos recatados teniendo su territorio nacional.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Victor Blanco Moro. Cómo preparar tu cartera para la subida de tipos

<sup>2</sup> Preqin PE Report

Mientras que en EEU siempre han dominado las transacciones entre la propiedad de las empresas y los fondos de PE, en Europa ha primado las transacciones entre los sponsors<sup>1</sup>.

Las preocupaciones de los inversores europeos cuando se refiere al PE difieren ligeramente de aquellas de los americanos, aunque sí es apreciable que están alineadas frente a otro perfil geográfico de inversor como puede ser el asiático. Para los americanos la dirección que están tomando las valoraciones de las empresas, tanto por lo competitivo que se están las operaciones de PE, cómo por lo relativo a los tipos de interés mencionado en el capítulo 4, es la preocupación más importante. Mientras tanto para los inversores europeos la preocupación más presente en el criterio de inversión de la mayoría es la obtención de los retornos esperados. En Europa, en la categorías de preocupaciones en las que más destacamos en comparación con el resto del mundo son: regulación, acceso a oportunidades de inversión y cumplir con las demandas de los inversores, siendo la tercera la que más difiere en su categoría del resto del mundo pero la más pequeña relativizada a las otras dos.<sup>2</sup>

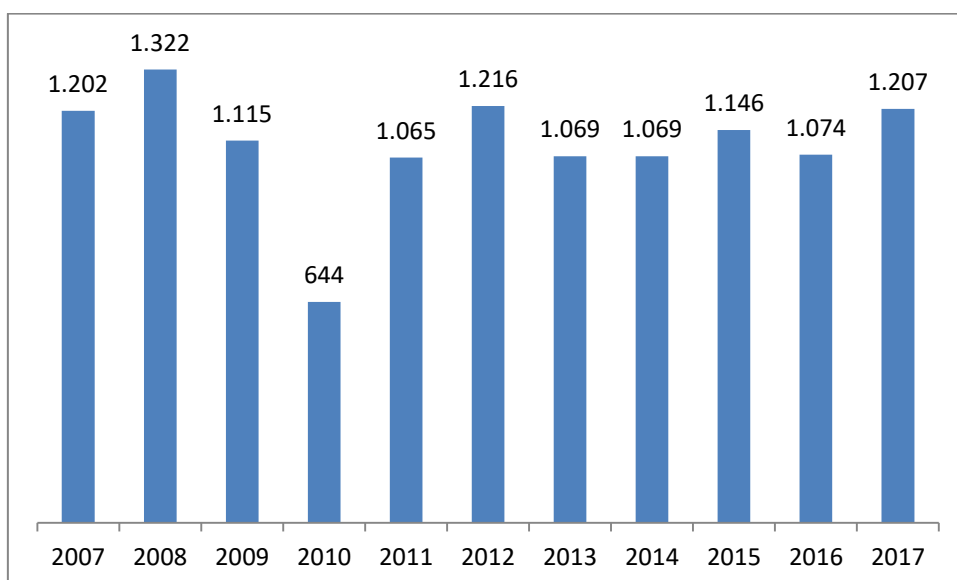


Gráfico 9: Número de transacciones europeas en las que ha estado involucrado un PE por año  
Fuente: Informe Preqin

En el gráfico 9 se ve reflejada esa preocupación existente sobre la escasa oferta de operaciones atractivas para los PE. A pesar de la considerable caída en el número de operaciones realizadas nos encontramos en una situación en la que apenas ha habido crecimiento en los últimos años. A continuación observaremos que las transacciones sí

<sup>1</sup> Propiedad externa de una empresa. Una venta de un PE a otro es un ejemplo de transacciones entre sponsors. Fuente: Bain & Company informe de PE

<sup>2</sup> Entrevistas a inversores de Preqin en 2016

están incrementando en valor, o por lo menos volviendo a niveles previos a la crisis, pero el número de estas no está evolucionando de una forma tan favorable. De hecho, observando el periodo de tiempo entre 2007 y 2016, nos encontramos con una tendencia decreciente en el número de operaciones realizadas. Para apreciar un incremento, por mínimo que sea, se tendría que hacerse el análisis entre 2013 y 2016.

Sin embargo, observamos que los LPs están, al igual que en EEUU, cada vez más atraídos por el rendimiento ofrecido por los fondos de PE.

Reducción significativa de capital para el fondo de PE	3%
Reducción menor de capital para el fondo de PE	7%
Mismo capital para el fondo de PE	26%
Ampliación menor de capital para el fondo de PE	34%
Ampliación significativa de capital para el fondo de PE	30%

Tabla 4: Cambios en el capital dedicado por los inversores a los fondos de PE  
Fuente: Entrevistas de Preqin a inversores en 2016

## 5.2 Evolución del PE en Europa

### 5.2.1 Múltiplos de adquisición

Los múltiplos de EV/EBITDA mantienen una tendencia plana en el en contraste con el contexto americano analizado en el Tema 3. Mientras que en el país norteamericano vemos un mayor crecimiento tanto de número de transacciones como en tamaño de estas, en la UE el cambio más notable procede de este primer factor pero con un efecto desfavorable.

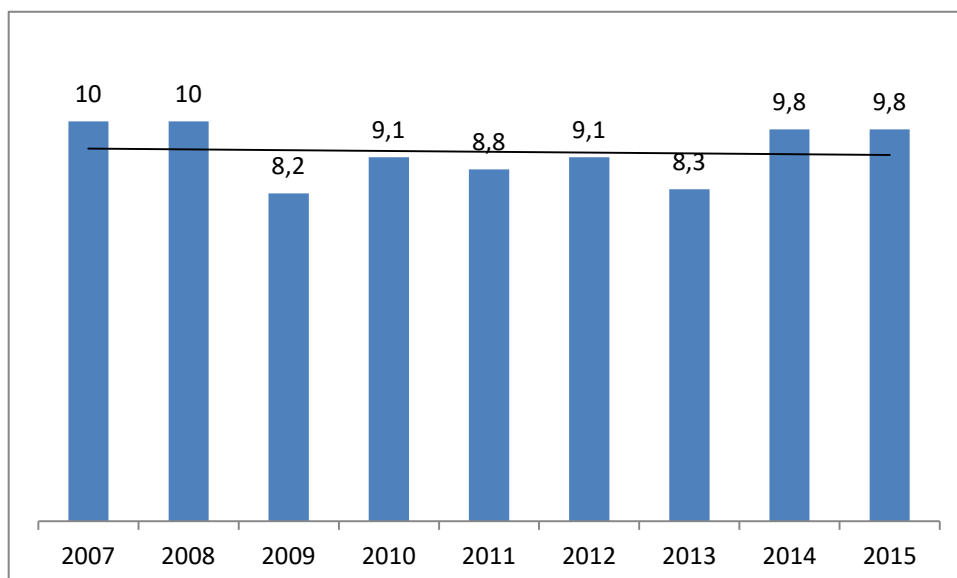


Gráfico 10: Evolución de los múltiplos de las transacciones LBO de PE en Europa entre 2007 y 2015  
Fuente: Informe anual TorreyCove Capital Partners



Cuando observamos los múltiplos con los que se están llevando a cabo las transacciones, se aprecia que apenas existe variación en el periodo de tiempo desde 2007 hasta 2015. De hecho, para este periodo de tiempo, vemos que ni si quiera se ha vuelto a alcanzar los niveles anteriores a la crisis financiera, datos como los de la Tabla 4 y los informes Preqin sobre PE incluidos en la bibliografía llevan a interpretar un continuado crecimiento de la competencia en la operaciones de mercado de los PE, lo cual contribuirá al crecimiento continuado de estos múltiplos. También se ha de destacar, que al igual que en el Gráfico 9, si se analiza un periodo de tiempo reducido dentro de la información mostrada, sí se aprecia una clara existencia de crecimiento más concentrada en los años más recientes. En el caso del Gráfico 10, si observamos desde el año más impactado por la crisis en los múltiplos (2009), vemos que efectivamente existe un crecimiento. Esta información también invita a pensar que en un entorno macroeconómico favorable, o por lo menos estable, esta tendencia se puede seguir manteniendo en el tiempo.

### 5.2.2. Múltiplos de apalancamiento

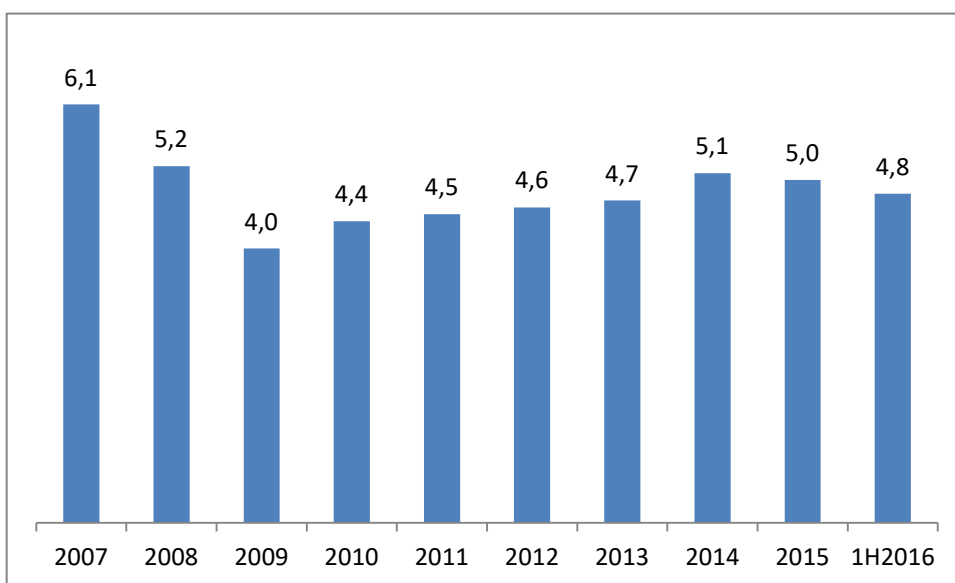


Gráfico 11: Múltiplos de deuda / EBITDA de las LBOs llevadas a cabo entre 2005 y junio de 2016

Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017

Al igual que con los múltiplos estadounidenses, se puede apreciar una bajada rápida en los años afectados por la crisis financiera. La cautela general por el nivel de apalancamiento de la empresas adquiridas y el cobro de importancia de la capacidad de estas para cubrir sus deuda fueron factores que tuvieron en efecto extremadamente relevante durante estos años. Esta tendencia se fue mejorando al o largo de Europa volviendo a alcanzar máximos post-crisis en 2014. No se han vuelto a alcanzar los niveles de apalancamiento anteriores a la crisis, lo cual tiene sentido puesto que es una manera de cubrirse ante el posible riesgo de incapacidad de pago. Los mercados

globales ahora mismo están sumergidos en deudas que en muchos casos superan incluso sus PIB, y esto es hablando de economías muy relevantes<sup>1</sup>

### 5.2.3. Retornos de las inversiones en PE

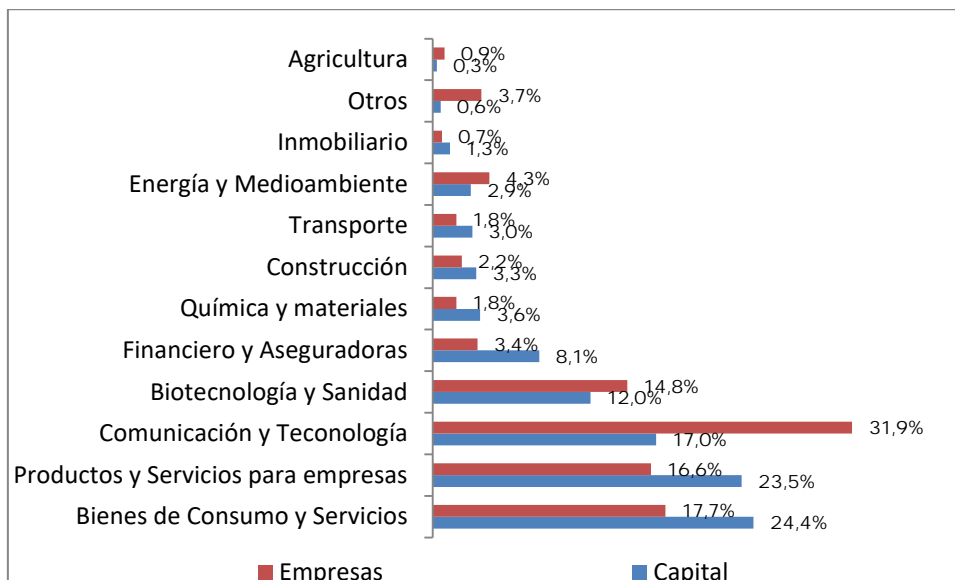


Gráfico 12: Inversiones realizadas por PE por industria en 2017 en Europa  
Fuente: Invest in Europe

El Gráfico 12 muestra la distribución de las inversiones llevadas a cabo que estuvieron respaldadas por un PE en Europa en 2017 por los sectores relevantes, tanto en el capital asignado a cada sector, como en el número de empresas en las que se invirtió. En cuanto a los sectores a los que se les destina mayor capital, se puede observar que existe una clara diferencia entre los dos primeros: Bienes de Consumo y Servicios y Productos y Servicios para Empresas, y el resto de las industrias. La industria receptora de capital que más se aproxima a esta segunda es comunicación y Tecnología, a la cual le supera en 6,5 puntos porcentuales. Sin embargo, en lo referente al número de empresas invertidas Comunicación y Tecnología es la que más operaciones a vivido durante este periodo, supera en 14,2 puntos porcentuales a la más cercana, Bienes de Consumo y Servicios.

<sup>1</sup> Instituto de Estrategia: La deuda mundial podría provocar la siguiente crisis económica

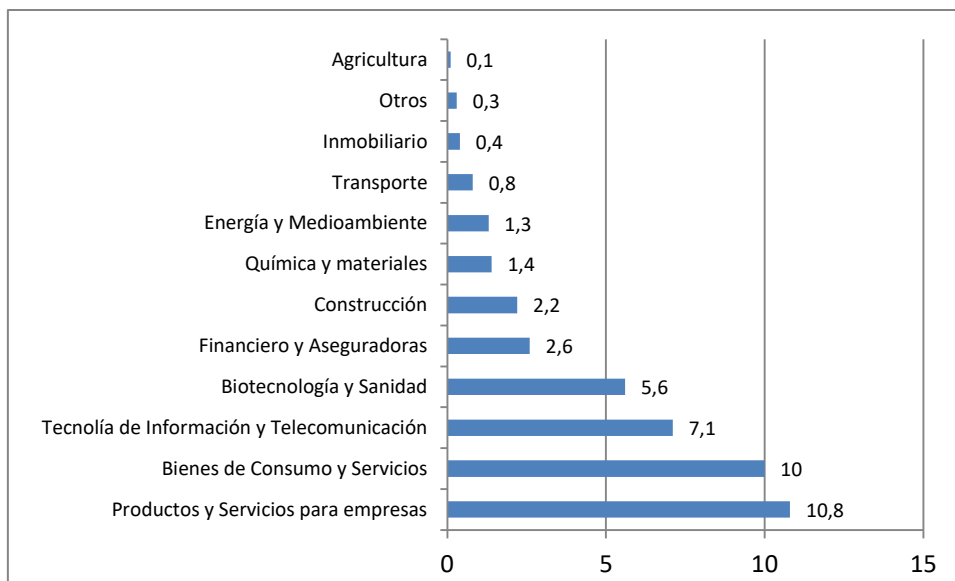


Gráfico 13: Desinversiones de capital de PE en Europa en 2017 (€ miles de millones)  
Fuente: Invest in Europe

El Gráfico 13 representa las desinversiones llevadas a cabo por los PE en Europa. Se representa en miles de millones de euros en capital, sin tener en cuentas los retornos obtenidos, solo el capital invertido al principio. Al observar esta información se puede apreciar cuales son las industrias verdaderamente atractivas para este tipo de fondos. La desinversión actual significa una inversión cuantiosa en el pasado, y esto combinado con la información del Gráfico 12 indica que siguen siendo industrias que continúan atrayendo el capital inversor. Esto nos permite destacar las industrias de Tecnología y Comunicación, Bienes de Consumo y Servicios y Productos y Servicios para Empresas como las más presentes en las carteras de los PE en Europa.

## 6. Evolución de la situación macroeconómica europea

### 6.1. Evolución del Producto Interior Bruto (PIB)

Analizar el contexto macroeconómico europeo es diferente a analizar el estadounidense. Anteriormente se ha mencionado el factor político-demográfico que dificulta esta tarea, puesto que, aunque existen datos pertenecientes a la situación actual de la UE, hay que tener en cuenta que esta no es un territorio soberano como EEUU o España, y que por tanto abarca mucha más variedad. Esta variedad se refiere tanto a la salud económica de cada uno de los 28 países integrantes (27 el 31 de marzo de 2019 por el Brexit), como a todas las diferencias políticas, sociales, etc. que puedan existir. Especial énfasis en este punto en la gran variedad de corrientes políticas opuestas que están surgiendo en los países miembros y que a su vez afectan a la economía de estos. En lo respecto a esto, conviene tener en cuenta que al analizar la UE, se está analizando un conjunto de países no necesariamente tan similares como pueden ser dos estados estadounidenses, pero que

comparten una política económica similar y forman un grupo que le hace competencia a grandes economías como la estadounidense o china.

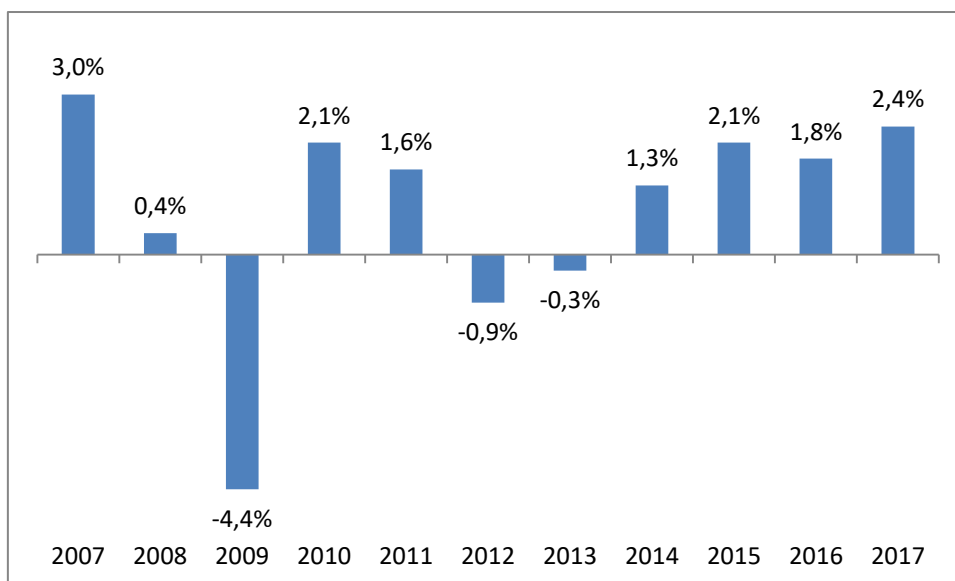


Gráfico 14: Crecimiento interanual del PIB de la Eurozona (aislando el factor inflación)  
Fuente: datosmacro.com

Los datos mostrados en el Gráfico 14 muestran una evolución interanual más volátil que la americana. Esto demuestra que está sujeto a muchos más factores determinantes. En 2009 la caída del 4,4% se corresponde con la de la crisis financiera y la recuperación más moderada vivida posteriormente se corresponde con el efecto particular de la crisis sobre cada país y la habilidad de cada uno por superarla. En 2012 se sufrieron los efectos de la crisis griega, la cual se arrastró en el tiempo y redujo el crecimiento mucho más que en EEUU. Además el creciente riesgo de incertidumbre política en Europa está limitando notablemente el crecimiento de las economías de esta, por lo que no vemos los repuntes que podemos ver en otras economías como la americana. Un motivo para el crecimiento por otro lado relativamente estable es, que al igual que la economía estadounidense, la europea es una de las más consolidadas en el mercado, hasta el punto de que la economía comunitaria Europea le hace frente a las mayores del mundo, como la americana y la china.

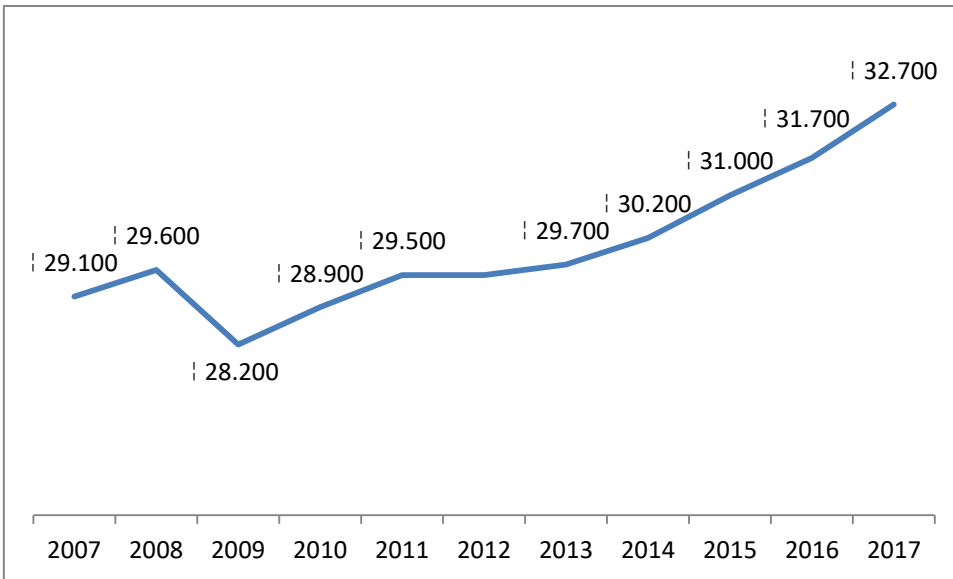


Gráfico 15: PIB per cápita europeo en términos absolutos  
 Fuente: datosmacro.com

El Gráfico 15 muestra la subida prolongada del PIB per cápita. La crisis de 2009 tuvo un mayor impacto que la crisis griega y la inestabilidad política que ahora mismo se vive en los países de la UE. Aun así, en su conjunto, mostraba una evolución muy favorable antes y después de la crisis financiera incluso con todos los retos a los que la UE se ha enfrentado en este periodo de tiempo, como la crisis de los refugiados, y a los que se enfrenta ahora mismo, como el Brexit y la pluralidad gubernamental de los países miembros.

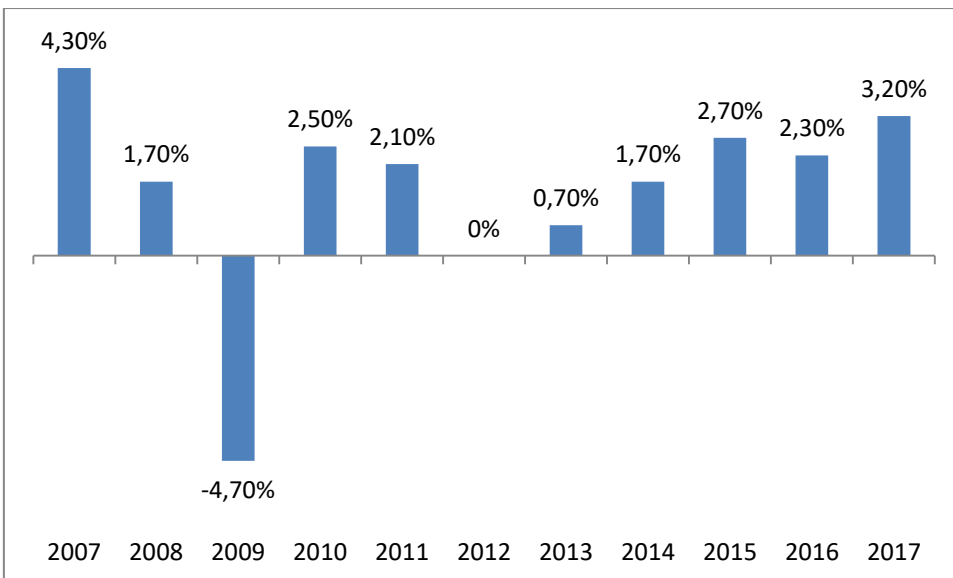


Gráfico 16: Crecimiento interanual del PIB per cápita  
 Fuente: datosmacro.com

## 6.2. Desempleo

	<b>2017</b>
<b>Tasa de Desempleo</b>	8,6%
<b>En hombres</b>	8,3%
<b>En mujeres</b>	9,0%
<b>Menores de 25</b>	17,7%
<b>Mayores de 24</b>	7,8%

Tabla 5: Datos de desempleo de Eurozona a cierre de 2017  
Fuente: datosmacro.com

El problema del desempleo azota a Europa mucho más que a Estados Unidos, sobre todo en cuanto al paro juvenil. Además de las circunstancias económicas pésimas para la generación de empleo vividas en Europa durante la última época, los inversores en su mayor parte suelen coincidir en que parte del problema yace en el exceso de regulación que hay en los mercados Europeos. Como se ha mencionado antes, esto es una generalización y de ninguna manera aplicable a todas las economías europeas pero sí es una creencia de los inversores europeos y del profesional entrevistado para este estudio que la mayor regulación existente en Europa, tanto en control laboral como fiscal, etc. limitan el desarrollo de las empresas y por tanto la creación de puestos de trabajo.

Además, existe el problema de la adaptación al mundo laboral. Muchas de las economías europeas hasta finales del siglo anterior eran prácticamente países tercermundistas o cerrados al exterior. El modelo educativo de muchos de estos países no se ha adaptado a la economía moderna ni a la demanda laboral que existe actualmente en el mercado. La escasa oferta modernizada y facilitación de la inmigración de mano de obra más barata hacen del desempleo una amenaza seria a la que continuamente se hace referencia.

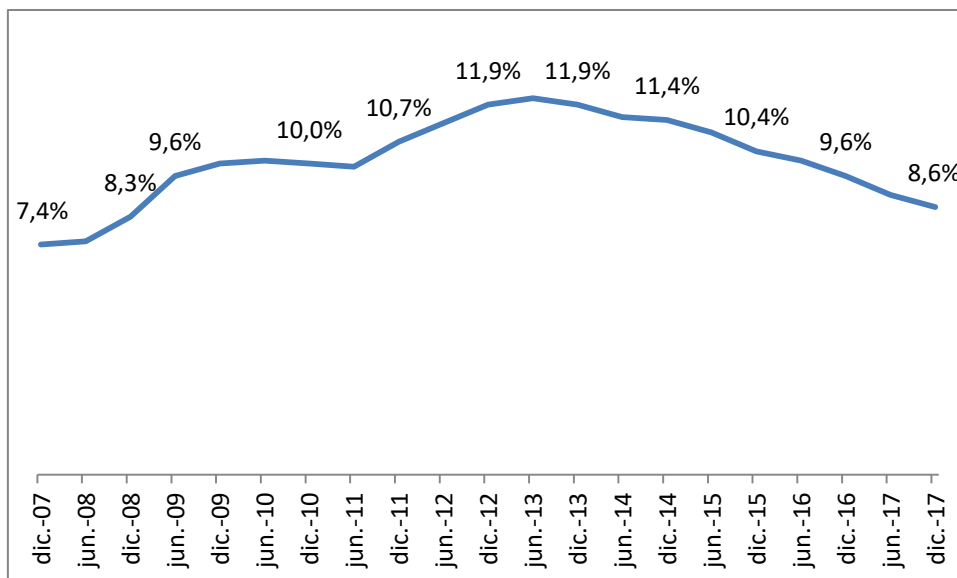


Gráfico 17: Evolución del paro europeo en los últimos 10 años  
Fuente: datosmacro.com

El Gráfico 17 demuestra la situación general de desempleo en la UE durante los últimos 10 años hasta diciembre de 2017. Se observa como la tendencia negativa no consiguió corregirse desde inicios de la crisis hasta 2013, momento en el cual comenzó a bajar de nuevo. Al contrario que EEUU, la UE no ha sido capaz de alcanzar niveles de empleo anteriores a 2008, lo cual que se puede justificar por la mayor pluralidad de políticas involucradas en el resultado del dato europeo. Las políticas de regulación de empleo en la UE son jurisdicción del gobierno nacional en su mayor parte, por lo que cada país será más o menos efectivo en la generación de este. Finalmente, hay que tener en cuenta que no es lo mismo diseñar medidas para fomentar las economías y por tanto la creación de empleo en un país, como puede ser EEUU, que en 28, como es la UE.

### 6.3. Tipos de Interés

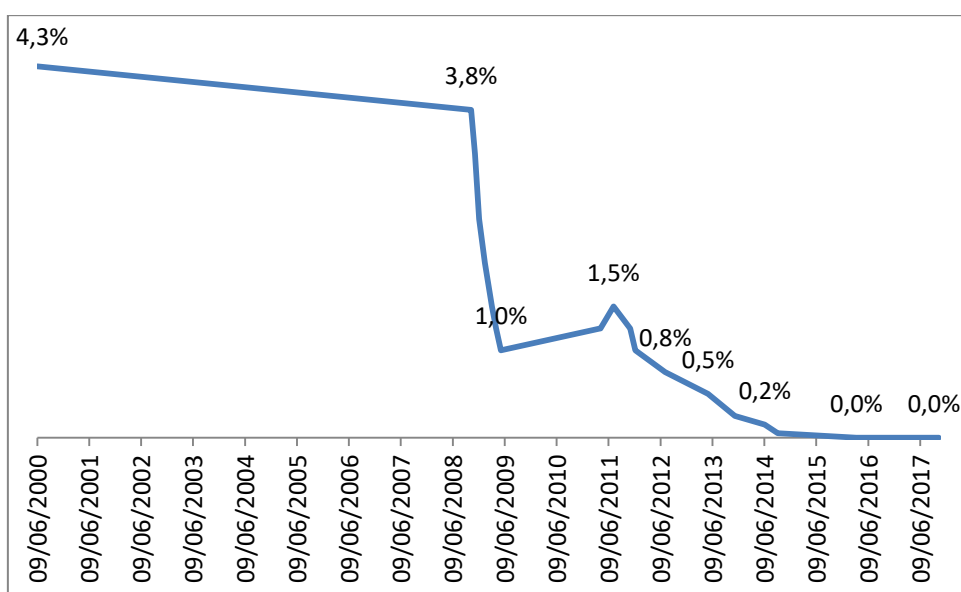


Gráfico 18: Evolución de lo tipo de interés en EEUU  
Fuente: datosmacro.com

El Gráfico 18 muestra los distintos cambios que el Banco Central Europeo (BCE) ha ido haciendo a los tipos de intereses Europeos. El Banco Central Europeo es el banco central que vela por la estabilidad de precios de los 19 países de la UE que han adoptado el euro como moneda única<sup>1</sup>. Esta institución tiene la jurisdicción sobre los tipos de interés del euro, y aunque cada país regulado por el BCE tiene su propio banco central también, la modificación de los tipos de intereses es una tarea exclusiva del banco europeo. Luego por supuesto, cada gobierno tiene sus propios tipos de interés para emisiones de deuda o títulos, y eso sí es independiente de cada país. Por ejemplo, en Alemania el bono a 10 años lleva tres años entrando alternando cotizaciones positivas bajas con negativas. El bono de Italia, por otra parte está en el entorno del 3% por el mayor riesgo que supone invertir en su economía. En el caso de Italia, de no pertenecer esta a la EU, las cotizaciones de sus bonos seguramente serían mucho más altas puesto que los inversores no tendrían la garantía de la UE por detrás.

Aunque ya se han anunciado próximas subidas de tipos de interés por parte del BCE, a fecha actual estos siguen al 0%. Como se puede observar por el Gráfico 18, la UE no ha tenido la capacidad hasta la fecha de subir los tipos. Cuando se promovió su subida

<sup>1</sup> ecb.europa.eu



después de su gran bajada después de la crisis, se tuvieron que volver a bajar en 2012 por la inestabilidad política que se vivía en la Eurozona.

## **7. Comparación entre las Economías y los mercados de PE estadounidenses y europeos**

En este capítulo final del análisis se pondrá en contraste todo lo examinado en los capítulos 3, 4, 5 y 6. Al analizar los mismos datos para las dos zonas geográficas diferentes, se intentará establecer patrones y relaciones si la hubiese. La hipótesis principal es que sí existirá una relación entre la situación macroeconómica del territorio analizado y la situación en la que se encuentre su mercado de PE. Este estudio también parte de la hipótesis de que el mercado de PE norteamericano es el que tiene un efecto sobre el europeo, y por tanto demostrar que no son independientes. Bajo la asunción de que el mercado del PE americano es el que le marca los ciclos al resto de los mercados se procederá a analizar si esta es la realidad.

### **7.1. PE estadounidense y europeo**

#### **7.1.1. Múltiplos de adquisición**

Ya se ha establecido que la actividad de PE en América es mucho mayor que en Europa. Aun así, vemos que los inversores se sienten cada vez más atraídos por las oportunidades europeas a pesar de ciertos factores que les preocupan, como la inexistencia de suficientes oportunidades o la fuerte regulación europea. Para analizar si efectivamente existe una diferencia entre la actividad en las operaciones de PE en Europa y en América, se pondrán en contraste los múltiplos de EV/EBITDA medios que se utilizaron en las operaciones. Esta comparación servirá para determinar si efectivamente existe un entorno competitivo distinto en el sector de PE de los dos territorios, y existe alguna relación entre ellos en el sentido de que la variación de unos afecte a la variación de otro.

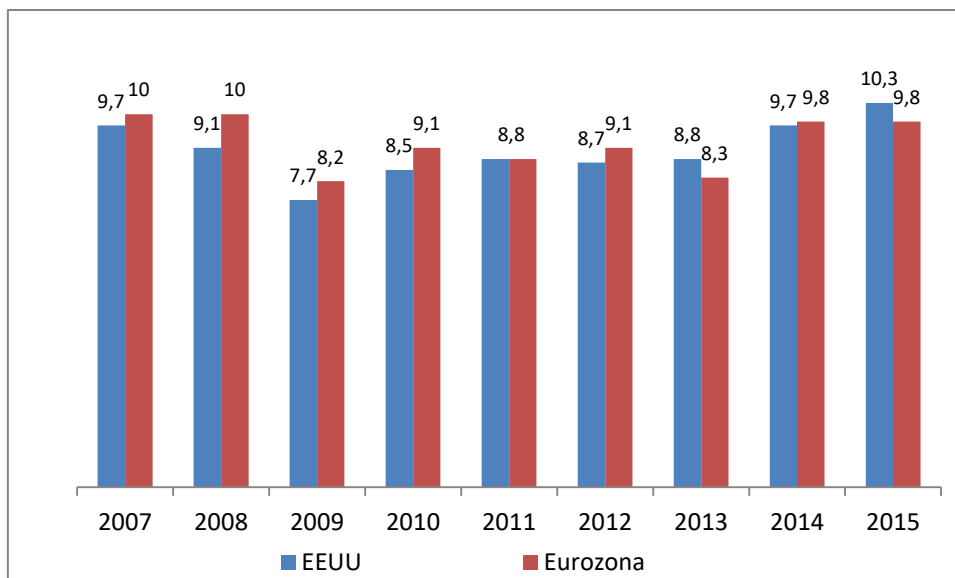


Gráfico 20: Evolución los múltiplos de adquisición por LBOs en EEUU y la Eurozona

Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017 y Informe Annual TorreyCove Capital Partners

El Gráfico 20 muestra con qué múltiplos de EBITDA se han llevado a cabo las transacciones en las que han estado presentes lo PE en Europa y EEUU. Observamos que ninguno de los muestra unos múltiplos empleados muy superiores al otro y que además ninguna de las dos economías se sostiene como la huésped de mayores múltiplos a lo largo del tiempo. La Eurozona cuenta con múltiplos más elevados que EEUU en todos los años a excepción de 2013 y 2015, aunque se aprecia una aproximación entre ambos a partir de 2012. Desafortunadamente no se ha podido obtener información simétrica para ambos territorios a partir de 2015.

El coeficiente de correlación entre ambas series de datos es de aproximadamente 0,796. Este coeficiente indica, basándose en el historial de datos, la dependencia que existe entre dos variables. Es decir, ofrece una idea de cómo alterará a la variable B una variación en la variable A. El hecho de que en esta muestra el coeficiente de correlación se 0,8 indica una relación considerable entre ambos factores y que por tanto la alteración de uno suele ir ligado a la alteración del otro, estableciendo una dependencia importante.

Al establecer una línea de tendencia con la media móvil a dos años, se identifica que es efectivamente, el dato del múltiplo estadounidense el que antes reacciona a las subidas y bajada, seguido en el periodo siguiente por el europeo de una forma más exagerada. Por ejemplo, cuando el múltiplo norteamericano baja 6 décimas de 2007 a 2008 y el

europeo se queda igual, vemos una bajada más acentuada (1,8x EBITDA) en los europeos desde 2008 a 2009 mientras que los americanos se reducen en 1,4x. Este es el ejemplo más claro pero analizando los datos en más detalle se aprecia un patrón de liderazgo, aunque no sustancial, de la evolución de los múltiplos americanos. De todas formas, conviene tener en cuenta que no se puede concluir nada en base a esta información. La población de datos analizada no es suficientemente cuantiosa y además, en cuanto a la validez de los datos analizados (múltiplos) como herramientas para concluir está limitada por la circunstancia económica de cada territorio. En EEUU, donde los fondos y transacciones de PE son mucho más comunes, la validez de los múltiplos medios ofrecidos es mayor puesto que representan un abanico mayor de transacciones. En Europa, en 2013 el 73% de las transacciones llevadas a cabo por PE fueron sobre empresas de entre 100 y 150 millones de euros de equity value y este valor pasó a ser 79,8% en 2017<sup>1</sup>. Los múltiplos utilizados en transacciones de empresas de mayor capitalización suelen ser mayores, según el profesional entrevistado, por lo que puede contribuir a los múltiplos medios más elevados en Europa.

#### 7.1.2. Múltiplos de apalancamiento

Al igual que en la sección anterior, en esta pondremos en contraste los niveles de apalancamiento de las empresas adquiridas por lo PE para ver si estas guardan alguna correlación entre sí. Este análisis será también especialmente útil para analizar el impacto de la crisis económica de 2008 sobre las transacciones de estos fondos y el nivel de tolerancia a la deuda que ha dejado hasta la actualidad en los criterios de inversión de los inversores.

---

<sup>1</sup> Invest Europe: 2017 European Private Equity Activity

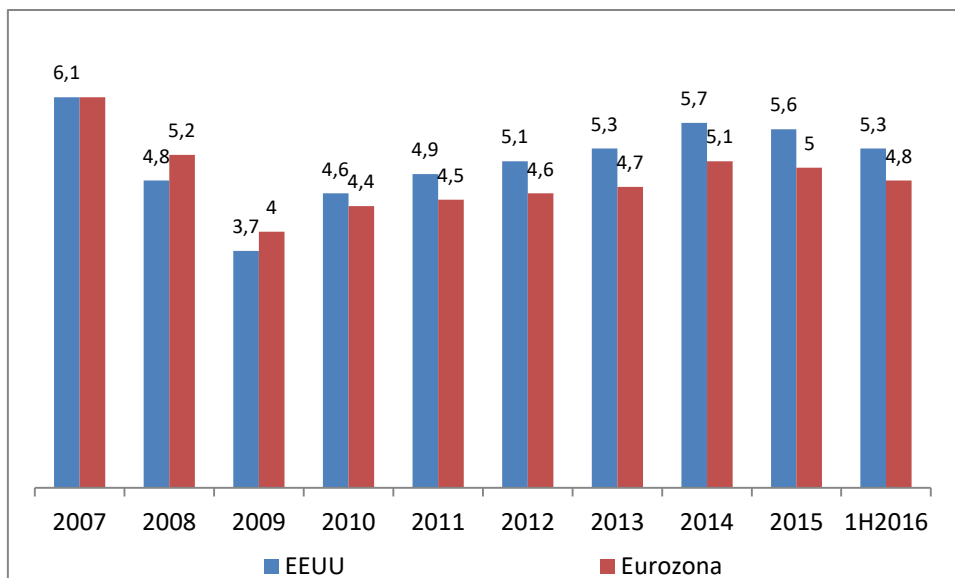


Gráfico 21: Evolución los múltiplos de apalancamiento en EEUU y la Eurozona  
Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017

El Gráfico 21 muestra el nivel de apalancamiento de las empresas adquiridas sobre su EBITDA. En 2007, antes de la crisis, partían de la misma posición: una deuda media de 6,1x EBITDA. La escasez de liquidez y la recuperación económica más lenta vivida en Europa (Capítulo 6) son los que permitieron que en los años posteriores a 2016, EEUU tuviese en su economía una mayor tolerancia a la deuda de las empresas adquiridas. En Europa, no solo la recuperación fue más lenta sino que en muchos destinos atractivos de los PE en la Eurozona, como pueden ser España e Italia, fueron aún más tardíos en la recuperación económica que la Eurozona en su media. Esta tardanza en la recuperación combinada con los climas de incertidumbre política tanto comunitaria como de países miembros limitaron que los fondos volvieran a asumir tanta deuda a la hora adquirir empresas.

En el Gráfico 21 podemos observar dos tendencias adicionales. La primera es los cambios interanuales mayores de los múltiplos de apalancamiento americanos comparados con los europeos. Aunque en Europa haya un menor “deal flow”<sup>1</sup>, a proceder las oportunidades de inversión de lugares con unas condiciones político-económicas distintas, los inversores tienen un rango de condiciones más amplio de donde elegir a la hora de niveles de apalancamiento de empresas. Por este motivo, las variaciones interanuales de los múltiplos en Europa son menos acentuadas que en América.

<sup>1</sup> Presentación de oportunidades de inversión

La segunda tendencia que se puede observar es el cambio aplicable a la tendencia alcista de los dos múltiplos hasta el año 2014, empezando en el 2015 una bajada continuada hasta el primer semestre de 2016. Esto coincide con la subida de los tipos de interés de la FED. En el 2015 se anunciaron las subidas de tipos de interés americanos que luego no fueron efectivas hasta principios de 2016, por lo que los fondos se cubrieron rehusando empresas demasiado apalancadas, contemplando la posibilidad del encarecimiento de sus costes de financiación.

Existe un coeficiente de correlación fuerte entre la evolución de los múltiplos europeos y americanos, de 0,823. Esto significa que por cada variación de 1x en el múltiplo de EBITDA americano, el europeo sufrirá una variación de 0,823. Al ser un coeficiente superior a 0, significa que existe una relación positiva, y por tanto una subida en uno, se traduce en una subida en el otro. Esto invita a pensar que el múltiplo europeo está sometido a un factor de causalidad que es el americano pero la evidencia parece indicar que su evolución no está condicionada la una a la otra, pero tienden a asemejarse. Con información previa a 2007, los múltiplos de apalancamiento estaban prácticamente a la par sin embargo esto empiezan a diferir en el momento en el que los contextos económicos los hacen. Los múltiplos de apalancamiento europeos no están respondiendo a los americanos, como se podría inferir con los de adquisición del Gráfico 20, si no que están respondiendo al ciclo económico estadounidense que está en una etapa más avanzada. Los múltiplos europeos siguen en mismo patrón pero de una forma menos acentuada, porque también están siguiendo esta tendencia de reacción al contexto económico, solo que este parece ir más atrasado y menos dinámico que el americano.

### 7.1.3. Industrias Relevantes

Basándonos en los estudios de las inversiones de los PE por industrias, vemos que una de ellas que está muy presente en ambos territorios es Servicios Informáticos. Esta industria lleva una TIR bruta para el GP de 25,8% en EEUU en el periodo 2008-2015 y en Europa se ha invertido un total del 17% de las inversiones que los PE han realizado en 2017. La industria europea facturó aproximadamente 54,8 mil millones<sup>1</sup> de euros

---

<sup>1</sup> Statia.com

mientras que EEUU ha facturado aproximadamente 70,8 mil millones de dólares americanos<sup>1</sup>.

Es un mercado con un crecimiento anual de 2% y sin embargo en Europa es la tercera industria en la que más invierten los PE en función de capital pero la primera en cuanto a número de empresas. Los inversores invierten en empresas IT europeas 14,2 puntos porcentuales más que en la siguiente categoría. Esto es porque hay una apuesta global potente por esta industria pero en Europa el sector sigue emergiendo. Los PE están en búsqueda permanente de oportunidades en empresas de IT pero tienen problemas encontrando empresas consolidadas en Europa, por lo que invierten menores cantidades en partes no controladoras de muchas empresas<sup>2</sup>. En EEUU pasa lo contrario, al ser un sector de la economía más consolidado los competidores son de mayor tamaño y por tanto los PE entran adquiriendo partes mayoritarias. El múltiplo de EBITDA medio para adquisiciones de empresas de IT en EEUU en 2017 fue 12x y el valor medio de todas las operaciones llevadas a cabo fue 50,5 millones de dólares americanos<sup>3</sup>. Los fondos de PE son los responsables por el 33,1% de todas las transacciones de empresas de IT de 2017 en EEUU y en Europa el 3,9% de todas las adquisiciones de PE fueron a empresas de IT, lo representa la el interés general en esta industria. En el Anexo 2, se puede observar la comparación gráfica de estos los PE en esta industria en estos dos mercados.

## **7.2. Comparación del PE y contexto macroeconómico estadounidenses**

Para realizar esta comparación se compararán los múltiplos de compra y de apalancamiento obtenidos con la evolución de las variables macroeconómicas relacionadas. Se compararán los múltiplos EV/EBITDA con los valores del PIB y estadounidenses. Los múltiplos de Deuda Neta/EBITDA se comparan con los tipos de interés para así poder determinar el coste de la financiación sobre la tolerancia a pasivo financiero de las empresas adquiridas para los inversores.

---

<sup>1</sup> Ironpaper.com

<sup>2</sup> Rafael Álvarez Novoa, Riverside Company

<sup>3</sup> RSM Quarterly Spotlight IT Report

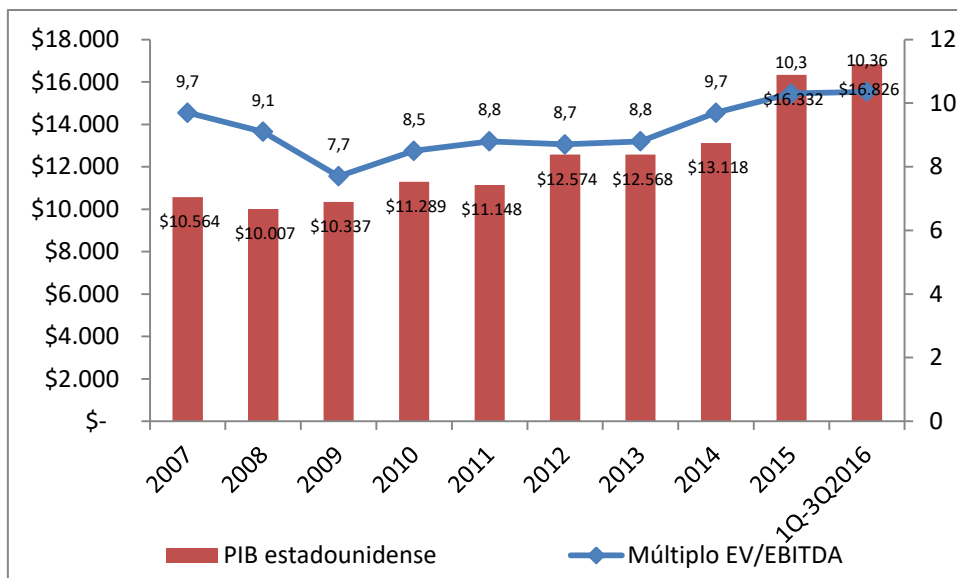


Gráfico 22: comparación de múltiplos de adquisición y PIB en miles de millones de € en EEUU  
Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017 y Diario Expansión

El Gráfico 22 contrasta las variaciones en los múltiplos medios de apalancamiento de las empresas con las variaciones en el PIB americano. Parece que efectivamente existe una relación entre ambas, un coeficiente de correlación de 0,74. Por los resultados gráficos obtenidos, parece que los múltiplos siguen una evolución de carácter reactivo a la evolución del PIB, dando a indicar que los inversores están esperando a las publicaciones oficiales de datos económicos del país para decidir en qué vehículos invertir. El PE es un vehículo asociado con un mayor riesgo a la hora de invertir por lo que usando la lógica es normal que los inversores dediquen más recursos a él ante un entorno económico favorable.

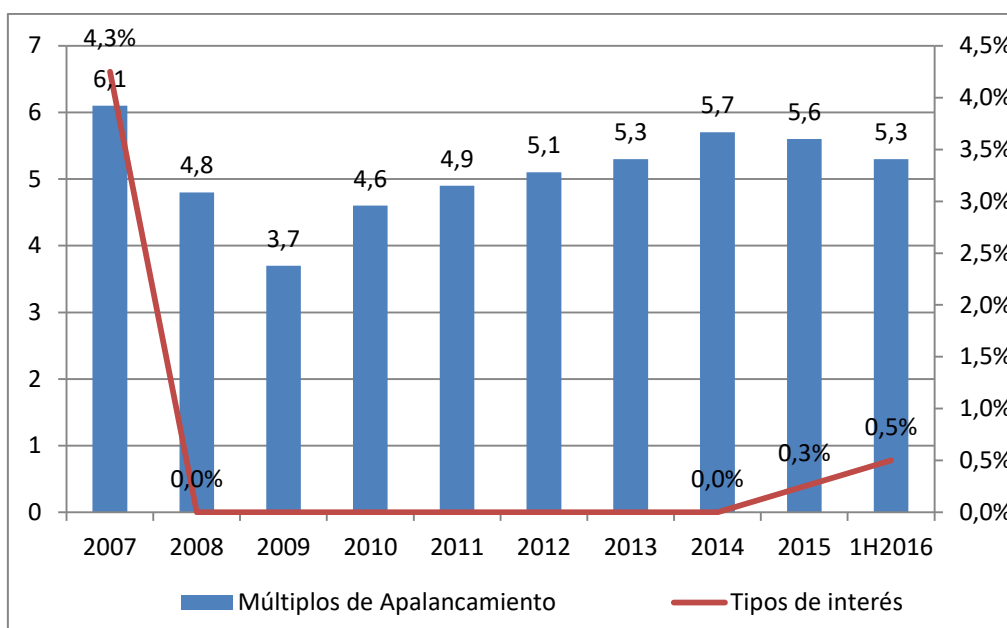


Gráfico 23: comparación de múltiplos de apalancamiento y tipos de interés en EEUU  
Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017 y Diario Expansión

El Gráfico 23 muestra una correlación del 0,6 entre los dos datos comparados: múltiplo de deuda neta/EBITDA asumido en las empresas adquiridas y tipos de interés impuestos por la FED. La relación no es tan fuerte como en las otras variables comparadas en este informe. No hay ningún patrón reconocible puesto que la alteración a los tipos de interés es una medida reactiva a la realidad económica que precisamente pretende fomentar el acceso a capital financiero. La bajada tan acentuada de los múltiplos en 2008 se debe a la crisis y la FED bajó los tipos precisamente para amortiguar el impacto de la escasez de capital en la economía. Es decir, de no haber bajado la FED los tipos, seguramente los múltiplos sí hubiesen bajado más.

Donde sí se ve un patrón es en la subida de tipos de la FED en 2015. Al encarecer el acceso a capital, los PE empezaron a darle mayor prioridad a un menor apalancamiento en las empresas adquiridas. La FED tiene autoridad para manipular los tipos como estime conveniente para la economía por lo que no es dependiente de factores como los múltiplos de apalancamiento de las empresas adquiridas por los PE, sino de la economía nacional en su conjunto. Por ello, la representación en el Gráfico 23 lo que está mostrando es la reacción del nivel de apalancamiento buscado en empresas al entorno macroeconómico.



### 7.3. Comparación del PE con el contexto macroeconómico europeos.

Al igual que en el contexto norteamericano, se examinará si la relación que existe entre la situación macroeconómica y las operaciones de PE guardan alguna relación entre sí. Como se ha comentado anteriormente, la recuperación económica en la eurozona tras la crisis se ha vivido de una forma distinta que en América. Esto justificaría un entorno de operaciones de PE distinto (análisis en el apartado 7.1) y por tanto concluiría el factor de condicionalidad que existe entre la situación macroeconómica del territorio con su contexto de operaciones de PE. De todas formas, como se ha mencionado anteriormente, se debe tener en cuenta la mayor pluralidad de economías y políticas que se llevan a cabo en la Eurozona por lo que al estar cogiendo fuentes de información genéricas (aplicables a todos los países miembros) las conclusiones obtenidas pueden ser más genéricas.

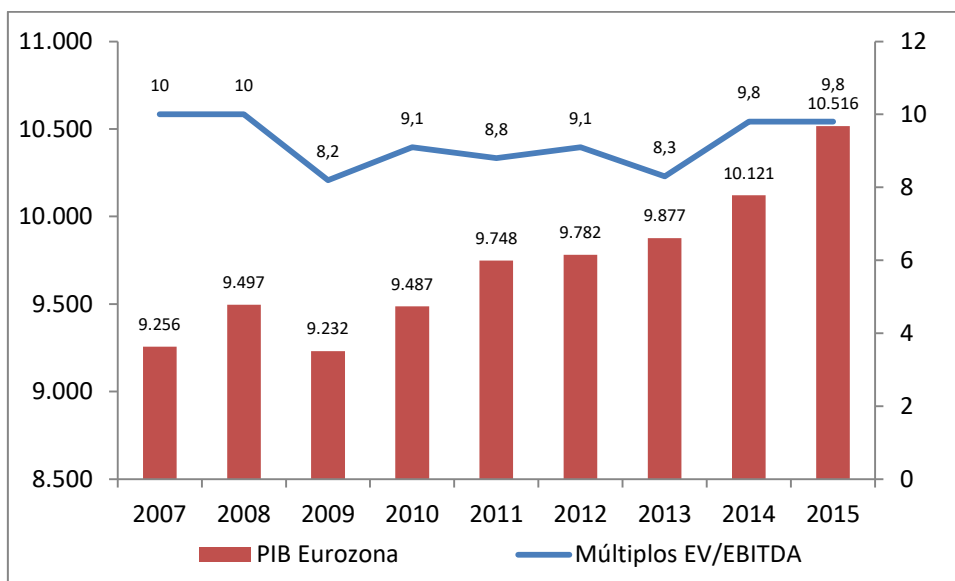


Gráfico 24: comparación de múltiplos de adquisición y PIB en miles de millones de € en Europa  
Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017 y Diario Expansión

En el Gráfico 24, al igual que en el 19, se compara los múltiplos medios a los que se llevan a cabo las adquisiciones por parte de los PE para ese año con el PIB de la eurozona para ese mismo año. La correlación que existe entre esto dos datos es de 0,22, es decir, muy débil. En base a los datos analizados no parece que exista relación entre el PIB europeo y sus múltiplos de adquisiciones pero esto probablemente se deba al factor mencionado anteriormente que es la realidad económica y financiera que se vive dentro

del Europa. Países miembros con un PIB relativamente bajo y más expuestos a riesgos de mercado pero que sin embargo son parte del PIB europeo, es más probable que no acojan tantas operaciones de PE como países con economías más dinámicas. Esto influye a la obtención de datos haciendo más volátil el PIB anual de la Eurozona, tanto a la alza como a la baja pero, pero estatizando la evolución anual de los múltiplos puesto que este perfil de operaciones solo se da en otras economías de la zona euro, como las mencionadas en el apartado 5.1.

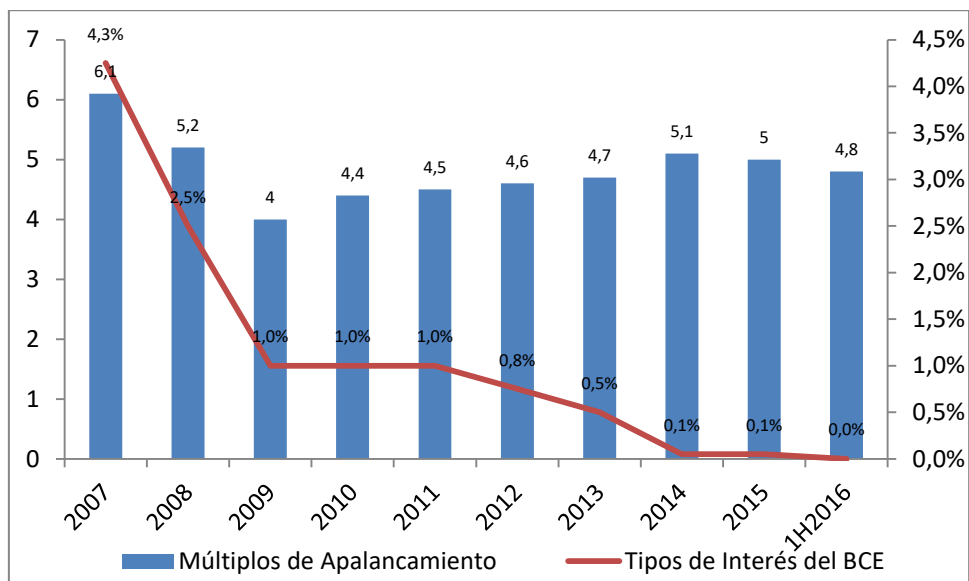


Gráfico 25: comparación de múltiplos de apalancamiento y tipos de interés en la Eurozona  
Fuente: Bain and Company Global Private Equity Report 2017 y Diario Expansión

El análisis en este caso es muy similar al realizado en el entorno estadounidense. Se vive una reducción significativa de los tipos de interés en los años posteriores a la crisis para fomentar la recuperación económica. La diferencia está en el ritmo de recuperación vivido en Europa. Puesto que las condiciones de PE se concentran en pocos países de la Eurozona y cada uno tiene su realidad económica, el efecto que los tipos de interés tienen sobre el coste de financiación de las empresas es más limitado. Además la recuperación generalizada de la UE no dio lugar tan ágilmente como en EEUU, prueba de ellos es que incluso a fecha de junio de 2016, los tipos todavía no habían sido elevados desde antes de 2007. El coeficiente de correlación entre ambos datos de 0,65 el cual también demuestra una relación positiva aunque no muy fuerte.

La bajada sostenida que se mantiene en los múltiplos entre 2014 y junio de 2016 se sitúa en línea con la vivida en EEUU en este periodo. Esto puede significar un efecto contagio de las subidas de tipos americanos como advertencia para los inversores de que

el coste de la financiación va a volver a encarecerse y que por eso los PE vuelvan a mostrar mayor interés por mantener empresas menos apalancadas en sus carteras. Para añadir valor a este argumento, a lo largo de 2017 ya se anunció desde el BCE una próxima subida de tipos, por lo que es posible que esta tendencia de bajada de múltiplos haya continuado más allá del tiempo abarcado por este estudio. Europa en su conjunto además, se desenvuelve en un entorno de mayor incertidumbre política por lo que una bajada de los múltiplos de apalancamiento de las empresas adquiridas incluso con unos tipos de interés al 0% puede ser una estrategia lógica para los inversores.

## **8. Conclusión**

Habiendo alcanzado el punto final del análisis en este estudio, se han podido establecer relaciones entre los contextos del PE y macroeconómicos de Estados Unidos y la Zona Euro. La información analizada proporciona al análisis motivos para creer que existe una relación entre las circunstancias de las economías y las transacciones en los mercados de PE, siendo la primera la que marca la tendencia de la segunda. Esto prueba con la hipótesis inicial de que el contexto del país es el que dicta la evolución que toma el PE. En EEUU este fenómeno ha sido demostrado comparando los múltiplos con las variables económicas nacionales y se ha establecido este patrón de relación. El contexto económico volátil de la última década ha favorecido el estudio de la variación de ambos datos y por tanto ha proporcionado una base más fiable para el análisis.

Con los datos de la Eurozona sin embargo, no se han podido establecer relaciones entre la situación económica y las transacciones de PE. Este es mayormente debido a la distorsión en la información proveniente de la pluralidad de países miembros con distintas realidades económicas a la vez que distintos mercados para el PE. Como se ha mencionado en el análisis comparativo, los países en los que no proliferan tanto las operaciones de PE, siguen siendo grandes contribuyentes al PIB europeo y parcialmente causantes para las variaciones de los tipos de interés por parte del BCE. Al resultado obtenido del análisis comparativo correspondiente a Europa no se le debe atribuir tanta fiabilidad como al que compara las mismas variables en EEUU.

Finalmente, y para concluir este trabajo, sí se ha podido establecer un patrón de relación entre la evolución del mercado del PE estadounidense y Europeo. Pero la investigación,

junto con las fuentes bibliográficas consultadas muestra que no es una relación de causalidad entre un mercado y otro, como establecía la hipótesis inicial. Es una relación de causalidad de la economía para con el mercado de PE en cada uno de los territorios geográficos. El motivo para esta correlación existente entre ambos contextos de PE es una evolución macroeconómica similar entre los territorios europeos en los que el mayor volumen de transacciones es llevado a cabo y el americano. Es decir, la realidad macroeconómica de los países europeos en los que proliferan las operaciones de PE, en términos relativos, tiende a asemejarse a la situación macroeconómica estadounidense y por eso el contexto del PE europeo evoluciona de manera similar al estadounidense.

Por lo tanto, se ha establecido un patrón de relación causal entre el contexto macroeconómico y el mercado de PE de los territorios geográficos, siendo el primero el que afecta a la evolución del segundo. Sin embargo, basándonos en la información también cuantitativa pero mayormente cualitativa, no se ha podido establecer un patrón de relación entre los contextos de PE europeos y estadounidenses. Esta información puede ser de especial interés a los inversores en un momento de recesión política puesto que indica que pueden presentarse oportunidades atractivas de inversión en áreas geográficas distintas a la suya cuando el mercado del PE en su área operativa no esté proliferando.

## Bibliografía

- x American Investment Council (2016). *Private Equity Performance Update*.
- x Bain & Company, Inc. (2017). *Global Private Equity Report 2017*.
- x Bruto, P. (2018). *PIB de Estados Unidos 2018*. [online] datosmacro.com. Available at: <https://www.datosmacro.com/pib/usa> [Accessed 1 Jun. 2018].
- x Bruto, P. (2018). *PIB de la Zona Euro 2018*. [online] datosmacro.com. Available at: <https://www.datosmacro.com/pib/zona-euro> [Accessed 1 Jun. 2018].
- x Cambridge Associates (2017). *US Private Equity Index® and Selected Benchmark Statistics*.
- x Ernst&Young (2012). *Private equity: evolution of the operating model*.
- x Ewens, M. and Farre-Mensa, J. (2017). *The Evolution of the Private Equity Market and the Decline in IPOs*.
- x ICO. (n.d.). [online] Available at: <https://www.ico.es/web/ico/home> [Accessed Jun. 2018].
- x Invest Europe (2017). *2017 European Private Equity Activity*. Statistics on Fundraising, Investment and Divestment.
- x Kyle, M. (2018). *What is private equity?*. [online] Investopedia. Available at: <https://www.investopedia.com/articles/financial-careers/09/private-equity.asp> [Accessed 8 Jun. 2018].

- x PitchBook Data, Inc. (2017). *Global PE Deal Multiples Report*.
  
- x Preqin (2016). *Private Equity Update*. KPMG Private Equity Forum.
  
- x Preqin (2017). *H1 2017 BUYOUT DEALS AND EXITS*.
  
- x Preqin (2016). *2016 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*.
  
- x Preqin (2017). *2017 PREQIN GLOBAL PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL*.
  
- x RSM (2017). *Q4 2017 Information Technology Industry Spotlight*.
  
- x TorreyCove Capital Partners (2016). *2016 Private Equity Market Outlook*.

## Anexo

### Anexo 1: Evolución de la Actividad de los Fondos de PE en el Mercado de Information Technology

