



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (ICADE)

ESTUDIO DEL IMPACTO DEL PRIVATE EQUITY EN LAS EMPRESAS Y SU RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Clave: 201502198

ESTUDIO DEL IMPACTO DEL PRIVATE EQUITY EN LAS EMPRESAS Y SU RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Patricia García González

Universidad Pontificia de Comillas (ICADE)

RESUMEN. Numerosos estudios han resaltado los beneficios que el desarrollo de las actividades financieras producen en el crecimiento de la economía. La industria del *Private Equity* se enmarca dentro de este tipo de actividades. No obstante, aún están por investigar sus efectos en España, tanto en el tejido empresarial del país, como en su crecimiento económico.

En consecuencia, en el presente estudio se busca poder determinar cual es el impacto que tiene la industria del *Private Equity* en España. Por un lado, se investigarán los efectos producidos en las empresas en las que se invierte y por otro, se estudiará su relación con el crecimiento de la economía. A pesar de que se trata de un área interesante y de plena actualidad, no existen muchos estudios empíricos del *Private Equity* en España debido a dos razones principales. La primera, hace referencia al reciente auge de esta actividad en dicho país, y la segunda se debe a la dificultad para acceder a datos de la industria, debido al carácter privado de los mismos.

Los resultados para España muestran que las empresas en las que el *Private Equity* está presente, experimentan crecimientos mayores y mejoran sus niveles de eficiencia. Igualmente, dicha industria, además de generar efectos positivos de carácter microeconómico que afectan a las empresas españolas, presenta una fuerte correlación positiva con indicadores macroeconómicos que muestran el crecimiento de la economía del país.

Este trabajo supone una importante contribución a la escasa literatura existente sobre el impacto del *Private Equity* en España, pues se trata de una industria que cada vez está cobrando una importancia mayor en la contribución al desarrollo económico de España.

Palabras clave: *Private Equity*, Inversión, Resultados Financieros, Ratios de Eficiencia, Crecimiento Económico, España

RESEARCH ON THE IMPACT OF PRIVATE EQUITY ON BUSINESSES AND ITS RELATIONSHIP WITH THE DEVELOPEMENT OF THE SPANISH ECONOMY

Patricia García González

Pontificia Comillas University (ICADE)

ABSTRACT. A number of studies have shown the benefits that the development of financial activities brings to the growth of the economy. The Private Equity industry is included among these type of activities. Nevertheless, research on its impact in Spain is still needed, not only on the effect it has in the country's companies, but also on the economic development of the country.

Consequently, the aim of this study is to clarify the impact of the Private Equity industry in Spain. On the one hand, a research on the effects caused in invested companies will be conducted, and on the other hand, its relationship with the economic development will be studied. Although it is currently considered an interesting and relevant area, there are not many studies that refer to the Private Equity industry in Spain, because of two main reasons. The first one, is due to the recent rise of this activity in Spain, and the second one, refers to the difficulty to obtain data of the industry, mainly because of the confidentiality among the sector.

The results for Spain show that companies financed by Private Equity, experience a bigger growth and strengthen their efficiency levels. In addition, this industry, on top of generating microeconomic positive effects, shows a high positive correlation with macroeconomic indicators that represent the economic growth of the country.

This paper makes an important contribution to the current limited literature of the impact of Private Equity in Spain, since it is an industry which is gaining importance in the role it plays regarding Spain's economic development.

Keywords: Private Equity, Investment, Financial Performance, Efficiency ratios, Economic development, Spain

ÍNDICE DE CONTENIDOS

1. INVESTIGACIÓN PROPUESTA Y OBJETIVOS PERSEGUIDOS.....	7
1.1. INVESTIGACIÓN PROPUESTA.....	7
1.2. OBJETIVOS PERSEGUIDOS	7
2. INTRODUCCIÓN	9
3. LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY	12
3.1. PRIVATE EQUITY COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN	12
3.2. FIGURAS DEL <i>PRIVATE EQUITY</i>	12
3.3. FASES	13
3.4. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN.....	13
4. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	16
4.1. PRIVATE EQUITY Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO	16
4.2. PRIVATE EQUITY Y RESULTADOS EMPRESARIALES	19
4.3. HIPÓTESIS.....	21
5. ANÁLISIS EMPIRICO.....	23
5.1. MUESTRA	23
5.1.1. Ámbito geográfico	24
5.1.2. Ámbito temporal	24
6. ANÁLISIS MICROECONÓMICO	27
6.1. ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN	27
6.2. METODOLOGÍA	27
6.3. ESTUDIO DE CASOS	28
6.3.1. Empresas seleccionadas	28
6.3.2. Variables	31
6.3.3. Datos	33
6.4. RESULTADOS MICROECONÓMICOS.....	34
6.4.1. Variaciones en las variables observadas	34
6.4.2. Ratios de eficiencia.....	36

6.4.3.	Comprobación de las hipótesis	38
7.	ANÁLISIS MACROECONÓMICO	39
7.1.	ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN	39
7.2.	METODOLOGÍA	39
7.3.	ANÁLISIS DE CORRELACIÓN I	39
7.3.1.	Variables	40
7.3.2.	Datos	41
7.4.	RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE CORRELACION I	43
7.4.1.	Correlación entre las variables.....	43
7.4.2.	El problema de la causalidad inversa.....	46
7.5.	ANÁLISIS DE CORRELACIÓN II.....	47
7.5.1.	Variables	47
7.5.2.	Datos	47
7.6.	RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE CORRELACION II	48
7.6.1.	Correlación entre las variables.....	48
7.7.	COMPROBACIÓN DE LAS HIPÓTESIS	50
8.	CONCLUSIÓN	51
9.	FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN	53
10.	BIBLIOGRAFÍA	54

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico I: Evolución del volumen de inversión de Private Equity	9
Gráfico II: Evolución del número de inversiones de Private Equity en España	10
Gráfico III: Dispersión entre Inversión en PE y PIB	45
Gráfico IV: Dispersión entre Inversión PE/PIB y PIB	45
Gráfico V: Dispersión entre Inversión PE y Tasa de desempleo	45
Gráfico VI: Dispersión entre Inversión PE/PIB y Tasa de desempleo	46
Gráfico VII: Dispersión entre el IBEX 35 al cierre del año y PIB	49
Gráfico VIII: Dispersión: IBEX 35 media anual y PIB	49

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla I: Datos de las empresas seleccionadas	29
Tabla II: Datos de las variables observadas en las empresas	34
Tabla III: Variación de las variables observadas en las empresas	36
Tabla IV: Ratios de eficiencia	37
Tabla V: Cifras de inversión en Private Equity y PIB en España	42
Tabla VI: Coeficientes de correlación	44
Tabla VII: Cifras del IBEX 35 y PIB en España	48
Tabla VIII: Coeficientes de correlación	49

1. INVESTIGACIÓN PROPUESTA Y OBJETIVOS PERSEGUIDOS

1.1. INVESTIGACIÓN PROPUESTA

El tema a tratar en este trabajo de fin de grado es la industria del *Private Equity* en relación con el crecimiento económico. Se estudiará tanto desde un nivel microeconómico, teniendo en cuenta los efectos producidos en la empresa participada por *Private Equity*, como desde un nivel macroeconómico, analizando sus efectos en el país en el cual se localizan las empresas que reciben la inversión de las gestoras de *Private Equity*.

1.2. OBJETIVOS PERSEGUIDOS

El objetivo principal de este estudio es aportar conocimientos sobre el impacto que ha tenido la inversión por parte de firmas de *Private Equity* en empresas de España durante los años 2014 a 2018, a través del análisis de sus cifras de ventas, EBITDA, Resultado antes de impuestos, activos totales y empleo, así como el posterior impacto que esto genera en el conjunto de la economía española, fundamentalmente en su PIB y tasa de desempleo.

Como se apreciará en el análisis de la literatura, a pesar de existir estudios que se centran en este tema, estos presentan diferencias por el realizado en el presente TFG. En primer lugar, gran parte de ellos son informes elaborados por consultoras, las cuales han sido contratadas por asociaciones de la industria o por los gobiernos de los países, siendo muy reducido el número de trabajos que tienen un carácter académico. En segundo lugar, la mayoría de ellos se han realizado en Estados Unidos, encontrando también algunos posteriores realizados para el territorio europeo. Sin embargo, España no cuenta con muchos estudios que se centren en este tema, debido al reciente crecimiento de dicha industria en este país.

En tercer lugar, los análisis existentes no son recientes, pues la mayoría se han realizado antes del comienzo de la crisis del 2008. Puesto que la industria del *Private Equity* ha experimentado cambios significativos desde el 2014 en España, en el presente

trabajo se busca investigar sobre el impacto de esta industria a partir de dicho año. Por último, a diferencia de los estudios realizados hasta el momento, se busca obtener una visión del impacto que tiene tanto en las empresas como en el país, combinando tanto la perspectiva microeconómica como la macroeconómica.

En concreto, se buscarán alcanzar los siguientes objetivos:

Objetivo I: Identificar una empresa representativa que haya sido financiada por *Private Equity*, así como otra comparable que no haya recibido este tipo de financiación.

Objetivo II: Determinar los crecimientos experimentados por las empresas financiadas por *Private Equity* durante los tres primeros años de estancia del inversor.

Objetivo III: Determinar si la entrada del *Private Equity* produce cambios en la eficiencia de las participadas.

Objetivo IV: Comprobar la relación existente entre la inversión en *Private Equity* y el PIB.

Objetivo V: Comprobar la relación existente entre la inversión en *Private Equity* y la tasa de desempleo.

Objetivo VI: Comparar la relación que muestra el *Private Equity* con el PIB, con la que presenta el IBEX 35 con el PIB

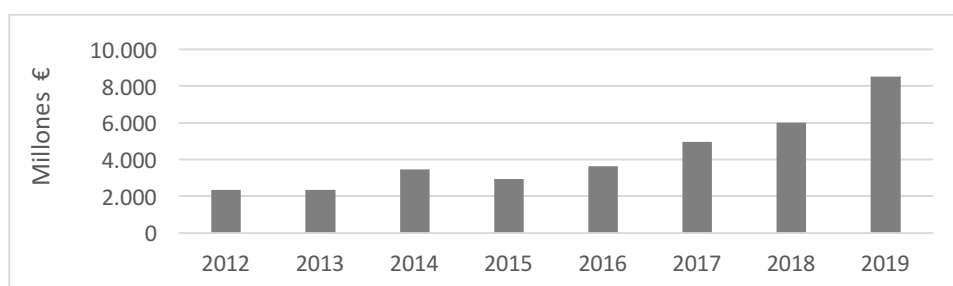
2. INTRODUCCIÓN

La industria del *Private Equity* mueve en la actualidad miles de millones en todo el mundo, siendo estas gestoras propietarias de conocidas compañías que nos rodean en nuestro día a día. En la actualidad, a estos grandes inversores pertenecen compañías que van desde la consolidada cadena Telepizza, hasta la innovadora start-app Glovo, pasando por negocios de gimnasios como Alfit, dentistas como Dentix, casas de apuestas como Sportium, gasolineras como Cepsa y hasta residencias de tercera edad como Vitalia. En definitiva, ningún sector queda fuera del alcance del *Private Equity*.

A pesar de que dicha industria se remonta a los años cuarenta del siglo anterior, estos fondos han cobrado mayor importancia años después. En especial, en Estados Unidos su auge se produjo desde 1988, año en el que el famoso fondo norteamericano KKR ganó la pelea por el control de RJR Nabisco, batalla que quedó inmortalizada en el libro “Barbarians at the Gate”, a partir del cual a estos inversores se les conoce como “los bárbaros”.

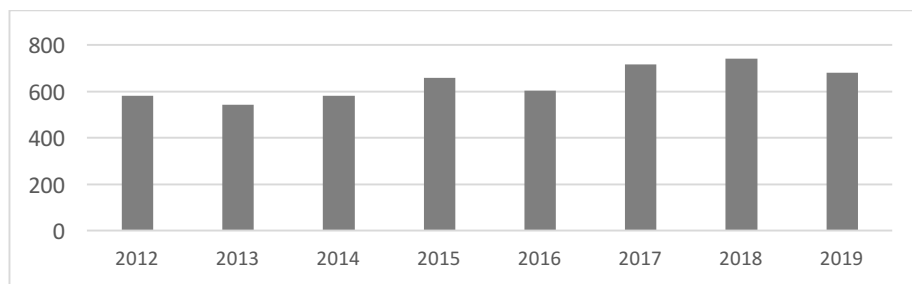
La industria del *Private Equity* llegó a España mucho más tarde, pero en la actualidad tiene una gran relevancia en el tejido empresarial del país. Todavía se encuentra alejada de las cifras de inversión alcanzadas en países como Francia, donde en 2018 se realizaron operaciones por 16.180 millones de euros, representando el 0,8% de su PIB, mientras que en España la inversión alcanzaba los 6.013 millones, un volumen obtenido a través de 740 operaciones y suponiendo el 0,5% del PIB. No obstante, desde el 2017 dicha industria se encuentra batiendo records en España, habiéndose invertido durante el 2019 un volumen que alcanza los 8.513 millones. Esta evolución de la industria del *Private Equity* en España aparece representada en los Gráficos I y II.

Gráfico I: Evolución del volumen de inversión de *Private Equity*



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI

Gráfico II: Evolución del número de inversiones de *Private Equity* en España



Fuente: Elaboración propia con datos de ASCRI

Miguel Zurita, presidente de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) ha manifestado que “es una actividad que está en pleno auge a nivel mundial, y España, que partía de niveles de penetración inferiores, se está beneficiando de ello. Además, el país es visto como un buen destino por parte de los inversores internacionales gracias al dinamismo económico y al talento e innovación de las empresas.” Por lo tanto, el “catch-up” que tenía pendiente España justifica que se estén alcanzando cifras récord.

Durante muchos años esta industria había tenido una mala fama, siendo criticada por parte de algunos expertos. Se hablaba de “inversores sin rostro”, debido a la diversidad de socios que participaban en dichos fondos, los cuales tenían como objetivo principal rentabilizar su dinero. Asimismo, eran considerados inversores cortoplacistas, buscando obtener grandes plusvalías en el menor tiempo posible, por lo que en ocasiones se desprendían de los mejores activos de las empresas y ajustaban los costes, especialmente laborales. Se decía que estos fondos solo buscaban extraer valor al entrar en una compañía con una gran cartera de clientes y una cuota de mercado importante para después despiezarla.

Sin embargo, en la industria niegan este concepto del *Private Equity*, atribuyendo dichas críticas a la falta de cultura financiera. Miguel Zurita defiende que “no se exprime a las compañías porque cuando salimos debe quedar el suficiente potencial de mejora para atraer a compradores”, rebatiendo así la imagen negativa de la industria. Asimismo, enfatiza que “allí donde el capital privado está presente, las empresas crecen más y crean más puestos de trabajo. Además profesionalizamos la gestión y contribuimos a la apertura de nuevos mercados”.

Por lo tanto, a través del presente estudio se busca poder determinar cual es el impacto que tiene la industria del *Private Equity* en España, tanto en las empresas en las que invierte, como en el conjunto de la economía. A pesar de que se trata de un área interesante y de plena actualidad, no existen muchos estudios empíricos del *Private Equity* en España debido a dos razones principales. La primera, hace referencia al reciente auge de esta actividad en dicho país, y la segunda se debe a la dificultad para acceder a datos de la industria, debido al carácter privado de los mismos. Lo novedoso del presente estudio radica no solo en que se investigará dicha industria en España, sino también en el hecho de que se realizará un doble análisis, microeconómico y macroeconómico.

Este trabajo recoge, en primer lugar, una breve explicación de la industria del *Private Equity*, centrándose en explicar en que consiste, sus figuras, su funcionamiento y sus estrategias de inversión. A continuación se realiza una revisión de la literatura principal y de los estudios realizados con referencia al *Private Equity* y al crecimiento económico, resaltando la importancia y novedad de la investigación que se va a realizar en el presente trabajo e incluyendo las hipótesis que se busca comprobar.

Posteriormente, se entrará en el análisis empírico el cual se dividirá en dos niveles de análisis, el primero microeconómico, centrándonos en los efectos del *Private Equity* en las empresas participadas y el segundo macroeconómico, poniendo el enfoque en la relación del *Private Equity* con el crecimiento económico del país. En ambos casos se procederá a presentar el método utilizado y las variables propuestas, tratando posteriormente los datos y resultados obtenidos. Por último, se recogerán las conclusiones y se realizarán propuestas para nuevas líneas de investigación.

3. LA INDUSTRIA DEL PRIVATE EQUITY

3.1. PRIVATE EQUITY COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN

Tal y como establece Martí Pellón (2002), la industria del *Private Equity* se caracteriza por dos aspectos fundamentales. Por un lado, el *Private Equity* es una fuente de financiación empresarial. Para la compañía en la cual se invierte, se constituye como una alternativa frente a otro tipo de opciones para la obtención de liquidez, como un préstamo o una salida a bolsa. Permite dar solución a uno de los principales problemas con el que se encuentran los emprendedores cuando comienzan su actividad: la financiación de la empresa hasta lograr alcanzar el equilibrio económico-financiero.

Por otro lado, se trata de una inversión llevada a cabo por una institución financiera, la gestora de *Private Equity*, la cual invierte en compañías privadas. Para los inversores, se trata de un activo alternativo que ofrece una mayor expectativa de rentabilidad a cambio de un mayor riesgo.

3.2. FIGURAS DEL PRIVATE EQUITY

En una inversión de *Private Equity* podemos distinguir tres figuras relacionadas entre sí. En primer lugar, nos encontramos con los inversores, que son los aportantes de los fondos. Se trata de personas tanto físicas como jurídicas, que aportan capital a la entidad de *Private Equity* para que esta lo gestione y realice inversiones. Normalmente, estos inversores suelen ser fondos de pensiones, aseguradoras, grandes patrimonios, fondos de fondos, etc. En segundo lugar, está la entidad de *Private Equity*, sociedad encargada de gestionar el capital aportado por los inversores, así como de analizar distintas compañías e invertir en ellas. Por último, se encuentran las empresas participadas, que son aquellas entidades que reciben los fondos del *Private Equity*. El capital pasa a formar parte de los fondos propios de la misma y profesionales de la gestora de *Private Equity* se integran en su Consejo de Administración.

3.3. FASES

En cuanto a las fases de dicha actividad financiera, estas han sido descritas por Gompers y Lerner (2002) de la siguiente manera. Una gestora de *Private Equity* lanza un fondo el cual tendrá una duración media de diez años. Seguidamente, mantendrá conversaciones con potenciales inversores (como hemos dicho, fundamentalmente con aseguradoras, fondos de pensiones, etc.) con la finalidad de que estos participen aportando capital. Esta primera etapa, se conoce con el nombre de captación de fondos o *fundraising*. Una vez que ya se ha captado el dinero que se había fijado, se produce el cierre del fondo, pasándose a la fase de inversión, en la que se comienza a buscar empresas, procediéndose a su análisis para posteriormente decidir si se invierte en las mismas.

Los fondos de *Private Equity* buscan comprar empresas que sean altamente generadoras de caja, que tengan oportunidades de crecimiento, tanto orgánico como a través de adquisiciones, que tengan oportunidades de que la compañía sea mejorada tanto operativamente como financieramente, y que cuando transcurran los años de propiedad del fondo, sean empresas muy atractivas para un potencial comprador. Con respecto a aquellas empresas que se consideren buenas inversiones atendiendo a los criterios anteriores, normalmente se adquieren participaciones de control, y se está entre cuatro y seis años en el capital.

Una vez que han sido adquiridas, comienza el periodo de tiempo conocido como el periodo de gestión o *managing*, donde se busca que la sociedad crezca, a través del incremento de sus ventas, EBITDA, empleo o internacionalización, entre otros aspectos. Para ello, miembros de la gestora o profesionales de su confianza pasarán a formar parte del Consejo de Administración de la participada. Finalmente, se buscará vender la empresa a un precio mayor del que fue adquirida, produciéndose la desinversión o el *exiting* e intentando obtener plusvalías que serán repartidas entre los inversores y socios.

3.4. ESTRATEGIAS DE INVERSIÓN

En España el *Private Equity* es conocido como Capital Riesgo, el cual engloba tanto a las inversiones propias del *Private Equity* como a las de Venture Capital (Balboa y

Martí, 2003). En el presente trabajo el término se utilizará haciendo referencia a ambas actividades. Dichas inversiones se diferencian principalmente por invertir en empresas que se encuentran en distintos ciclos de vida, así como por las estrategias utilizadas.

- *Venture Capital*: supone la inversión en empresas durante sus ciclos iniciales. Estas requieren dicha inversión para poder financiar su crecimiento. Podemos distinguir las siguientes fases: la fase semilla o de desarrollo (*seed financing*), la de arranque (*start-up*), y la de crecimiento temprano (*early-growth*). Suelen tratarse de empresas con un componente tecnológico e innovador, aunque no es estrictamente necesario. Conllevan un mayor riesgo, por lo que su rentabilidad es superior.
- *Private Equity*: dicha terminología engloba todas las operaciones que implican una participación de una gestora en el capital de una empresa que no cotiza en bolsa, siempre de forma temporal. No obstante, dicho término se refiere de manera más específica a las operaciones que se realizan en los ciclos avanzados de la vida de la empresa. Kaplan y Stromberg (2009) hablan de los siguientes tipos de operaciones¹:
 - o *Leverage Buyout* (operaciones apalancadas): Consiste en la utilización de un elevado porcentaje de deuda (entre el 60% al 80%) para hacerse con la propiedad de la empresa. Este elevado porcentaje provoca que la cantidad de capital aportado para realizar la compra sea menor, lo que eleva la rentabilidad de la inversión. Asimismo, la deuda pasa a formar parte del balance de la compañía participada, utilizándose la caja que esta genera para hacer frente tanto al pago del principal como de los intereses de la deuda. Normalmente, se suele utilizar esta estrategia con compañías maduras, que tengan poco riesgo y flujos de caja estables y predecibles, ya que se busca que la compañía sea capaz de hacer frente a la deuda.
 - Tal y como defiende Fraser-Sampson (2010) las LBO son las operaciones de Private Equity más conocidas, pero no se debe identificar a dicha industria únicamente con este tipo de

¹ La descripción de los distintos tipos de operaciones de *Private Equity* corresponde a la ofrecida por ASCRI en su web

operaciones, puesto que esta se suele utilizar solo con empresas que se encuentran en etapas maduras y que cuentan con flujos de caja estables y predecibles, lo que permite la utilización de los elevados niveles de deuda.

- *Growth capital* (capital expansión o desarrollo): implica financiar el crecimiento de una empresa con beneficios. El destino de los fondos puede dirigirse a la adquisición de activos fijos, incremento del fondo de maniobra para desarrollo de nuevos productos o acceso a nuevos mercados. Se trata de inversiones de mayor volumen y menor incertidumbre por la existencia de datos históricos.
- *Replacement* (capital sustitución): la entidad de Private Equity releva a parte del accionariado actual. Es frecuente en empresas familiares y situaciones de sucesión, así como en determinadas oportunidades de ventas de activos o ramas de actividad no estratégicas de empresas muy grandes, en las cuales sus gestores u otros externos buscan apoyo financiero en la gestora de Private Equity dentro de un proyecto de escisión y posterior desarrollo independiente.
- *Turnaround* (reestructuración o reorientación): supone la inversión en empresas que atraviesan dificultades durante un periodo prolongado de tiempo y requieren recursos financieros para implementar grandes transformaciones, necesarias para poder sobrevivir. Suele implicar una reestructuración corporativa que abarca todos los aspectos de la empresa, tales como instalaciones, personal o productos.
- *Distressed*: se invierte en empresas con problemas, que no pueden acceder a financiación a través de las vías habituales, por lo que recurren a estos inversores.

4. REVISIÓN DE LA LITERATURA

Los beneficios que el desarrollo financiero produce en el crecimiento a largo plazo de la economía han sido resaltados por la literatura a través de numerosos estudios (Demetriades and Hussein, 1996; Levine, 2003; Demetriades and Andrianova, 2004; Goodhart, 2004). Asimismo, de manera más específica se ha investigado el impacto que causan en el sistema económico distintos tipos de actividades financieras, siendo el *Private Equity* una de ellas.

4.1. PRIVATE EQUITY Y EL CRECIMIENTO ECONOMICO

El primer análisis de impacto económico de dicha actividad se remonta a 1982, cuando *Venture Economics Inc* (1982) recibió el encargo de la *US General Accounting Office* de medir el efecto sobre la economía de las inversiones realizadas por los operadores de *Private Equity* durante la anterior década. A través de los resultados de compañías americanas que habían recibido dinero del *Private Equity*, buscaron demostrar que dicha actividad tenía un impacto muy superior en la economía con un volumen de dinero muy inferior a la de ningún otro agente económico. El estudio se realizó a partir de una población de 1.332 empresas que habían recibido un total de 1.400 millones de dólares de *Private Equity* entre 1970 y 1979. Puesto que las únicas participadas para las cuales se contaba con información económico-financiera completa eran las 72 empresas que cotizaban en bolsa en dicho momento, el impacto se tuvo que evaluar a partir de las mismas, teniendo el estudio un alcance del 5,4% de la población, además de darse sesgos de supervivencia y éxito. A pesar de sus limitaciones, este estudio constituirá la base de otros ulteriores sobre dicho ámbito.

Posteriormente, la *National Venture Capital Association* (NVCA) encargó a diversas consultoras la elaboración de informes anuales sobre el impacto económico en Estados Unidos a partir del año 1990. Para resolver el problema de falta de información financiera sobre aquellas empresas no cotizadas, se utilizaron cuestionarios postales que se enviaban a las empresas y eran rellenados por estas. Esta vez, se daba como problema que no se clarificaba si las empresas que recibían el cuestionario se correspondían con la

población total, y el índice de respuesta se correspondía con el 30%. Asimismo, cada año se enviaron los cuestionarios a distintas empresas.

También en Estados Unidos se realizó el *Data Resources Incorporated-Wharton Econometric Forecasting Associates*, DRI-WEFA (2002), el cual parte de la población total de empresas financiadas por *Private Equity* entre 1970 a 2000, en conjunto 16.278 compañías. Utilizó información de 1.372 empresas que cotizan en bolsa y no han experimentado proceso de fusión. Los resultados ponen de manifiesto que el impacto del *Private Equity* en la economía americana es de gran importancia. Las empresas que fueron participadas por *Private Equity* generaron el doble de ventas, el triple de impuestos e invirtieron el triple en I+D que aquellas no financiadas por estas firmas. Asimismo, crearon 12,5 millones de empleos. Igualmente, se intentó simular el efecto macroeconómico, concluyendo que el impacto total del *Private Equity* se valora en torno al 11% del PIB de Estados Unidos. A pesar de tratarse de una simulación, fue la primera vez que se cuantificó.

En Europa, el primer estudio se realizó en el Reino Unido en 1987, por *Venture Economics Limited* (1987) el cual lo preparó para la asociación inglesa, la *British Venture Capital Association* (BVCA). Se adoptó una metodología similar a la utilizada en el primer estudio llevado a cabo en Estado Unidos, con los mismos inconvenientes que el anterior. Posteriormente, los estudios han sido realizados por diversas consultoras especializadas con apoyo en cuestionarios postales, con resultados también afectados por sesgo de supervivencia. Por ejemplo destacamos el realizado por *Bannock Consulting* (2002).

Estudios de impacto fueron realizados de manera posterior por otros países, siendo Francia el que tomó la iniciativa en 1992. Este trabajo fue encargado por la asociación francesa, *Association Français des Investisseurs en Capital* (AFIC), a *Coopers & Lybrand*. El primero, *Coopers & Lybrand y AFIC*, 1993, tuvo como objetivo analizar la contribución de las empresas que habían recibido financiación de *Private Equity* en cuanto a crecimiento en empleo, ventas e inversiones de activo fijo. Los resultados mostraron que las compañías participadas por *Private Equity*, en promedio, experimentaron un crecimiento mayor en ventas, exportaciones, inversiones en activo y contratación de empleados. En cuanto al empleo, las empresas de la muestra crecieron un

34%, mientras que en el grupo de control el empleo se destruyó en un 7%. Por último, el análisis aporta una aproximación al estudio del impacto del *Private Equity* en Francia.

Con respecto a los estudios realizados a nivel europeo, en 2001, el *Centre of Management Buy Out Research* (CMBOR, 2001) elaboró un estudio agregado el cual analizaba exclusivamente el impacto económico y social para *MBO's* y *MBI's* en el ámbito europeo. En 2002 se promovió otro sobre inversiones en empresas de arranque y crecimiento (CMBOR, 2002). En estos estudios existió un fuerte sesgo de selección el cual invalidaba los resultados.

Asimismo, en 2013 se elaboró un estudio encargado por el *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA) el cual tenía como objetivo evaluar la contribución del *Private Equity* al crecimiento económico, centrándose en tres aspectos: la innovación, la productividad y la competitividad. El estudio demuestra que las firmas de *Private Equity* impulsan la innovación, además de mejorar la gestión y la utilización de recursos, provocando el aumento de la productividad y con ello del crecimiento económico. A su vez, este incremento de productividad da lugar a un aumento de la competitividad en la economía.

Como se puede apreciar, en el nivel macroeconómico la mayoría de estudios han sido realizados por consultoras contratadas por asociaciones de *Private Equity* de diversos países. Esta falta de estudios académicos en dicho ámbito se ha puesto de manifiesto en trabajos posteriores. No obstante, a pesar de no ser numerosos, sí que encontramos estudios académicos que analicen la relación entre el *Private Equity* y el crecimiento económico.

Entre ellos, destacamos el realizado por Thomas Meyer (2007), el cual analiza los datos de 20 firmas de *Private Equity* europeas durante el periodo 1994 a 2004 probando la hipótesis de que las inversiones de *Private Equity* están asociadas con un crecimiento económico. Establece que un incremento en inversiones de *Private Equity* de 0.1% del PIB están relacionadas con un incremento del crecimiento en la economía real de entre 0.2 pp (buyouts) a 0.8 pp (en inversiones en las fases más tempranas). Concluye que el *Private Equity* se ha convertido en una fuerza de gran importancia en el sistema financiero europeo.

Igualmente, resalta el elaborado por Stromberg (2009) donde los resultados indican que los efectos beneficiosos del *Private Equity* en la productividad y la

innovación ilustran un impacto positivo en el crecimiento económico. En esta misma línea, el estudio de Makhene (2009) presenta unos resultados similares, centrándose en el impacto que tiene la inversión en *Private Equity* en los mercados emergentes de Oriente Medio, Asia, Latinoamérica, África y Europa central y del este. Sus resultados muestran que el *Private Equity* puede estimular el crecimiento económico de un país debido al impulso que supone para el avance tecnológico, la innovación, la creación de empleo y un mejor gobierno corporativo.

4.2. PRIVATE EQUITY Y RESULTADOS EMPRESARIALES

Además de haberse realizado estudios a nivel macroeconómico analizando el impacto del *Private Equity* en la economía de los distintos países, también se han llevado a cabo análisis que han buscado demostrar que las empresas que han sido participadas por entidades de *Private Equity* presentan mejores comportamientos que compañías similares no participadas por estas entidades. En este sentido, nos encontramos con estudios académicos de Estados Unidos como el realizado por Kaplan (1989), en el cual tras analizar los resultados de una empresa participada por *Private Equity*, se determinó que los márgenes operativos habían aumentado entre un 10% y un 20%, y los márgenes de caja un 40%. Además, ponía de manifiesto grandes aumentos en los valores de las compañías. Igualmente, Lichtenberger y Siegel (1990) demostraron con su estudio que las compras apalancadas (*LBO's*) realizadas por gestoras de *Private Equity* tenían un efecto muy positivo en la producción total de las participadas.

Por su parte, Kortum y Lerner (2000) demostraron que las empresas participadas tienen mayor capacidad para desarrollar nuevas patentes. Igualmente, Hellmann y Puri (2002) estudiaron empíricamente el impacto que este tipo de inversión podía tener en el desarrollo de empresas nuevas, concluyendo que en empresas con inversores de *Private Equity* se produce una mayor profesionalización de las políticas corporativas, influyendo en la gestión de la empresa al más alto nivel. Además, determinaron que dicho efecto es mayor en los estados más tempranos de vida de la empresa. Igualmente, Dávila et al. (2003) comprobaron que tienen menos dificultades para atraer a altos directivos que lideren su desarrollo.

Entre los estudios académicos de nivel microeconómico elaborados en Estados Unidos, destacamos por último el realizado por Davis et al. (2009) el cual comprobó que tras dos años desde la compra de las participadas por un *Private Equity*, el crecimiento de la productividad era un 2% mayor que el experimentado en compañías comparables que no habían sido participadas. Determinó que dos tercios de esta diferencia se debe a la mejora en la productividad en los establecimientos ya existentes y el otro tercio debido a la contribución de mayores entradas y salidas.

En el ámbito europeo, dentro de los trabajos realizados en el nivel microeconómico, destacan Belke et al. (2003) el cual se centró en el efecto sobre el empleo y utilizó datos agregados. Uno de los grandes problemas para realizar estudios sobre dicha industria es la dificultad para acceder a datos individuales. No obstante, sí nos encontramos con trabajos que han empleado este tipo de datos, como los llevados a cabo en Bélgica (Manigart y Van Hyfte, 1999), Alemania (Tykvova, 2000; Engel, 2002; Engel y Keilbach, 2002) y en España (Alemany y Martí, 2005). Asimismo, ha habido estudios en los cuales se han afrontado problemas importantes que se habían puesto de manifiesto en análisis anteriores, como son los problemas de causalidad (Baum y Silverman, 2004; Balboa et al., 2006) y de comparabilidad (Alemany y Martí, 2006).

También dentro los estudios realizados en países europeos, destaca el elaborado por Bergstrom (2007) en Suecia, que demuestra que compañías adquiridas a través de compras apalancadas muestran mejoras en sus cifras operativas en términos de márgenes de EBITDA e incremento de ventas. Otros estudios también centrados en este tipo de compras ponen de manifiesto estos efectos positivos, como aquellos realizados por Cressy, Munari y Malipiero (2007) en Reino Unido, el cual muestra que la rentabilidad operativa alcanzada durante los tres primeros años de compañías respaldadas por gestoras de *Private Equity* era un 4.5% mayor que sus comparables no participadas. Por último, el elaborado por Gottschalg (2007) para Europa comprueba que compañías participadas tuvieron mejores cifras de rendimientos y beneficios que sus comparables que cotizaban en bolsa, en términos de ventas, *EBITDA* y rentabilidad.

Para concluir, como se puede apreciar la mayoría de los estudios se han llevado a cabo en Estados Unidos, y posteriormente también han destacado análisis a nivel europeo. A pesar de que el número de trabajos académicos sobre dicha materia en España es mucho menor, cabe decir que gran parte de ellos han sido liderados por José Martí Pellón,

profesor de la Universidad Complutense de Madrid e investigador de la industria del *Private Equity*. Destaca su estudio *El efecto de Capital Riesgo* (2007) a través del cual aporta evidencia de que el papel de dicha actividad es muy positivo para aumentar el dinamismo del tejido empresarial de un país. Igualmente, desde 1985 hasta la fecha, viene publicando los informes anuales de la actividad del *Private Equity* en España, en un primer momento a iniciativa propia, y desde 1986 como fuente oficial de datos de la Asociación Española de Capital Riesgo e Inversión (ASCRI). Además, desde 1991 también es la fuente de los datos para España empleados por EVCA.

4.3. HIPÓTESIS

Con la finalidad de alcanzar los objetivos propuestos, se contrastarán las siguientes hipótesis.

Hipótesis I: La inversión por firmas de *Private Equity* tiene un impacto económico en las empresas participadas, en concreto:

H.I.a. La inversión por firmas de *Private Equity* produce un incremento en las ventas de la empresa participada.

H.I.b. La inversión por firmas de *Private Equity* produce un incremento en el *EBITDA* de la empresa participada.

H.I.c. La inversión por firmas de *Private Equity* produce un incremento en el Resultado antes de impuestos de la empresa participada.

H.I.d. La inversión por firmas de *Private Equity* produce un incremento en el activo de la empresa participada.

H.I.e. La inversión por firmas de *Private Equity* produce un incremento en el empleo de la empresa participada.

Hipótesis II: Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en sus ratios de eficiencia durante los tres primeros años que siguen a la entrada del inversor, en concreto:

H.II.a. Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en su ratio Ventas/Activo Total.

H.II.b. Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en su ratio Ventas/Activo Total Medio.

H.II.c. Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en su ratio *EBITDA*/Activo Total.

H.II.d. Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en su ratio *EBITDA*/Activo Total Medio.

H.II.e. Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en su Margen de *EBITDA*.

H.II.f. Las empresas participadas por un *Private Equity* presentan mejoras en su Margen de Resultados Antes de Impuestos.

Hipótesis III: El *Private Equity* ha contribuido al crecimiento de la economía española y su PIB desde el 2014 hasta el 2018.

Hipotesis IV: El *Private Equity* ha contribuido a la reducción de la tasa de desempleo en España desde el 2014 hasta el 2018.

5. ANÁLISIS EMPIRICO

5.1. MUESTRA

Se eligió realizar dicho estudio con el objetivo de avanzar en el conocimiento del impacto del *Private Equity*, tanto en las empresas participadas, como en el conjunto de la economía española. Para poder alcanzar los objetivos enunciados a través de la comprobación de las hipótesis formuladas, se realizará la siguiente investigación. En primer lugar, dicha investigación consta de dos límites, uno espacial y otro temporal. En cuanto al primero de ellos, se trata de una limitación geográfica, pues dicho estudio se centra en España, analizándose la actividad del *Private Equity* producida en este territorio. Con respecto al tiempo, el periodo de análisis considerado se extiende de 2014 a 2018. Más adelante se realizará una justificación de ambos límites elegidos.

La investigación se estructura en torno a dos bloques principales, pudiéndose identificar con un nivel microeconómico y otro macroeconómico. En el bloque microeconómico, nos centraremos en los cambios experimentados por las compañías que han recibido inversión de gestoras de *Private Equity*, analizando su crecimiento y diversos ratios de eficiencia. En cuanto al bloque macroeconómico, se buscará ver la relación existente entre el *Private Equity* e indicadores macroeconómicos de crecimiento económico, como el PIB y la tasa de desempleo, así como el impacto que esta inversión genera en el desarrollo económico. Igualmente, se comparará la relación que presenta el *Private Equity* con estos indicadores, con aquella que presenta el IBEX 35.

Por lo tanto, se realizará un doble análisis utilizando distinta metodología. El nivel microeconómico se analizará a través de un estudio de casos, mientras que el nivel macroeconómico será examinado a través de la correlación existente entre indicadores de inversión en *Private Equity* e indicadores de crecimiento económico, comparándola con la correlación existente con el mercado de renta variable.

En consecuencia, en primer lugar se justificarán los límites geográficos y temporales escogidos. Posteriormente, se realizará el estudio de casos para analizar el nivel microeconómico y, por último, se llevará a cabo el estudio del nivel macroeconómico.

5.1.1. Ámbito geográfico

El estudio se limita geográficamente a España. La elección de dicho ámbito responde a los siguientes motivos. Por un lado, como se ha puesto de manifiesto a través del análisis de la literatura, si bien encontramos numerosos estudios que se centran en los efectos del *Private Equity* en Estados Unidos, así como a nivel europeo, en España la elaboración de trabajos académicos sobre dicho ámbito es mucho más reducido. Por lo tanto, se busca realizar una investigación original a las realizadas hasta el momento. Por otro lado, contamos con los datos y la información necesaria para poder realizar este estudio para España.

5.1.2. Ámbito temporal

El periodo de análisis escogido se extiende desde 2014 hasta 2018. La industria del *Private Equity* presenta ciclos de actividad, que como bien han demostrado diversos estudios (Kaplan and Stein 1993, Axelson et al. 2009, Kaplan and Schoar 2005) se encuentran relacionados con la marcha de la economía. Se ha elegido como punto de partida el año 2014, ya que tras el periodo de crisis iniciado en 2009, es en este año cuando se confirmó que el *Private Equity* en España había dejado atrás la crisis, comenzando un nuevo ciclo de actividad.

Los años 2004, 2005 y 2006 habían sido hasta el momento los años dorados del *Private Equity* en España. Durante estos años, la economía mundial experimentó uno de sus mejores ciclos, liderada por la economía europea, la cual funcionó como motor de crecimiento. Esta fase de expansión provocó que se alcanzasen extraordinarios volúmenes de inversión, desinversión y levantamiento de fondos en España, lo cual supuso la consolidación de dicha industria en el mercado español. Esto dio lugar a que en 2004 se ocupase la quinta posición en el ranking europeo por volumen de inversión.

No obstante, durante los años 2007 y 2008 comenzaba la crisis económica internacional. En Estados Unidos y Europa se produjeron quiebras de importantes bancos y entidades financieras, como consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime*. Además, en España tuvo lugar el estallido de la burbuja inmobiliaria. Esto trajo consigo un periodo de desaceleración afectando gravemente al *Private Equity*. La caída de la

actividad de esta industria fue generalizada a nivel mundial, obteniendo resultados negativos en 2008.

En España, la crisis económica se extendió principalmente a mediados de 2008, de modo que el primer año que experimentó las graves consecuencias de la misma fue en 2009. En este sentido, este año fue el más complicado para la industria del *Private Equity* a lo largo de toda su actividad en España, alcanzando mínimos históricos en todas sus variables, es decir, en inversión, desinversión, captación de fondos y capitales gestionados. El peso del sector en la economía española se redujo y muchos fondos gestionados no pudieron realizar sus inversiones.

A pesar de que durante la primera mitad del año 2013 la tendencia seguía siendo muy bajista, a partir de la segunda mitad del año comenzaron los primeros síntomas de recuperación, los cuales se reflejaron en las cifras de *Private Equity* a partir del 2014. Se produjo una mejora de los datos macroeconómicos del país los cuales atrajeron el interés de inversores internacionales.

Además, destacó el papel del FOND-ICO Global. Uno de los motores del *Private Equity* en España es el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y en 2013 el Gobierno aprobó la creación de un fondo de fondos de *Private Equity* conocido como FOND-ICO Global, administrado por Axis, la gestora de este organismo. Según ASCRI (2013) “servirá de catalizador para la captación de unos 40 fondos de capital riesgo que invertirán a su vez en proyectos empresariales en todas sus fases de desarrollo, desde el nacimiento a la expansión.” Funciona a través de la convocatoria de un concurso público al que se pueden presentar gestoras nacionales y extranjeras, y a aquellos proyectos más atractivos les inyecta capital, siendo imprescindible que una parte de ese dinero se invierta en compañías españolas. No se trata de una subvención, pues las gestoras deberán devolver ese dinero al organismo público y, a ser posible, con plusvalías.

Por lo tanto, el 2014 será el año a partir del cual comienza un nuevo ciclo del *Private Equity* en España caracterizado por una intensa actividad que se puede apreciar en las elevadas cifras de inversión, captación de nuevos fondos y desinversión. Las razones que explican esta intensa actividad son las siguientes. Pablo Muñoz, socio de finanzas corporativas de Afi, ha manifestado que la dinámica positiva del sector en España se debe al contexto macroeconómico, porque España crece por encima de la Unión Europea. Además, explica que nos encontramos con un escenario de tipos de

interés bajos y una gran liquidez. Igualmente, como hemos expuesto, destaca especialmente el apoyo público a través del lanzamiento del FOND-ICO Global en 2013 y el elevado interés de los inversores extranjeros. Este ciclo de expansión se ha extendido hasta la actualidad, año 2020. No obstante, el estudio lo acotamos hasta el 2018 debido a la dificultad para obtener datos después de dicho año.

6. ANÁLISIS MICROECONÓMICO

6.1. ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN

A través del estudio microeconómico se buscará alcanzar los Objetivos I, II y III, así como verificar las Hipótesis I (HI.a., HI.b., HI.c., HI.d, HI.e.) y II (HII.a., HII.b., HII.c., HII.d, HII.e., H.II.f.)

6.2. METODOLOGÍA

Para poder estudiar el impacto que tiene la inversión por firmas de *Private Equity* en empresas españolas, se ha empleado la metodología de estudio de casos. Se ha optado por dicho método debido a que no existe la posibilidad de acceder a una base de datos que contenga información acerca de todas las compañías de España que han recibido financiación por parte de gestoras de *Private Equity*, por lo que ha sido necesario centrarse en un caso determinado. Para la realización del estudio de casos se ha realizado lo siguiente.

En primer lugar, se ha seleccionado una compañía que hubiese recibido financiación de un *Private Equity*. Se ha buscado que la empresa y la inversión cumpliesen los siguientes criterios: a) ser una empresa española, b) que la inversión se hubiese producido durante los años 2014 o 2015 para poder analizar sus efectos durante los tres años posteriores, es decir, hasta el 2018, y c) que se tratase de una inversión realizada en el segmento del *middle market*, lo cual supone una inversión de capital que se sitúa entre los 10 y 100 millones de euros.

En segundo lugar, se buscó una empresa comparable, no financiada a través de inversiones provenientes de un *Private Equity*. Los criterios utilizados para la selección de dicha compañía fueron los siguientes: a) ser una empresa española, b) pertenecer a la misma industria que la participada seleccionada, c) pertenecer a la misma comunidad autónoma o a una cuya industria seleccionada tenga características similares, d) tener una edad similar, y e) tener una facturación similar.

Una vez que las dos compañías ya habían sido seleccionadas, en tercer lugar se procedió a la obtención de sus estados financieros, tales como sus Balances de Situación

y sus Cuentas de Resultados para los diversos años en los cuales las empresas serían analizadas. De dichas cuentas se obtuvieron los datos de las variables a observar: las ventas, el *EBITDA* y el resultado antes de impuestos de la Cuenta de Resultados, y el activo total del Balance de Situación. Asimismo, también se obtuvieron cifras relativas al número de empleados en ambas compañías.

Tras la recopilación de los datos, se procedió al estudio de los mismos a través de dos análisis distintos. Por un lado, se observaron los porcentajes de crecimiento en las variables observadas para ambas compañías. Por otro lado, empleando las cifras financieras de las compañías se realizó un análisis de ratios, que permite medir la eficiencia de las empresas. Finalmente, se obtuvieron las conclusiones en relación con las hipótesis planteadas.

6.3. ESTUDIO DE CASOS

6.3.1. Empresas seleccionadas

6.3.1.a. Iberconsa

El Grupo Iberconsa es una compañía internacional especializada en la pesca, transformación, comercialización y distribución de productos del mar congelados. Posee una completa integración vertical ya que tiene empresas líderes en cada una de las fases de la cadena de generación de valor. Nació en España en el año 1981, por lo que cuenta con 39 años de experiencia.

Tiene su sede en Vigo, desde donde desarrolla su actividad comercial. El 45% de sus ventas corresponden a exportaciones y se encuentra presente en todos los canales, mayoritariamente comercio minorista y hostelería, destacando productos como la merluza, el calamar y el gambón. Cuenta con buques en Argentina, en Namibia y en Sudáfrica, y con fábricas de procesado en Argentina y en Namibia. En Galicia cuenta con una amplia red de tiendas minoristas y una participación en dos compañías frigoríficas.

En cuanto a la inversión, en diciembre de 2015 la firma española de *Private Equity* Portobello Capital adquiriría una participación mayoritaria de Iberconsa. Portobello Capital es una gestora de fondos de *Private Equity* fundada en el año 2010 y líder en el

“*Middle Market*” español. En 2014 cerró su Fondo III en 375 millones de euros, el mayor que se había levantado en España en dicho momento. Realizó diversas compras para dicho fondo, siendo la de Iberconsa una de ellas.

6.3.1.b. *Ultracongelados Virto*

El Grupo Virto es una empresa líder y referente en la producción y distribución de productos ultracongelados para comercio minorista, servicio de comida e industria. Nace en España en 1984, por lo que cuenta con 36 años de experiencia. La empresa esta especializada en producir y ultracongelar una extensa gama de verduras, legumbres, mezclas, arroces, pasta, cereales y platos preparados con base de verdura, además de un amplio rango de productos ecológicos. Su objetivo es ofrecer productos sanos, frescos y ultracongelados.

Su sede central se encuentra en Navarra, contando también con otros centros productivos en España en ciudades como La Rioja, Segovia, Zaragoza, Badajoz o Murcia. Asimismo, cuenta con presencia internacional a través de centros productivos y oficinas comerciales en países como Francia, Portugal, Reino Unido, Alemania, Brasil y Estados Unidos.

Tabla I: Datos de las empresas seleccionadas

	Participada por Private Equity	No participada por Private Equity
Datos	Iberconsa	Ultracongelados Virto
Pais	España	España
CCAA	Galicia	Navarra
Antigüedad	39 años (1981)	36 años (1984)
Sector	Middle market	Middle market
Industria	Productos alimenticios congelados	Productos alimenticios congelados
Facturación en 2015 (€)	-	242.852.638

Fuente: Elaboración propia

6.3.1.c. Representatividad de las empresas

El análisis microeconómico realizado con Iberconsa y Virto se puede considerar representativo para las compañías españolas debido a las siguientes razones. En primer lugar, ambas son comparables entre sí debido a que fueron elegidas siguiendo los criterios mencionados en la metodología. Por lo tanto, como aparece recogido en la Tabla I, las dos son compañías españolas pertenecen al *middle market*, forman parte de la industria de la alimentación, y de manera más específica se dedican a la elaboración de productos congelados.

En segundo lugar, en cuanto a la industria a la cual pertenecen, la alimentación es considerada como la gran locomotora de la economía en España, pues es el primer sector industrial del país. En 2018 dicha industria representaba el 21% del total de la industria manufacturera española y el 3% del PIB. Igualmente, cabe decir que la industria de los alimentos congelados creció en 2018 un 3,5%, al igual que en el año anterior, mostrando que se trata de un sector que durante los últimos años ha experimentado cifras de crecimiento. Por lo tanto, forman parte de la industria que mayor importancia tiene en España.

En tercer lugar, con referencia a la operación, la inversión realizada en Iberconsa por Portobello Capital es representativa debido a las siguientes razones. Durante el periodo 2014-2018, mientras que en el *large market* (operaciones superiores a los 100 millones de euros) destacan los inversores internacionales, en el *middle market* predominan las operaciones realizadas por gestoras españolas. Asimismo, las pymes españolas han sido las principales receptoras de los recursos captados por los *Private Equity* de España. En 2015, año en el que se produce la inversión, de las 657 operaciones realizadas, 570 se dirigieron a pymes de menos de 100 trabajadores, y de ellas, 496 (87%) estuvieron protagonizadas por entidades nacionales. Además, las operaciones apalancadas aportaron el 40% de la inversión total durante el 2015, manteniéndose este porcentaje muy similar durante los años posteriores.

En conclusión, ambas empresas son representativas debido a que, además de ser comparables, forman parte de la industria de la alimentación, la más importante para la economía española durante el periodo observado. Igualmente, la inversión realizada por Portobello Capital en Iberconsa se enmarca dentro del tipo de operaciones mayoritarias

en la industria del *Private Equity* en España, pues se trata de una gestora española que invierte en una pyme del *middle market* a través de una compra apalancada. No obstante, debemos tener en cuenta que, al tratarse de un estudio de casos, tenemos como limitación el hecho de que no se puede generalizar el supuesto.

6.3.2. Variables

6.3.2.a. Variables independientes

Para poder observar el impacto que produce la inversión de *Private Equity* en las compañías, se seleccionaron como variables cifras que son de gran importancia para analizar los resultados económicos y financieros de las empresas. Las variables seleccionadas fueron las siguientes:

- Ventas: equivalente al importe neto de la cifra de negocio, es decir, la facturación realizada por las empresas.
- *EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortización)*: el equivalente al Resultado Bruto de Explotación. Por lo tanto, es la diferencia entre los ingresos, gastos y pérdidas patrimoniales relacionados con las actividades propias de explotación del negocio de la empresa, sin haber deducido la amortización.
- Resultado antes de impuestos: equivale a la suma del Resultado de explotación y del Resultado financiero. Utilizamos esta cifra en vez del Resultado del ejercicio debido a que su única diferencia son los impuestos sobre los beneficios. Puesto que las empresas seleccionadas pertenecen a distintas comunidades autónomas, utilizando esta variable evitamos que los resultados se vean afectados por diferencias de tributación que pudiesen darse.
- Empleo: número de trabajadores con los que cuenta la empresa para cada período.

6.3.2.b. Variables dependientes

- a. Porcentajes de variación

Para poder observar los cambios que se han producido en las variables recogidas para ambas empresas, se ha realizado el cálculo de sus variaciones y de esta manera determinar si se ha producido un incremento o disminución en dichas cifras. Asimismo, se ha llevado a cabo una comparación de las mismas.

b. Ratios de eficiencia

Con la finalidad de obtener información sobre la eficiencia de la empresa y los cambios producidos en la misma, se han obtenido distintos ratios que nos permiten medir dicha eficiencia, empleando las variables independientes recogidas para cada compañía. El análisis de ratios implica observar diversos ratios financieros y ver su evolución a lo largo del tiempo para poder sacar conclusiones sobre la manera de operar en una compañía. Estos ratios aportan información relevante cuando se ven los cambios sufridos en los mismos a lo largo del tiempo y cuando se comparan con aquellos obtenidos por compañías de la misma industria.

En consecuencia, se han seleccionado los siguientes ratios de eficiencia:

- Ventas/Activo Total: indica el número de veces que el activo con el que se cuenta en un determinado año ha sido utilizado para generar las ventas de dicho período.
- Ventas/Activo Total Medio: para evitar las distorsiones de resultado que se pueden dar en el caso anterior, se desvincula el efecto de las variaciones del activo total al de las variaciones producidas en las ventas. Para ello, se calcula el Activo Total Medio como un media del valor del activo presente en el balance de cada año. Este ajuste permite relacionar el aumento de este ratio con un incremento en el importe neto de la cifra de negocio.
- *EBITDA*/Activo Total: otro ratio de eficiencia que indica el número de veces que el activo ha sido utilizado para generar *EBITDA*.
- *EBITDA*/Activo Total Medio: de nuevo eliminamos el efecto de las variaciones del activo total, relacionando el aumento de este ratio con un aumento en el *EBITDA*.

- Margen de *EBITDA* ($EBITDA/Ventas$): proporciona información sobre la rentabilidad de una empresa en términos de sus procesos operativos. Por lo tanto, indica el porcentaje de las ganancias de una compañía que queda después de los gastos de operación.
- Margen de Resultados antes de impuestos (Resultado antes de Impuestos/ $Ventas$): muestra cuanto de beneficio se queda en la empresa (antes de haber pagado los impuestos) por cada euro obtenido en las ventas.

6.3.3. Datos

En la Tabla II aparecen recogidos los datos de las variables independientes, es decir, los relativos a las ventas, el *EBITDA*, el resultado antes de impuestos, los activos totales y el empleo, para Iberconsa y Virto. Debido a que la inversión en Iberconsa por parte de Portobello se produjo en diciembre de 2015, recogemos los datos comenzando por este año, puesto que es posible que a partir del 2016 ya se aprecien los primeros cambios producidos como consecuencia de la inversión realizada. Asimismo, se ha seguido la actividad de las empresas hasta tres años después de la entrada del inversor, es decir, hasta 2018.

Tabla II: Datos de las variables observadas en las empresas

		2015	2016	2017	2018
Ventas	Iberconsa	170.103.567	177.109.880	226.525.845	306.902.550
	Virto	242.852.638	265.733.075	290.629.921	311.066.965
EBITDA	Iberconsa	10.345.878	11.720.136	17.656.497	26.887.476
	Virto	15.558.728	14.567.837	17.577.160	14.636.794
Resultado antes de impuestos	Iberconsa	11.546.786	12.513.515	17.963.642	26.665.139
	Virto	10.760.836	7.517.174	10.309.159	6.675.082
Activo	Iberconsa	80.356.767	80.379.746	90.240.265	124.369.357
	Virto	230.180.566	240.490.364	271.356.779	299.371.643
Empleo	Iberconsa	46	48	50	53
	Virto	433	448	509	536

Fuente: Elaboración propia a través de datos obtenidos de Infocify y El Economista Ranking de empresas

6.4. RESULTADOS MICROECONÓMICOS

6.4.1. Variaciones en las variables observadas

A partir de los datos obtenidos para ambas compañías se ha procedido a calcular las variaciones que han tenido lugar en dichas variables, con la finalidad de comprobar si se ha producido un incremento o una reducción en las mismas y poder comparar entre las dos empresas los cambios experimentados. En la Tabla III aparecen recogidos los porcentajes que indican las variaciones producidas.

En cuanto a las ventas, se pueden apreciar los altos porcentajes de crecimiento que ha experimentado en la facturación Iberconsa. En 2016 el efecto fue muy moderado, probablemente debido a que el fondo de *Private Equity* entró en el accionariado en el último mes del 2015. No obstante, en 2017 y 2018 observamos elevados porcentajes de

crecimiento en las cifras de Iberconsa, los cuales siguen una línea ascendente, frente a los niveles de crecimiento de Virto, que son mucho más reducidos. Además, en 2018 el crecimiento que presenta Virto es inferior a los años anteriores.

Con respecto al *EBITDA*, de nuevo Iberconsa alcanza altos niveles de crecimiento llegando este porcentaje al 52% en 2018. Por su parte, en Virto esta cifra no solo no llega a dichos niveles sino que incluso llega a tener crecimientos negativos, es decir, reduciéndose el *EBITDA* con respecto a años anteriores.

Con referencia al resultado antes de impuestos, de nuevo en Iberconsa este experimenta niveles de crecimiento cercanos a los alcanzadas en su *EBITDA*, llegando en 2018 a un 48%. Por el contrario, a pesar de que Virto en 2017 presenta un crecimiento positivo elevado, en 2016 y 2018 los porcentajes de crecimiento son negativos.

Con respecto al volumen de activo de las empresas, Iberconsa experimenta un crecimiento moderado en el 2017, mientras que este es más significativo en el año 2018. En cuanto a Virto, el crecimiento de su activo será reducido en 2016, y moderado pero constante durante los dos años siguientes.

Por último, en cuanto al empleo, los niveles de crecimiento de Iberconsa son moderados y constantes, siendo esta cifra un 4% durante 2016 y 2017 y un 6% durante 2018. Por su parte, en Virto también se da un crecimiento moderado durante los años 2016 y 2018 pero este es mayor durante el año 2017, alcanzando un 14%.

Tabla III: Variación de las variables observadas en las empresas

		2015	2016	2017	2018
Ventas	Iberconsa	-	4%	28%	35%
	Virto	-	9%	9%	7%
EBITDA	Iberconsa	-	13%	51%	52%
	Virto	-	-6%	21%	-17%
Resultado antes de impuestos	Iberconsa	-	8%	44%	48%
	Virto	-	-30%	37%	-35%
Activo	Iberconsa	-	0%	12%	38%
	Virto	-	4%	13%	10%
Empleo	Iberconsa	-	4%	4%	6%
	Virto	-	3%	14%	5%

Fuente: Elaboración propia

6.4.2. Ratios de eficiencia

Debido a que los ratios utilizados son ratios de eficiencia, cifras más altas indicarán una mayor eficiencia de la empresa en sus operaciones. Estos ratios aparecen recogidos en la Tabla IV. A continuación procedemos a analizar los mismos.

Con respecto al ratio de Ventas/Activo Total, se puede apreciar como los ratios de Iberconsa son superiores a 2 y este se va incrementando a excepción del último año. Por su parte, los niveles de Virto están cercanos al 1 y no experimentan significativos cambios. Esto implica, que dado el volumen de activos de cada empresa para cada año, Iberconsa es capaz de obtener el doble de ventas. En cuanto al ratio de Ventas/Activo Total Medio, aquí ya aparecen eliminadas las variaciones del activo total, por lo que un incremento del mismo indica un incremento en las ventas. En el caso de Iberconsa desde el 2016 este aumenta en una unidad cada año lo cual muestra un fuerte incremento en sus ventas. Por el contrario, en Virto esta cifra se mantiene cercana al 1 y no muestra importantes incrementos.

En cuanto a los ratios de *EBITDA*, el efecto es muy similar a lo ocurrido con las ventas. El ratio *EBITDA*/Activo Total de Iberconsa presenta incrementos cada año, mientras que el de Virto se mantiene prácticamente constante. Con referencia al ratio que relaciona el *EBITDA* con el Activo Total Medio, de nuevo este incrementa, en este caso en 0,1 aproximadamente cada año, indicando un crecimiento en el *EBITDA*, mientras que en Virto no se dan variaciones significativas.

Con respecto al margen de *EBITDA*, en Iberconsa este aumenta cada año en 0,01 aproximadamente, mientras que en Virto es menor y no evoluciona de manera creciente. Esto indica que la rentabilidad de Iberconsa en términos operativos supera a la de Virto. Por último, con el margen de Resultados antes de impuestos los resultados son similares. En Iberconsa, este se incrementa 0,008 aproximadamente cada año, indicando que la compañía cada año es capaz de retener más (como beneficios) de sus ventas obtenidas. Sin embargo, en Virto de nuevo el margen es inferior y no se producen incrementos significativos.

Tabla IV: Ratios de eficiencia

		2015	2016	2017	2018
Ventas/Activo Total	Iberconsa	2,117	2,203	2,510	2,468
	Virto	1,055	1,105	1,071	1,039
Ventas/Activo Total Medio	Iberconsa	1,813	2,402	3,072	4,218
	Virto	0,933	1,021	1,116	1,195
EBITDA/Activo Total	Iberconsa	0,116	0,146	0,196	0,216
	Virto	0,068	0,061	0,065	0,049
EBITDA/Activo Total Medio	Iberconsa	0,100	0,159	0,239	0,365
	Virto	0,060	0,056	0,068	0,056
Margen de EBITDA (EBITDA/Ventas)	Iberconsa	0,055	0,066	0,078	0,088
	Virto	0,064	0,055	0,060	0,047
Margen de Resultados antes de impuestos (BAI/Ventas)	Iberconsa	0,068	0,071	0,079	0,087
	Virto	0,044	0,028	0,035	0,021

Fuente: Elaboración propia

6.4.3. Comprobación de las hipótesis

Tras haber obtenido las variaciones de las variables observadas, así como los diversos ratios de eficiencia, y haber analizado los mismos, procedemos a comprobar si para el estudio de casos realizado se cumplen las hipótesis que buscábamos contrastar en el nivel microeconómico.

Por un lado, con el análisis de las variaciones de las cifras financieras seleccionadas como variables en ambas empresas, comprobamos que se cumplen las hipótesis H.I.a., H.I.b., H.I.c. y H.I.d, pero no la H.I.e., para este estudio de casos. Por otro lado, con el análisis de los ratios de eficiencia seleccionados para ambas compañías, comprobamos que se cumplen las hipótesis H.II.a., H.II.b., H.II.c., H.II.d, H.II.e. y H.II.f., para este estudio de casos.

En consecuencia, afirmamos que en Iberconsa, la inversión de capital procedente del *Private Equity* ha provocado el crecimiento de sus cifras financieras, sin haber incrementado de manera significativa el empleo. Asimismo, esta mejoría en sus cuentas ha permitido que mejoren también sus ratios de eficiencia, siendo este cambio uno de los más importantes a conseguir por la gestora de *Private Equity*. Como se ha resaltado anteriormente, se trata de un caso representativo ya que, además de formar parte de la industria de la alimentación, la cual es la más importante para la economía española, la inversión se enmarca dentro del tipo de operaciones mayoritarias en la industria del *Private Equity* en España. Esto se debe a que Portobello Capital es una gestora española que invierte en una pyme del *middle market* a través de una compra apalancada. Sin embargo, no deja de ser un estudio de casos concreto, que tiene como limitación el hecho de que no se pueda generalizar.

7. ANÁLISIS MACROECONÓMICO

7.1. ALCANCE DE LA INVESTIGACIÓN

A través de dicho análisis se buscará alcanzar los Objetivos IV, V y VI, y verificar las hipótesis III y IV.

7.2. METODOLOGÍA

Para poder estudiar la relación existente entre el *Private Equity* y el crecimiento económico de España, ha sido necesario seleccionar variables que representen a cada uno de estos dos elementos, para posteriormente poder medir la relación entre los mismos. Para ello, se han seleccionado como variables las cifras de inversión en *Private Equity*, el PIB anual y la tasa de desempleo, obteniéndose datos para todos ellos en España desde 2014 hasta 2018. Asimismo, se ha calculado la proporción de inversión en *Private Equity* para cada año con respecto al PIB. Por último, se han obtenido los coeficientes de correlación entre a) la inversión en *Private Equity* y el PIB; b) la inversión en *Private Equity* y la tasa de desempleo; c) la inversión de *Private Equity* con respecto al PIB y el PIB; d) la inversión de *Private Equity* con respecto al PIB y la tasa de desempleo.

Asimismo, se ha realizado un segundo análisis de correlación entre el IBEX 35 y el PIB, para poder compararla con el coeficiente obtenido para el *Private Equity*. Primero se ha elegido esta variable como la más representativa de la Bolsa de España, obteniendo los datos del IBEX 35 al cierre de cada año. Asimismo, para reducir los efectos de la alta volatilidad que sufre el índice, se han recopilado datos para cada trimestre de dichos años, para así obtener también los valores de cotización del IBEX 35 para cada año a partir de la media de cada trimestre. Finalmente, se ha calculado el coeficiente de correlación entre a) el IBEX 35 al cierre del año y el PIB; b) la media anual del IBEX 35 a partir del cierre de sus trimestres y el PIB.

7.3. ANÁLISIS DE CORRELACIÓN I

7.3.1. Variables

7.3.1.a. Cifras de inversión en *Private Equity*

En cuanto a la actividad del *Private Equity*, su desarrollo se puede medir a partir de tres magnitudes principales: los volúmenes de inversión, los niveles de captación de recursos (*fundraising*) y los niveles de desinversión registrados en el periodo. Con respecto a la inversión, esta es la etapa en la cual las gestoras de *Private Equity* entran en los fondos propios de la empresa participada, de modo que pasan a ser socios, normalmente mayoritarios, con carácter temporal. Una vez que se ha producido dicha inversión se procederá a la transformación de la empresa, buscando convertirla en una compañía mas rentable y financiando su crecimiento. Esto tendrá un impacto en la economía del país. Por lo tanto, el análisis de las cifras de inversión en *Private Equity* resultan un buen indicador para observar su relación con respecto al crecimiento económico.

En referencia a la captación de fondos, este es el proceso por el cual un fondo de *Private Equity* busca compromisos financieros de inversores para la constitución de un fondo. A pesar de que el levantamiento de un fondo dará lugar a futuras inversiones por parte del mismo, hasta que estas no se lleven a cabo no se verá materializado el efecto en las empresas y por tanto en la economía. Asimismo, es necesario tener en cuenta que la inversión se podrá producir no solo por fondos españoles, sino también por fondos internacionales, por lo que las futuras inversiones no solo dependerán de los fondos levantados en España sino también de los levantados en el resto del mundo.

Con respecto a la desinversión, tras un periodo de participación que suele abarcar entre los 4 y los 6 años, la gestora del fondo de *Private Equity* procede a la venta de la empresa participada, buscando obtener plusvalías que justifiquen la mejora en la gestión y el riesgo asumido durante el periodo de inversión. Por lo tanto, esto dará lugar a una rentabilidad obtenida por la gestora de *Private Equity*.

Una vez analizadas estas tres magnitudes, observamos que la mejor cifra para indicar el impacto del *Private Equity* en las empresas y por tanto en la economía es la inversión. Esto se debe a que en la captación de fondos todavía no se ha invertido en las empresas. Asimismo, solo se tienen en cuenta los fondos españoles, los cuales podrán

invertir tanto en capital español como en capital extranjero. Igualmente, las empresas españolas y por tanto la economía de España también se verá afectada por las inversiones que realicen los *Private Equity* internacionales, los cuales no se tienen en cuenta en las cifras de captación de fondos en España. En cuanto a la desinversión, si bien es cierto que tendrá un efecto en la participada en la cual el *Private Equity* desinvierte, este no será tan significativo como el que se produce con la inversión. En esta operación destacará más el efecto producido en la gestora.

7.3.1.b. PIB y tasa de desempleo

En cuanto al crecimiento económico de un país, este es entendido como la evolución positiva de los estándares de vida de dicho país, medidos en términos de la capacidad productiva de su economía y de su renta. El indicador más utilizado para medir el crecimiento económico es el PIB o Producto Interior Bruto, el cual es definido por Dornbusch, Fischer y Startz (2004) como el valor monetario del conjunto de bienes y servicios finales producidos dentro de las fronteras de un país durante un periodo de tiempo, que generalmente coincide con el año natural. Asimismo, otro indicador macroeconómico de gran importancia es la tasa de desempleo, la cual es un porcentaje que expresa la proporción de parados que hay respecto al total de población activa, teniendo en cuenta que el desempleado o parado es aquel trabajador que no tiene empleo y lo busca de forma activa.

Por lo tanto, realizaremos dicho análisis a través de los datos de inversión anuales en *Private Equity*, de las cifras de PIB y de la tasa de desempleo.

7.3.2. Datos

Para la obtención de las cifras de inversión en *Private Equity* se han utilizado los informes anuales elaborados por ASCRI, la Asociación Española del Crecimiento y la Inversión. Estos informes anuales se publican desde 1986, año de nacimiento del sector en España y de la propia Asociación. Además, desde 2016 se puso en marcha la Plataforma EDC para la recogida y tratamiento de datos estadísticos del sector a nivel europeo, lo cual garantiza una mayor fiabilidad, homogeneidad y confianza en los datos obtenidos. Las cifras se han obtenido a través de la información proporcionada por más

de 300 entidades de Venture Capital y *Private Equity* con actividad en España. Se han analizado los informes desde 2014 hasta 2018, obteniendo los datos de inversión en *Private Equity*. En cuanto a la obtención de datos del PIB y la tasa de desempleo, se ha acudido a las cifras proporcionadas por el INE, Instituto Nacional de Estadística, para dichos años. Los datos aparecen recogidos en la Tabla I.

Tabla V: Cifras de inversión en *Private Equity* y PIB en España

Año	Inversión PE (Millones)	Variación Inversión PE	Inversión PE/PIB España	PIB anual (Millones)	Variación PIB (%)	Tasa desempleo	Variación tasa de desempleo
2014	3.465,3	45%	0,33%	1.032.158	1,4%	23,6	-7%
2015	2.938,9	-15%	0,27%	1.077.590	3,8%	20,8	-12%
2016	3.619,7	23%	0,33%	1.113.840	3,0%	18,5	-11%
2017	4.957,9	37%	0,43%	1.161.878	2,9%	16,5	-11%
2018	6.013,4	21%	0,50%	1.202.193	2,4%	14,4	-13%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de ASCRI y del INE

A continuación se realizará un análisis de las cifras obtenidas en la Tabla V. En 2014 se va a recuperar la inversión en *Private Equity*, pues esta se incrementó en un 45% respecto a 2013. Destacará la actividad de los fondos internacionales, los cuales aportaron en torno al 78% del total de la inversión. Las entidades nacionales realizaron menos inversiones debido a la escasez de recursos disponibles para invertir, lo que se corregirá en 2015 debido a la intensa captación de fondos llevada a cabo de 2014.

Durante el año 2015 la inversión en *Private Equity* se redujo con respecto al año anterior, debido al menor número de grandes operaciones cerradas por los inversores internacionales. No obstante, el resto de segmentos, y en especial el *middle market* y el *Venture Capital* mostraron un gran dinamismo. Los fondos internacionales aportaron en torno al 60% del total de la inversión, y las entidades nacionales aumentaron su inversión en un 97% con respecto al 2014.

El 2016 fue un año positivo para el sector, obteniendo el mejor registro de inversión tras la crisis y el tercer mejor con carácter histórico por detrás de 2005 y 2007. Los resultados se vieron favorecidos por la recuperación de la economía, la mayor

facilidad para acceder al crédito, el apetito inversor y los abundantes recursos para invertir.

En 2017 se batió record en los niveles de inversión en *Private Equity*, casi alcanzándose los 5.000 millones de euros. Asimismo, el volumen de inversión con respecto al PIB creció y se situó por primera vez en la media europea, alcanzando un porcentaje del 0,43. Entre los factores que impulsaron la inversión, destaca la estabilidad económica, la confianza en el mercado español, los tipos de interés bajos, el incremento del consumo y la abundante liquidez.

En 2018 se volvió a alcanzar el record histórico por segundo año consecutivo en inversión en *Private Equity*, superándose por primera vez los 6.000 millones de euros. El crecimiento de la inversión estuvo apoyado en el dinamismo de los segmentos relativos a las grandes operaciones, donde encontramos como protagonistas a los fondos internacionales, y en el *middle market* en el cual destacan las gestoras locales. Además, la inversión con respecto al PIB creció superando por primera vez la media europea en un 0,03%, situándose en un 0,5%.

Con respecto al PIB, en todos los años observados se ha producido un crecimiento del mismo. No obstante, en la Tabla V se puede observar como dicha variación es muy reducida. Tras la recesión sufrida entre 2008 y 2013, el PIB volvió a crecer de nuevo en 2014, a un 1,4%. Dentro del periodo de análisis, es en 2015 cuando se produce un mayor crecimiento, del 3,8%. A partir del 2016 el crecimiento del PIB comienza a reducirse, siendo este en 2018 de un 2,4%. En cuanto a la tasa de paro, durante todo el periodo observado esta ha ido reduciéndose de manera constante.

7.4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE CORRELACION I

7.4.1. Correlación entre las variables

Los Objetivos IV y V tienen como finalidad determinar la relación de la inversión en *Private Equity* con las cifras del PIB y la tasa de desempleo. Para ello, obtenemos el coeficiente de correlación lineal de Pearson, el cual es una medida de regresión que pretende cuantificar el grado de variación conjunta entre dos variables. Por lo tanto, este coeficiente nos permite medir la dependencia lineal entre dos variables, es decir, el grado de intensidad y el sentido de la relación entre ellas. Este coeficiente nos podrá dar un

valor entre -1 y 1. Si obtenemos un coeficiente entre -1 y 0, hablaríamos de correlación negativa, la cual supone que si un valor sube, el otro baja, mientras que si obtenemos un coeficiente entre 0 y 1, estaríamos ante una correlación positiva en la cual si un valor sube el otro también.

Tabla VI: Coeficientes de correlación

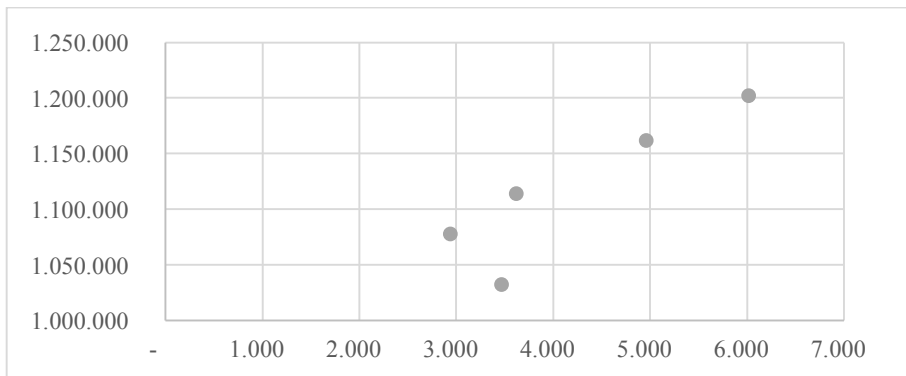
	PIB	Tasa de desempleo
Inversión PE	0,8950	-0,8616
Inversión PE/PIB	0,8612	-0,8252

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla VI podemos observar cuatro coeficientes de correlación. En cuanto al PIB, por un lado está el obtenido entre las inversiones anuales entre el *Private Equity* y el PIB anual con valores absolutos, y por otro el obtenido entre el porcentaje de inversión en *Private Equity* con respecto al PIB, y el PIB anual. Ambos coeficientes muestran una correlación directa y bastante fuerte, pues adoptan valores muy cercanos al 1. Uno de los coeficientes nos indica que al aumentar la inversión en *Private Equity* aumenta también el PIB de España, mientras que el otro nos dice que cuanto mayor sea la proporción de inversión en *Private Equity* con respecto al PIB, mayor será este último. Los gráficos III y IV muestran esta correlación directa y fuerte, debido a que, a excepción de uno de los valores, el resto se agrupan en torno a una línea con pendiente positiva.

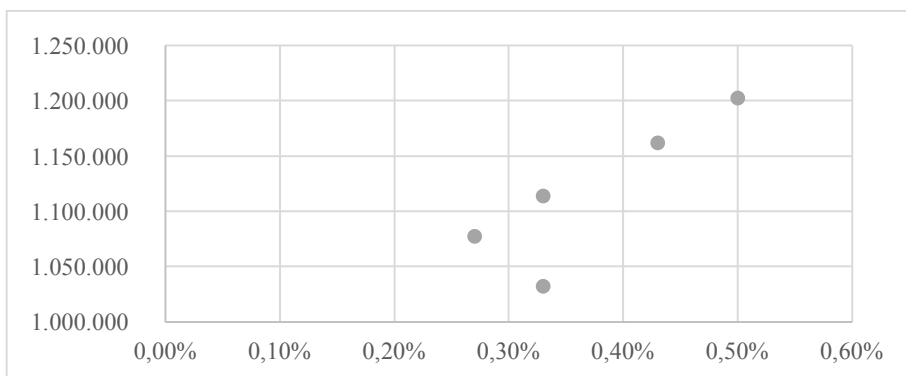
En cuanto a su correlación con la tasa de desempleo, muestra un coeficiente negativo, siendo su correlación inversa. Asimismo, también es bastante fuerte, puesto que ambos valores son muy cercanos al -1. Uno de ellos nos indica que al incrementarse la inversión en *Private Equity* se reduce la tasa de desempleo, mientras que otro muestra que al incrementarse el porcentaje de *Private Equity* con respecto al PIB, se reduce la tasa de desempleo. Los Gráficos V y VI muestran la correlación inversa y fuerte, ya que los valores, a excepción de uno de ellos, se agrupan en torno a una línea con pendiente negativa.

Gráfico III: Dispersión entre Inversión en PE y PIB



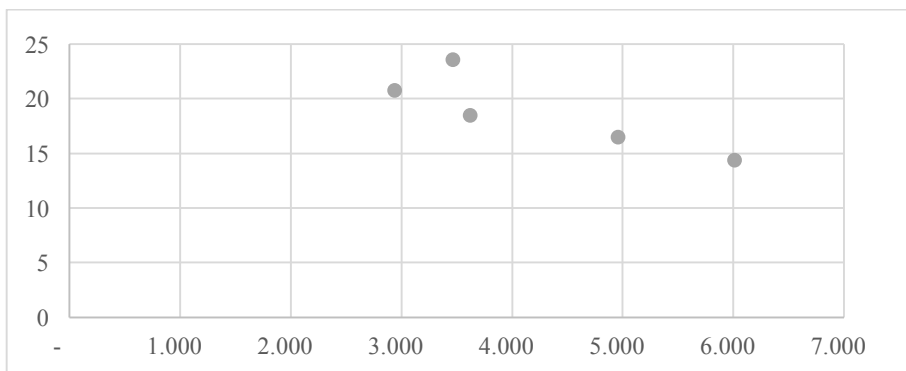
Fuente: Elaboración propia

Gráfico IV: Dispersión entre Inversión PE/PIB y PIB



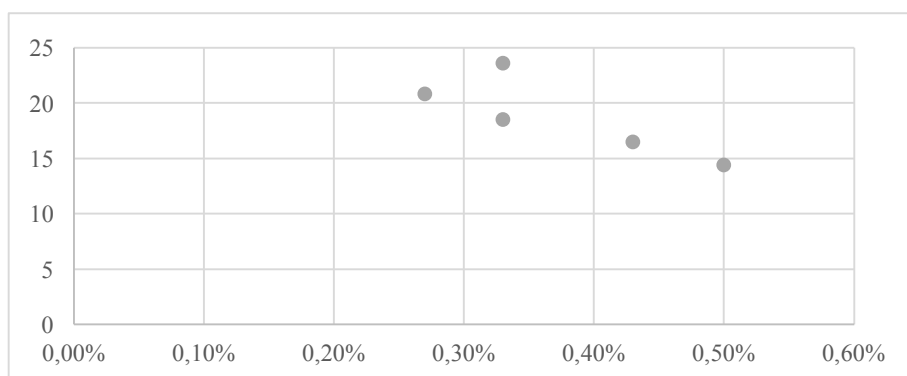
Fuente: Elaboración propia

Gráfico V: Dispersión entre Inversión PE y Tasa de desempleo



Fuente: Elaboración propia

Gráfico VI: Dispersión entre Inversión PE/PIB y Tasa de desempleo



Fuente: Elaboración propia

7.4.2. El problema de la causalidad inversa

Una cuestión que suele ocasionar dudas en los estudios es la relación de causalidad entre la inversión en *Private Equity* y el crecimiento económico. Stromberg (2009) ponía de manifiesto que el reto en dichos estudios consiste en controlar la denominada causalidad inversa, que haría que el crecimiento económico fuese el que provocase el crecimiento del *Private Equity*. Esta causalidad inversa se puede dar tanto en la relación del *Private Equity* con el crecimiento económico de las empresas participadas, como con el crecimiento económico de un país.

En este sentido, por un lado nos preguntamos si la inversión de las gestoras de *Private Equity* provoca el crecimiento de las empresas, o si lo que sucede es que las gestoras invierten en empresas que tienen un alto potencial de crecimiento. Por otro lado, surge la cuestión de si es el crecimiento económico el que impulsa la inversión en *Private Equity*, en vez de ser el crecimiento económico impulsado por esta industria.

Entre los estudios realizados se han producido resultados diversos. Así, destaca el llevado a cabo por Bernstein, Lerner, Sorensen y Stromberg en 2010, en el cual a través del estudio de los efectos que produce el *Private Equity* en los resultados de una industria, se determina que la relación de causalidad no es inversa. No obstante, Armour y Cumming (2006), Gompers y Lerner (1999), Cumming y MacIntosch (2006) respaldan el argumento de que el crecimiento económico genera un incremento de la actividad del

Private Equity, defendiendo que numerosas oportunidades de inversión surgen en economías con perspectivas de crecimiento.

A pesar del debate existente en el mencionado problema de causalidad, lo que sí queda demostrado es que entre el *Private Equity* y el crecimiento económico existe una fuerte correlación.

7.5. ANÁLISIS DE CORRELACIÓN II

7.5.1. Variables

7.5.1.a. PIB

De nuevo, utilizaremos el PIB como indicador del crecimiento económico de España.

7.5.1.b. IBEX 35

Si bien la actividad del *Private Equity* representa la inversión realizada en las empresas no cotizadas, frente a esta nos encontramos el mercado de valores, del cual forma parte la Bolsa, donde se hayan aquellas empresas que cotizan en los mercados. Ambos suponen distintas opciones de financiación para las empresas, puesto que el *Private Equity* hace referencia a la financiación obtenida en mercados privados, y la Bolsa a la obtenida en los mercados públicos (cotizados) de renta variable.

En la bolsa española, el principal índice de referencia es el IBEX 35, elaborado por Bolsas y Mercados Españoles. Puesto que se encuentra constituido por las 35 empresas con más liquidez de aquellas que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), constituye el índice más importante de España. Observar la correlación que el IBEX 35 tiene con el PIB de España nos permitirá sacar conclusiones relativas al impacto que tiene la Bolsa en el PIB en comparación con la inversión privada realizada por las gestoras de *Private Equity*.

7.5.2. Datos

Para la obtención de los datos del IBEX 35 se han utilizado las cifras proporcionadas por Expansión. Por un lado, se han obtenido los niveles de cotización a

los cuales ha cerrado el IBEX 35 durante los años observados. Por otro lado, debido a la alta volatilidad que presenta dicho índice, se ha obtenido una media anual de la cotización del índice, a través de los valores a los que cerró durante los cuatro trimestres de cada año. Dichos datos se pueden apreciar en la Tabla VII.

Tabla VII: Cifras del IBEX 35 y PIB en España

Año	IBEX 35 al cierre de año	IBEX 35 media anual	PIB anual (Millones)
2014	10.279,50	10.592,25	1.032.158
2015	9.544,20	10.348,68	1.077.590
2016	9.352,10	8.754,48	1.113.840
2017	10.043,90	10.333,20	1.161.878
2018	8.539,90	9.288,05	1.202.193

Fuente: Elaboración propia a través de los datos obtenidos de Expansión y del INE

7.6. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE CORRELACION II

7.6.1. Correlación entre las variables

En la Tabla VIII aparecen recogidos los distintos coeficientes de correlación que presenta el IBEX 35 con el PIB. El coeficiente entre ambas variables de cotización del IBEX 35 con el PIB es negativo, lo que implica que la correlación entre ellas es inversa. Esto supone que al producirse un aumento en los niveles de cotización del IBEX 35 no se incrementa el PIB de España. Esta correlación negativa se aprecia en los Gráficos VII y VIII.

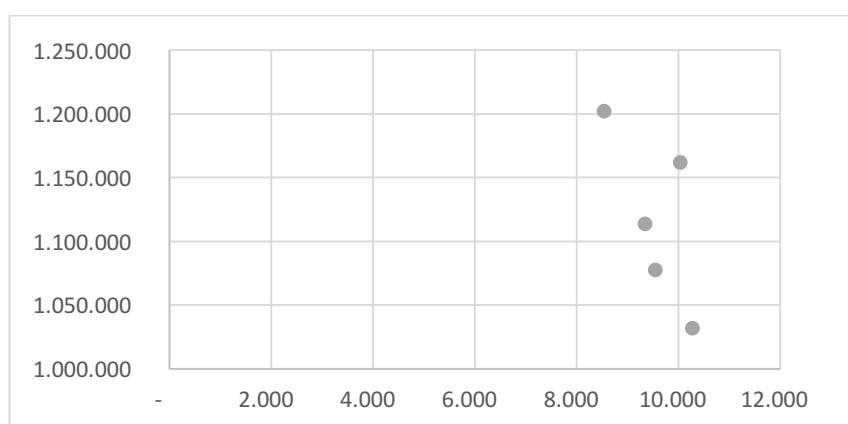
Las causas que pueden provocar este desajuste son las siguientes. Por un lado, las empresas que forman parte del IBEX 35 cuentan con una elevada internacionalización, de modo que gran parte de sus beneficios no proceden del mercado doméstico. Por otro lado, sectores defensivos como las eléctricas, concesionarias y telecomunicaciones presentan un peso muy elevado en este sector, cercano al 40%, y se encuentran menos ligadas al crecimiento del PIB.

Tabla VIII: Coeficientes de correlación

	PIB
IBEX 35 al cierre de año	-0,6867
IBEX 35 media anual	-0,4917

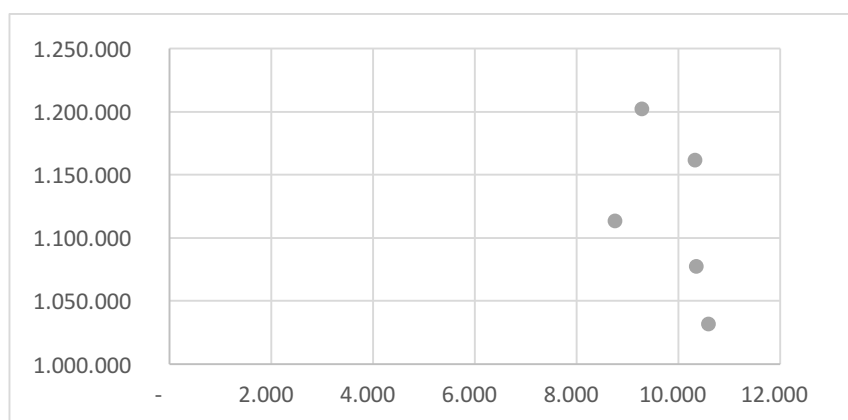
Fuente: Elaboración propia

Gráfico VII: Dispersión entre el IBEX 35 al cierre del año y PIB



Fuente: Elaboración propia

Gráfico VIII: Dispersión: IBEX 35 media anual y PIB



Fuente: Elaboración propia

7.7. COMPROBACIÓN DE LAS HIPÓTESIS

Tras haber obtenido la relación existente entre la inversión de *Private Equity* e indicadores macroeconómicos, como son el PIB y la tasa de desempleo, procedemos a comprobar si se cumplen las hipótesis planteadas para el nivel macroeconómico.

Las hipótesis H.III y H.IV se cumplen. Esto se debe a que la correlación existente entre la inversión en *Private Equity* y el PIB es positiva y bastante fuerte, mientras que la relación que la actividad presenta con la tasa de desempleo es negativa y también fuerte. Asimismo, estas relaciones se mantienen a medida que incrementa la inversión de *Private Equity* con respecto al PIB. Igualmente, cabe decir que el IBEX 35, el principal índice del mercado cotizado de renta variable en España, presenta una correlación negativa con respecto al PIB. A pesar de que dichos resultados no nos permiten hablar de causalidad, sí que podemos afirmar correlación entre la inversión de *Private Equity* y el desarrollo económico de España.

8. CONCLUSIÓN

En el presente trabajo se ha estudiado la industria del *Private Equity* en relación con el crecimiento económico de España durante el periodo 2014 a 2018, analizando en primer lugar el nivel microeconómico, y en segundo lugar el macroeconómico.

En cuanto al nivel microeconómico, para el estudio de casos realizado se ha demostrado que la inversión por parte de un *Private Equity* en una empresa española ha aumentado el crecimiento de sus cifras financieras durante los tres años posteriores a la entrada del inversor, en niveles superiores a los incrementos experimentados en la empresa comparable que no ha recibido este tipo de financiación. Asimismo, dicha inversión ha elevado sus ratios de eficiencia significativamente, en contraposición a lo ocurrido con la compañía comparable.

Tanto la operación de inversión realizada como la empresa participada seleccionada, cuentan con una alta representatividad ya que, debido a sus características, se enmarcan dentro del tipo de operaciones mayoritarias en la industria del *Private Equity* en España. Esto provoca que dicho estudio de casos nos permita ilustrar adecuadamente el impulso que el *Private Equity* genera en el crecimiento de las cifras económicas y financieras de las empresas, así como el efecto que tiene en la mejoría de sus ratios de eficiencia, a través de la profesionalización de la gestión. No obstante, a pesar de la alta representatividad, puesto que la investigación se ha realizado a través de un estudio de casos no podemos generalizar.

Con respecto al nivel macroeconómico, se ha determinado que la relación existente entre la inversión de *Private Equity* y el PIB es positiva para el periodo 2014-2018, pues presenta un coeficiente de correlación fuerte, mientras que la relación existente entre la inversión de dicha industria y la tasa de desempleo es negativa, debido a que este es el signo de su coeficiente de correlación. Igualmente, a medida que aumenta el porcentaje de inversión en *Private Equity* con respecto al PIB, más crece este indicador y más disminuye la tasa de desempleo. Asimismo, se ha observado que el IBEX 35, principal índice español del mercado de renta variable, no presenta un coeficiente de correlación positivo con el PIB.

En consecuencia, dichos resultados nos permiten afirmar que el *Private Equity* ha contribuido al crecimiento de la economía española desde el 2014 y hasta el 2018, a través

del incremento de su PIB y de la reducción de su tasa de desempleo. A pesar de no poder hablar de causalidad, los resultados si demuestran una importante correlación.

En conclusión, los resultados para España muestran que las empresas en las que el *Private Equity* está presente, experimentan crecimientos mayores y mejoran sus niveles de eficiencia. Igualmente, dicha industria, además de generar efectos positivos de carácter microeconómico que afectan a las empresas españolas, presenta una fuerte correlación positiva con indicadores macroeconómicos que muestran el crecimiento económico del país

9. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Este trabajo ha avanzado en el estudio de la industria del *Private Equity* en España y su relación con el desarrollo económico, a través del impacto que tiene tanto en las empresas participadas como en el conjunto de la economía española.

A partir del estudio de casos realizado se podrían llevar a cabo futuras investigaciones relativas al impacto que ha generado dicha inversión de capital en la participada, a través del examen de distintos ratios de rentabilidad económica y financiera no analizados en el presente trabajo. Igualmente, se podrían realizar diversos estudios de casos que investiguen aspectos tales como el impacto que genera la inversión de *Private Equity* en los procesos de internacionalización de las participadas.

Asimismo, una de las principales limitaciones de esta investigación es la imposibilidad de generalizar los efectos microeconómicos, debido a que no existe la opción de poder acceder a una base de datos que contase con información económica y financiera relativa a las empresas españolas participadas por gestoras de *Private Equity*. Para futuras investigaciones, la posibilidad de tener acceso a una base de datos de estas características, permitiría poder obtener resultados para todo el conjunto de participadas, lo cual haría posible poder sacar conclusiones más precisas y generales sobre dicha industria.

Además, en futuros estudios sería interesante poder comparar la rentabilidad que ofrece este tipo de inversión en comparación con otras, tales como la inversión en el IBEX 35, en el MAB² o en el MARF³. En el presente estudio no ha sido posible realizar esta comparativa ya que, de nuevo, los porcentajes de rentabilidad obtenidos por las gestoras de *Private Equity* no se publican.

A pesar de las limitaciones resaltadas, el presente trabajo cuenta, por un lado, con un estudio de casos fiable y representativo y, por otro, con un análisis preciso de correlación de la industria con indicadores macroeconómicos, que pueden servir de utilidad para futuros estudios tanto académicos como empresariales.

² MAB: Mercado Alternativo Bursátil

³ MARF: Mercado Alternativo de Renta Fija

10. BIBLIOGRAFÍA

1. Libros y artículos científicos

Alemany, L. & Martí, J. (2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms.

Balboa, M. & Martí, J. (2003). An integrative approach to the determinants of private equity fundraising.

Bergstrom, C., Grubb, M. & Jonsson, S. (2007). The operating impact of Buyouts in Sweden. *The Journal of Private Equity*, 11 (1), 22-39.

Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M. & Stromberg, P. (2010). Private Equity and Industry Performance. Working paper 15632. *National Bureau of Economic Research*.

Cressy, R., Malipiero, A. & Munari, F. (2007). Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), 647-669.

Davis, S.T., Haltiwanger J., Handley K., Lipsius B., Lerner, J. y Miranda, J. (2019). The Economic Effects of Private Equity Buyouts. *Harvard Business School*.

Fraser-Sampson, G. (2010). *Private Equity as an asset class*. Wiley Finance.

Gompers, P. & Lerner, J. (2002). The Venture Capital cycle. *The MIT Press*.

Hellmann, T. & Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-Up firms: Empirical evidence. *The Journal of Finance*.

Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*. 24 (2), 217-254.

Kaplan, S.T. & Stromberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 121-146.

Kortum, S. & Lerner, J. (2000). Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.

Lerner, J., Sorensen, M. & Stromberg, P. (2008). Private Equity and long-run investment. The case of innovation. Working paper 14623. *National Bureau of Economic Research*.

Mañueco, P. & Peña, I. (2018). Evolución del Capital Riesgo en la economía española. *Cuadernos de información económica*.

Martí Pellón, J. (2007). El efecto del capital riesgo. *Partida Doble*, núm. 192.

Meyer, T. (2006). Private Equity, spice for European economies. *The Capco Institute* (pp. 61-69).

2. Informes y otras publicaciones profesionales

ASCRI. (2015). Informe de actividad Capital Riesgo en España.

ASCRI. (2016). Informe de actividad Capital Privado en España.

ASCRI. (2017). Informe de actividad Venture Capital & Private Equity.

ASCRI. (2018a). Venture Capital & Private Equity activity in Spain.

ASCRI. (2018b). Impacto económico y social del Capital Privado en las operaciones de middle market en España.

ASCRI. (2019). Informe de actividad Venture Capital & Private Equity en España.

Frontier Economics. (2013, mayo). Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe. Report prepared for the EVCA.

3. Páginas web consultadas y recursos de internet

ASCRI. (2019). Venture Capital & Private Equity. Web de ASCRI. Obtenida el 20/11/2019

<https://www.ascr.org>

El Economista. Ranking de empresas. Obtenida el 05/03/2020 de <https://ranking-empresas.eleconomista.es/>

Expansión. (2020). Datosmacro. Obtenida el 21/01/2020 de <https://datosmacro.expansion.com/>

INE. (2020). Obtenida el 21/01/2020 de <https://www.ine.es/>

Infocif. (2020). Obtenida el 05/03/2020 de <http://www.infocif.es>

4. Artículos de prensa

Boiza, G. & Romera, J. (2018, 20 de febrero). La industria alimentaria española bate record de facturación y empleo. *El Economista*. Obtenido el 10/03/2020 de <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8949731/02/18/La-industria-alimentaria-espanola-bate-record-de-facturacion-y-empleo.html>

El Periódico. (2019, 15 de enero). Las ventas de alimentos congelados crecen un 3,5% en España. *El Periódico*. Obtenido el 10/03/2020 de <https://www.elperiodico.com/es/economia/20190115/las-ventas-de-alimentos->

congelados-crecen-un-35-en-espana-7246718

Expansión. (2019, 23 de junio). La inversión en capital riesgo mantendrá el ritmo este trimestre, según Ascri. *Expansión*. Obtenido el 15/01/2020 de <https://www.expansion.com/mercados/2019/06/23/5d0f399de5fdeab84b8b45da.html>

Fernández, D. (2019, 14 de junio). Del dentista a las pizzas, el capital riesgo se instala a lo grande en España. *El País*. Obtenido el 15/01/2020 de https://elpais.com/economia/2019/06/13/actualidad/1560436798_009534.html

Real, L. (2018, 22 de octubre). Los fondos de private equity, en su mejor momento. RankiaPro. Obtenido el 17/01/2020 de <https://www.rankiapro.com/los-fondos-de-private-equity-en-su-mejor-momento/>