

Actitudes de los inversores españoles ante el Capital Privado

**Estudio realizado para el
Global Corporation Center**

por

**Eusebio Martin
Profesor Asociado
IE Business School**

Indice

Resumen y Conclusiones	1
a. Conclusiones.....	1
b. Resumen ejecutivo	3
1 Capital Privado como activo	7
1.1 <i>Atractivo de la inversión en Capital Privado</i>	7
a. Rentabilidad.....	7
b. Creación de valor	8
1.2 <i>Evolución global de la inversión en PE</i>	10
1.3 <i>Impacto de la inversión de Capital privado en la economía</i>	11
2 Lecciones del Capital Privado para el gobierno corporativo	12
2.1 <i>‘Engaged ownership’</i>	12
2.2 <i>‘Governance engineering’</i>	13
2.3 <i>Gobierno Corporativo en inversiones de Venture Capital</i>	14
3 Capital Privado en España	15
3.1 <i>Desarrollo</i>	15
3.2 <i>Origen de los recursos</i>	15
3.3 <i>Rentabilidad</i>	16
4 El inversor español en Capital Privado	18
4.1 <i>Metodología y muestra</i>	18
4.2 <i>Perfil de los inversores españoles en Capital Privado</i>	19
a. Activos bajo gestión.....	19
b. Distribución de sus carteras	20
c. Asignación geográfica	21
d. Atractivo del Capital Privado	22
5 Inversión en Capital Privado: Aspectos Cuantitativos	23
5.1 <i>Experiencia invirtiendo en fondos de Capital Privado</i>	23
5.2 <i>Expectativa de rentabilidad</i>	23
5.3 <i>Evolución pasada y prevista de la inversión en Capital Privado</i>	27
5.4 <i>Crecimiento de la inversión en Capital Privado</i>	29
5.5 <i>Distribución en fondos de Capital Privado</i>	31
a. Grado de diversificación	31
b. Distribución entre tipos de fondos	32
c. Exposición a los diferentes tipos de fondos	34
d. Tipos de fondos y categoría de inversor.....	35
e. Tipos de fondos y tamaño de inversor	35
5.6 <i>Personal dedicado a gestionar las inversiones en Capital Privado</i>	36
5.7 <i>Banca privada y Capital Privado</i>	37
6 Inversión en Capital Privado: Aspectos subjetivos	39
6.1 <i>Ventajas de la Inversión en Capital privado</i>	39
6.2 <i>Criterios de selección de fondos</i>	41
6.3 <i>Creación de valor mediante el Capital Privado</i>	42
6.4 <i>Percepción de los resultados de la inversión en Capital Privado</i>	45
a. Fondos de Private Equity españoles	49
b. Fondos de Fondos.....	50

c. Fondos de Venture Capital	50
d. Fondos de Private Equity extranjeros.....	51
6.5 <i>Percepción de las causas por las que el Capital Privado no cumple expectativas</i>	52
6.6 <i>Factores que limitan la inversión en Capital Privado</i>	55
6.7 <i>Posibles actuaciones de los gestores de fondos de Capital Privado</i>	57
7 No inversores en Capital Privado	60
8 Inversión directa en empresas vs en fondos de Capital privado.....	62
9 Actitudes ante el Capital Privado por tipo de inversor	63
9.1 <i>Family office</i>	63
9.2 <i>EAFI / Multifamily offices</i>	63
9.3 <i>Banca Privada</i>	63
9.4 <i>Compañías de seguros</i>	63
9.5 <i>Fondos de Pensiones</i>	63
Anexo I Estudios sobre la rentabilidad del Capital Privado	64
Anexo II: Estudios sobre fuentes de Creación de Valor por el Capital Privado	69
Apendices	72
<i>Indice de Gráficos</i>	72
<i>Indice de Tablas</i>	74
Fuentes y Bibliografía	75

Resumen y Conclusiones

a. Conclusiones

El Capital Privado es un activo que ha experimentado un crecimiento espectacular. Prácticamente inexistente hace 20 años, hoy gestiona globalmente más de 4 trillones de euros. Su rápido desarrollo se debe a que un gran número de inversores considera que a largo plazo el Capital Privado puede generar una rentabilidad suficientemente elevada para compensar su iliquidez, y en consecuencia, éste ya representa alrededor del 10% de los activos de los grandes inversores institucionales.

La presencia del Capital Privado en España es aún relativamente reducida. Y aunque se sabe que su inversión en empresas españolas es, en porcentaje del PIB, la mitad de la media europea, se desconoce cuanto representa en las carteras de los inversores españoles, cómo éstos la reparten entre los diferentes tipos de fondos, y cual es su tendencia. Este estudio representa la primera aproximación sistemática al tema, con datos de 61 inversores que gestionan más de 300.000 millones de euros, y que tienen más de 800 posiciones en fondos de Capital Privado.

Aunque prácticamente todos los inversores encuestados tienen alguna posición en un fondo de Capital Privado, éste representa tan solo un 5% del conjunto de sus carteras. Pero esto puede cambiar sustancialmente en un futuro próximo: dada su opinión mayoritariamente favorable sobre el activo, la gran mayoría de los inversores desearía aumentar significativamente su exposición al mismo, en promedio un 70% por encima de su nivel actual, con lo que llegaría al 8,5% de sus importes gestionados.

Los tipos de inversores que más desean aumentar su exposición al Capital Privado son bancas privadas y los inversores institucionales, que son quienes menos han participado hasta ahora en él. Las principales razones que les atraen al mismo son, por este orden, su descorrelación con otros activos, su buena relación riesgo-rentabilidad, y que les permite tener contacto con la economía real y con empresas innovadoras.

Este deseo de aumentar de su exposición al Capital Privado se produce incluso en el 25% de los inversores encuestados para los que éste no ha satisfecho sus expectativas. Ello probablemente indique que dichos inversores confían que en ausencia de un ciclo económico adverso, la rentabilidad de sus inversiones en el activo, tal vez confiadas a otros gestores, mejore significativamente.

Cabe destacar que una mayoría de los inversores encuestados tiene unas expectativas de rentabilidad sobre el activo superiores a las que, en promedio, éste ha proporcionado históricamente, y que son mayores que las esperan obtener inversores internacionales con más experiencia. Sería conveniente que los inversores españoles

tuvieran un mayor realismo al respecto, para evitar expectativas no cumplidas que puedan llevar a asumir demasiados riesgos.

Los recursos asignados al Capital Privado por los inversores encuestados se destinan en un 90% a inversiones fuera de España, a las que acceden vía fondos de Private Equity extranjeros, fondos de fondos, fondos de secundarios, hedge funds y otros. Los fondos de Private Equity españoles han recibido el 5% de los recursos destinados al activo por los inversores encuestados, mientras que los fondos de Venture Capital, y los fondos de deuda, que invierten fundamentalmente en España, un 3% y un 2% respectivamente.

Los tipos de fondos cuya evolución más ha satisfecho las expectativas de los inversores encuestados son, por este orden, los fondos de secundarios, los fondos de deuda, y los fondos de fondos. Estos fondos son, por lo tanto, los más propensos a beneficiarse del fuerte crecimiento de la inversión en Capital Privado previsto por los inversores encuestados. Los fondos de fondos previsiblemente se llevarán la mayor parte del mismo, dado su mayor tamaño, y a que es un producto especialmente apto para las bancas privadas, que es el tipo de inversor que más prevé incrementar su asignación al Capital Privado.

Para las gestoras de fondos de Private Equity españoles será un reto capturar una parte significativa de los nuevos recursos que los inversores de su país prevén asignar al Capital Privado. Ello es así porque los fondos de Private Equity españoles es la categoría de fondos que menos ha satisfecho las expectativas de los inversores encuestados, habiéndolas incumplido para la mitad de todos ellos, y para tres de cada cuatro family offices, que son el grupo de inversores que más ha invertido en fondos españoles.

Estas gestoras podrían cambiar esa predisposición negativa realizando acciones al efecto. Para diseñar éstas, las respuestas a la encuesta pueden ayudar a las gestoras a entender mejor las motivaciones y expectativas de los diferentes tipos de inversores. Así, por ejemplo, los inversores expresan claramente que además de tener buena rentabilidad, querrían alinear más sus intereses con los gestores de los fondos, y tener una comunicación fluida con éstos, que les permitiera entender bien lo que sucede en las participadas, ya que ese contacto con la economía real es una de sus motivaciones para invertir en un fondo que invierte en empresas de su país.

Así, una de las principales contribuciones de este estudio puede ser aportar elementos objetivos que ayuden a los gestores de fondos de Capital Privado a conocer mejor lo que piensan sus inversores actuales y potenciales. Este mejor conocimiento puede facilitar la comunicación entre inversores y gestores de fondos de Capital Privado, lo que, sin duda, será beneficioso para ambos.

b. Resumen ejecutivo

El Capital Privado como activo

El Capital Privado es un activo crecientemente relevante en las carteras de los inversores de todo el mundo. A pesar de su iliquidez y su relativa opacidad, éstos se muestran mayoritariamente satisfechos con él, por lo que los importes bajo gestión en fondos de Capital Privado no han dejado de aumentar desde los años 90, y hoy superan los 4 trillones de euros, unas cuatro veces el PIB de España.

Este aumento de los recursos a largo plazo canalizados por los fondos de Capital Privado hacia las empresas tiene un impacto favorable en la economía. Hay amplia evidencia de que las empresas participadas por Fondos de Capital Privado crean más puestos de trabajo, invierten más y de manera más efectiva en I+D, y se expanden más internacionalmente. En particular, los fondos de Venture Capital facilitan la aparición de innovaciones que aumentan la productividad al apoyar en sus etapas iniciales a empresas intensivas en conocimiento o con tecnologías disruptivas.

Por otro lado, muchos inversores consideran que los fondos de Capital Privado pueden tener un efecto positivo en sus carteras. Es un activo que puede tener una relación favorable riesgo-rentabilidad, es de menor volatilidad, y suele estar descorrelacionado con otros. Ello es especialmente importante en un contexto de bajos tipos de interés que incentiva la búsqueda de activos alternativos a los tradicionales.

Una buena parte de los buenos resultados del Capital Privado se atribuye a sus actuaciones como ‘propietarios involucrados’ (*‘engaged owners’*) de sus participadas, lo que tiene lecciones interesantes para el gobierno corporativo. Algunas de estas actuaciones serían aplicables a otras empresas, como fijar objetivos concretos y de horizonte definido para la creación de valor a largo plazo, alinear intereses de la propiedad y los gestores mediante la inversión en su capital de éstos, y dar más peso a consejos de administración independientes, que incluyan expertos de la industria.

El Capital Privado en España

El peso del Capital Privado en España es inferior al de otros países. Según Invest Europe, la patronal europea del sector, la cantidad invertida en España anualmente por fondos de Capital Privado es un 0,14% del PIB, menos de la mitad de la cifra equivalente de Europa, que es un 0,30% del PIB.

Sin embargo, apenas se conoce el peso del Capital Privado en las carteras de los inversores españoles. Si bien sabemos que en el resto de Europa y en EEUU está en torno al 10% de los activos bajo gestión, no hay ningún estudio que nos permita conocer cuanto representa para los inversores españoles.

Objetivos y metodología del estudio

Este estudio aspira a cubrir esa carencia de información, y a conocer las actitudes de los inversores españoles ante un activo que ocupa un lugar crecientemente importante en sus carteras. A los inversores el estudio les permitirá comparar su experiencia

invirtiendo en Capital Privado con la de inversores similares, lo que les puede ayudar a definir mejor su estrategia sobre el activo y a tomar mejores decisiones de inversión.

A las gestoras españolas de fondos de Capital Privado les puede resultar útil conocer las expectativas y opiniones de sus inversores más próximos. El estudio podría aportar elementos que favorezcan un mejor diálogo y comunicación entre inversores y gestores de fondos de Capital Privado españoles, lo que puede ser beneficioso para ambos, y ayudar a canalizar una parte del ahorro interno a la inversión a largo plazo en empresas de nuestro país

Este estudio recoge el resultado de una encuesta online cumplimentada por 61 inversores, divididos casi a partes iguales entre inversores privados o family offices, gestores de activos (EAFIs y bancas privadas) e inversores institucionales (entidades de seguros y fondos de pensiones), que acumulan un total de 804 posiciones en fondos de Capital privado, y que gestionan unos 300.000 millones de euros.

Perfil de los inversores

Las principales características de los inversores encuestados son:

- Sus carteras, que han aumentado recientemente en un 74% de los casos, tienen un notable sesgo hacia activos sin riesgo: la suma de liquidez y deuda pública o privada representa el 57% de sus inversiones.
- La inversión en fondos de Capital Privado es tan sólo el 5% del total de sus activos, porcentaje que es la mitad que en el resto de Europa y EEUU.
- Este porcentaje varía sensiblemente por tipo de inversores: los family offices destinan, en promedio, un 17% al Capital Privado, mientras que éste representa sólo un 3% de los patrimonios asesorados por las bancas privadas y menos del 2% de los activos de los inversores institucionales.
- Los inversores encuestados tienen una inversión en Capital Privado muy diversificada: más del 70% han invertido en al menos 5 fondos, y mas de la mitad en 8 o mas. La inversión por fondo varía con el tamaño de los inversores, teniendo como mediana 4,6 millones de Euros.
- Apenas el 10% de su inversión en Capital Privado se dirige a fondos que invierten en España, ya que los fondos de Private Equity españoles representan el 5% del total, y los fondos de deuda y de Venture Capital, un 2% y un 3% respectivamente.
- La mayor parte de esta inversión se destina a fondos de Private Equity extranjeros (un 51% del total) y a fondos de fondos (un 26%). Estos porcentajes varían significativamente por tipos de inversores: por ejemplo, la inversión de los family offices se centra en los fondos de Private Equity extranjeros, con un 81% del total, de manera que los fondos de fondos representan menos del 10% de su cartera agregada.
- Los fondos de Private Equity españoles representan solo el 5% de la cartera agregada de los inversores encuestados, pese a que un 71% de ellos tiene al menos

una inversión en un fondo de este tipo. Esto varía por tipo de inversores: las bancas privadas son los que han invertido proporcionalmente menos en fondos de Private Equity españoles, y los inversores institucionales, los que más.

- Los fondos de fondos es el producto más generalizado: está presente en un 73% de las carteras de los inversores encuestados. Quienes tienen mayor exposición al mismo son las bancas privadas, que probablemente están construyendo una cartera de Capital Privado a partir de la subclase más diversificada del activo.
- Los inversores encuestados exigen una rentabilidad alta a sus inversiones en Capital Privado: el 69% espera un retorno por encima del 10% anual, o que supere al de la Bolsa en más un 4% anual. Los family offices son los más exigentes, pues el 89% demanda una rentabilidad alta, así medida, a sus inversiones de Capital Privado, porcentaje que desciende al 56% en las bancas privadas.

Opinión sobre el Capital Privado

- El 87% de los inversores encuestados considera atractiva la inversión en Capital privado, activo que conocen de primera mano, pues el 95% de ellos ha invertido al menos una vez en él.
- El 62% cree que su inversión en Capital privado aumentará en el futuro, y sólo un 8% cree que disminuirá. Los inversores de más tamaño, y con menor exposición al activo, son los que más planean aumentar su inversión en el mismo.
- Nuestra estimación es que el peso del Capital Privado en las carteras de los inversores encuestados pasará en los próximos años de un 5,1% a un 8,5% del total, es decir que aumentará al menos en un 66% respecto a su nivel actual.
- La mayor parte de este crecimiento provendrá de las bancas privadas, a las que les gustaría triplicar su exposición al activo, y de inversores institucionales, que prevén doblarla. Pese a ello, el peso del Capital Privado en las carteras de estos últimos seguiría siendo muy inferior al que tiene en inversores internacionales similares.
- El principal atractivo del Capital Privado para los inversores encuestados es su descorrelación con otros activos, ventaja que es citada por un 88% de los inversores, seguida por su buena relación riesgo-rentabilidad, mencionada por un 65%.
- La tercera razón, mencionada por el 39% de los inversores, es no financiera: participar en un fondo de Capital Privado les permite tener un contacto directo con la economía real y con empresas innovadoras.
- Para decidir o no invertir en un fondo de Capital Privado dos tercios de los inversores se centran en evaluar cuidadosamente el 'track record' de la gestora y la calidad de su equipo.
- Sin embargo, los dos factores que más inversores mencionan como decisivos para el éxito de sus inversiones en Capital Privado son relativamente independientes de las capacidades de los gestores: el momento de invertir (decisivo para el 85%) y el comprar a bajo precio (para un 60%).

- En paralelo, un 76% cita al menos alguna actuación de los gestores de los fondos sobre sus participadas (aportar visión estratégica, internacionalización, reducción de costes..) como palancas de creación de valor por los gestores de los fondos en sus inversiones.
- La confianza que los inversores tienen en el Capital Privado es relativamente independiente de su experiencia reciente con el mismo: aunque el activo, considerado en su conjunto, ha defraudado las expectativas del 25% de los inversores, ninguno de éstos planea reducir su exposición al activo, aunque es probable que reemplace al menos a algunos gestores.
- Los inversores ‘descontentos’ con el conjunto de sus inversiones en Capital Privado tenían carteras muy poco diversificadas (han invertido en 4,4 fondos en promedio), con mayor peso de fondos de Private Equity españoles y menor de fondos de fondos que el resto de inversores, factores que pueden haber contribuido a que sus resultados estuvieran por debajo de expectativas.
- Los fondos de Private Equity españoles son los que parecen tener más ‘inversores descontentos’: han estado por debajo de las expectativas de la mitad de los encuestados, superándolas solo para un 5%. Los family offices son los inversores mas insatisfechos: los fondos de Private Equity españoles no cumplieron las expectativas de un 73% de ellos, y no superaron las de ninguno.
- Los fondos de fondos es el activo que mas se ha ajustado a lo que los inversores esperaban de él, pues han cumplido las expectativas de un 73% de los encuestados, y, en particular, de un 100% de las bancas privadas. Ello les puede convertir en los grandes beneficiarios del crecimiento de la inversión en Capital Privado por los inversores españoles.
- La causa que más inversores encuestados consideran decisiva para que sus inversiones hayan estado por debajo de sus expectativas es la crisis económica (mencionada por un 82%), muy por encima de los errores de los gestores en la selección de inversiones (42%), o gastos excesivo cargados al fondo (35%).
- La iliquidez, es, con mucho, el principal factor limitador de las inversiones en Capital Privado, ya que es mencionado por un 77% de los inversores encuestados. Le siguen las altas comisiones de gestión (mencionado por un 35%), y el elevado tamaño mínimo para acceder a fondos atractivos (por un 33%). Esta es la segunda causa más mencionada por bancas privadas y EAFIs (lo hacen un 58% y 67%, respectivamente).
- Aunque solo un 35% de los inversores encuestados considera los elevados fees de gestión como un factor limitador a su inversión en Capital Privado, un 77% cree que con menores fees, o más dependientes de éxito del fondo podría invertir más en el activo. En la misma línea de perseguir una mayor alineación de intereses con los gestores a un 57% de los inversores les gustaría mayor transparencia y control en los gastos cargados a los fondos.

1 Capital Privado como activo

1.1 Atractivo de la inversión en Capital Privado

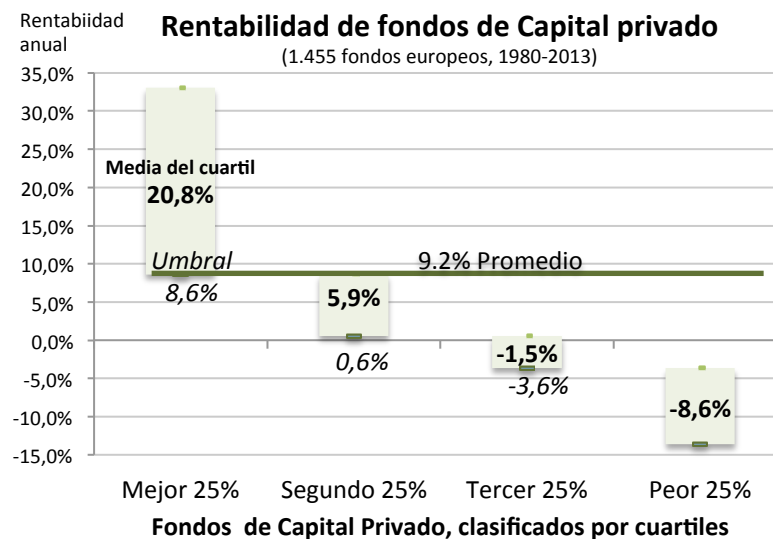
a. Rentabilidad

La principal medida del atractivo de un activo como inversión es su rentabilidad y la comparación de ésta con sus otros atributos, como volatilidad, liquidez, o descorrelación con otros activos. Sin embargo, la rentabilidad del Capital Privado como activo en su conjunto no es fácil de establecer, por varios motivos:

- Por definición, su datos de rentabilidad no son públicos. Los únicos conocidos son los facilitados voluntariamente por inversores y gestores, información que raramente es comprobada por terceras partes y que probablemente está sesgada, pues los fondos de peores resultados son normalmente más reacios a publicarlos¹.
- Sus periodos de maduración son muy largos (de tres a cinco años para las inversiones en participadas, y hasta diez años para las inversiones en fondos), y, hasta que todas las desinversiones se realizan, la rentabilidad de un fondo se basa en valoraciones realizadas por sus gestores.
- Es un activo relativamente nuevo, que captó la mayor parte de sus recursos inmediatamente antes de la crisis de 2007-8, un periodo ciertamente inusual y poco representativo, que ha lastrado sus resultados agregados.

Por ello, numerosos estudios han intentado estimar la rentabilidad del activo, partiendo de diferentes fuentes, y con diferentes metodologías (ver Anexo 1). El siguiente gráfico resume las conclusiones de uno de los estudios más completos, encargado por la EVCA:

Gráfico 1. Rentabilidad por cuartiles de 1.455 fondos estudiados por Thomson Reuters



¹ Por ejemplo, los datos de rentabilidad de Preqin se basan en el 20% de los fondos de cada añada.

El gráfico muestra que, aunque la media de rentabilidad de los 1.455 fondos analizados por Thomson-Reuters fue del 9,2% anual, la rentabilidad del 75% de dichos fondos estuvo por debajo de esa cifra, y fue negativa para casi la mitad de ellos.

Este estudio ilustra bien el consenso existente entre inversores y académicos respecto a la rentabilidad del Capital Privado. Por un lado, es generalmente aceptado que es un activo que puede dar rentabilidades atractivas, y superiores a la de activos cotizados equivalentes. Sin embargo, la dispersión de retornos de los fondos de Capital Privado hace que solo tendrán certeza de capturar ese diferencial aquellos inversores que inviertan en fondos que acaben estando en el cuartil superior².

Es por ello que la inversión en fondos de Capital Privado requiere, para tener éxito, saber elegir bien los fondos en los que invertir, que es el reto al que se enfrentan los inversores en este activo.

b. Creación de valor

Para seleccionar fondos los inversores **analizan el track record** de sus gestores de los fondos, y, dentro de él, cuales han sido las **‘fuentes de creación de valor’** en sus inversiones exitosas. Ello les permite estimar su capacidad de reproducir en el futuro los buenos resultados del pasado, pues la mayoría de inversores considera que la fuente verdaderamente sostenible de creación de valor es la mejora de la eficiencia operativa de las participadas, por encima de la expansión de múltiplo y el apalancamiento.

El Anexo 2 contiene una descripción detallada de cómo el sector define las fuentes de creación de valor, y un resumen de varios estudios que usan diferentes metodologías para medirlas.

Uno de los estudios más completos sobre las fuentes de creación de valor por parte del Private Equity es el realizado por EY en 2013, que analizaba la evolución de 604 empresas europeas desde la entrada de un fondo de Private Equity en ellas hasta la desinversión³, y las comparaba con 6.000 empresas cotizadas similares.

Sus principales conclusiones confirman las intuiciones de los inversores más experimentados:

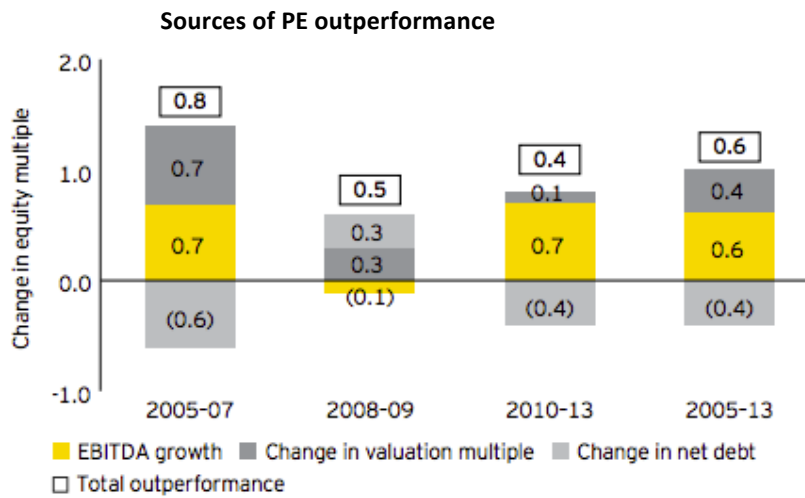
1. Los resultados de las inversiones de Private Equity estudiadas son **consistentemente mejores** que los de las empresas cotizadas, **independientemente del ciclo**.
2. La causa más **recurrente** de dicha diferencia es el aumento de rentabilidad de las participadas, que es más sostenible que la mejora de múltiplo o el apalancamiento.

² Por lo que, según un inversor, *‘mas de la mitad de los fondos dice estar en el cuartil superior’*

³ Aunque esta muestra no pretende ser representativa del conjunto de las inversiones de Private Equity, nos permite profundizar en las causas de los buenos resultados de aquellas que tuvieron éxito (el retorno medio de la muestra es de 2,5x coste)

Ello se resume en el siguiente gráfico:

Gráfico 2. Fuentes del diferencial de rentabilidad de las inversiones de Private Equity



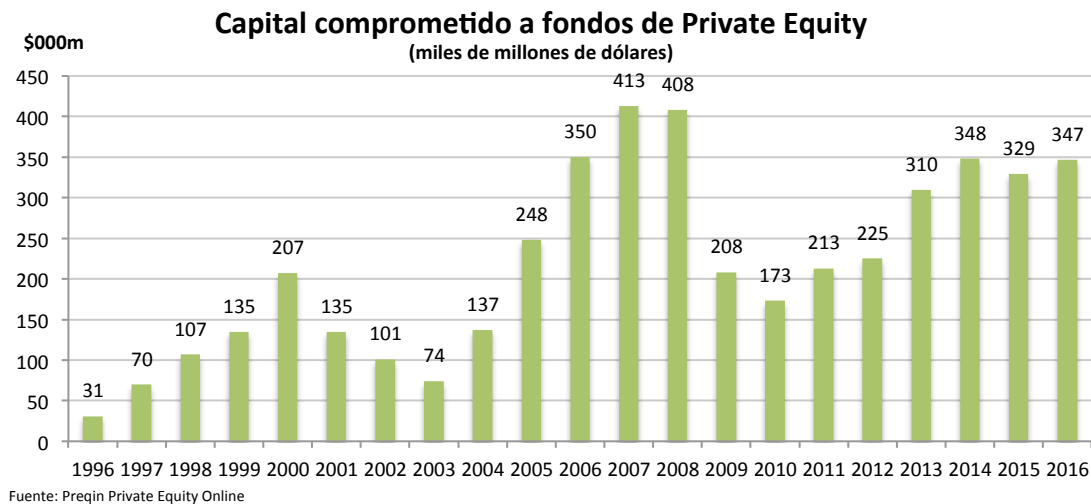
Fuente: EY, How do Private Equity investors create value? (2013)

En definitiva, el reto de los gestores de fondos de Private Equity es convencer a los inversores de que son capaces de conseguir que las empresas en las que inviertan van a mejorar su rentabilidad más que otras empresas del mismo sector o geografía. Es ésta, mucho más que su capacidad de 'comprar barato y vender caro' o de 'apalancar bien', la medida que los inversores usan para juzgar la capacidad de los gestores de conseguir que la rentabilidad de su fondo le coloque en el 'cuartil superior', al que todos aspiran pero que, por definición, solo el 25% alcanza.

1.2 Evolución global de la inversión en PE

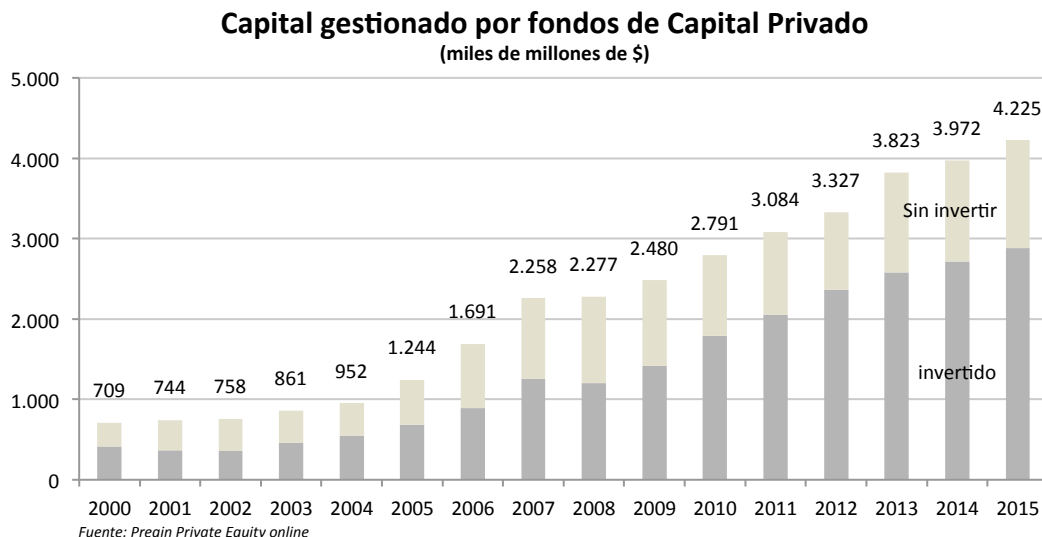
En los últimos 20 años el Capital Privado ha pasado de ser un activo marginal a formar parte de las carteras de la mayoría de los inversores institucionales y privados con un cierto nivel de patrimonio. Contrariamente a lo que algunos pensaban, sus carteras sobrellevaron bien las crisis de 2000 y 2008, tras las cuales la mayoría de los inversores renovaron su confianza en el activo y mantuvieron o aumentaron sus asignaciones al mismo. Hoy hay más de 7.000 gestoras de fondos de Private Equity en el mundo, que 'levantan' anualmente más de 800 fondos por valor de unos 350.000 millones de dólares, cifra que ya está próxima a los niveles previos a la crisis de 2008.

Gráfico 3. Recursos captados anualmente por los fondos de Private Equity: 1996-2016



El resultado es que los recursos gestionados por los fondos de Capital Privado no han parado de crecer, y hoy representan más de 4 billones de dólares, o unas cuatro veces el PIB español. De ellos, aproximadamente el 20% está pendiente de invertir:

Gráfico 4. Recursos gestionados por las gestoras de Capital Privado

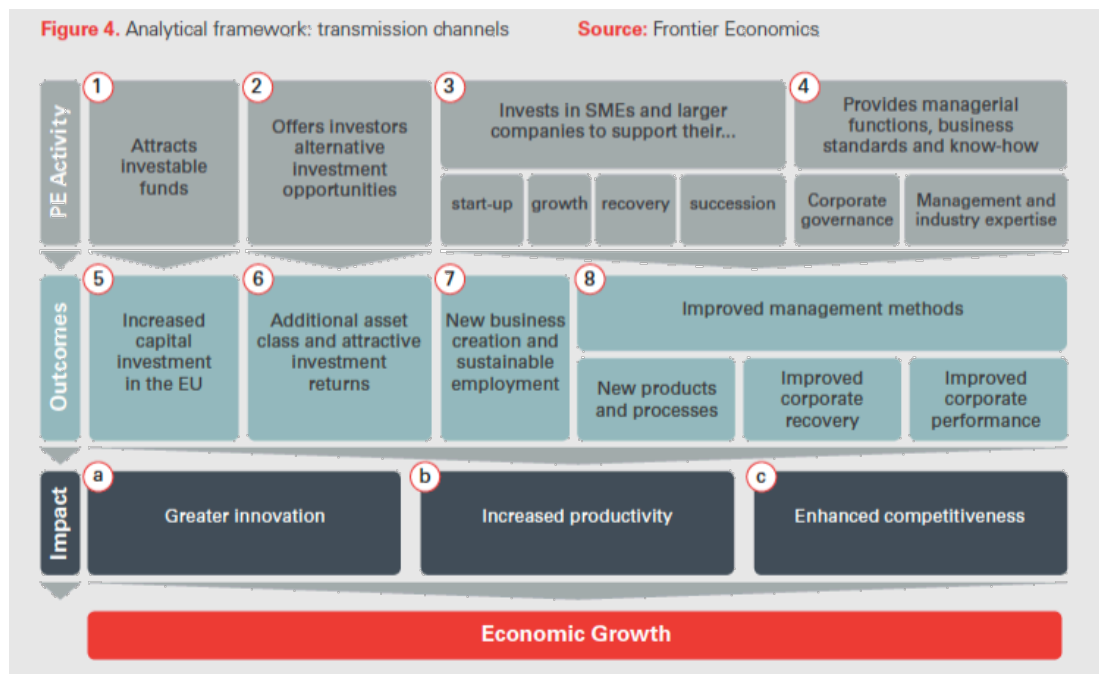


1.3 Impacto de la inversión de Capital privado en la economía

La mejor evaluación de las implicaciones globales de este fuerte aumento de los recursos captados por el Capital Privado se haya en el estudio que Frontier Economics realizó en 2013, que además contiene un resumen exhaustivo de la literatura existente sobre el tema. Su principal conclusión es que el Capital Privado ayuda al crecimiento económico, pues tiene un impacto favorable sobre:

- La **innovación**, ya que sus empresas participadas invierten más en I+D⁴ y de manera más efectiva que otras empresas similares, pues producen más patentes⁵ y de mayor valor de mercado⁶.
- La **productividad**, al proveer a las empresas de recursos para hacer inversiones a largo plazo⁷, financiación en momentos de escasez de capital, y ayudar a mejorar su eficiencia operativa⁸.
- La **competitividad**, pues ayuda a crear nuevas empresas⁹ en negocios de alto riesgo pero potencialmente muy rentables, y sus participadas están mas focalizadas en estrategias de internacionalización

Las conclusiones de Frontier Economics se resumen en el cuadro siguiente:



⁴ Las empresas participadas por el Capital privado representan el 6% del empleo, pero el 12% de la innovación industrial y el 8% de la inversión en I+D

⁵ La inversión en I+D de empresas de biotecnología con participación de capital privado produce nueve veces más patentes que la inversión en i+D de empresas similares

⁶ La patentes generadas por sus participadas tienen en promedio un 25% más de citas

⁷ El Capital Privado atrajo €50.000m de fondos a Europa en 2007-12

⁸ El EBITDA por empleado de sus compañías participadas aumenta un 6.9% en promedio

⁹ El Capital Privado ayuda a crear unas 5.600 empresas en Europa cada año

2 Lecciones del Capital Privado para el gobierno corporativo

2.1 'Engaged ownership'

Uno de los argumentos a favor del Capital Privado es que sus prácticas de gobierno corporativo consiguen mejorar los resultados de sus empresas participadas. Así, las empresas participadas por el Capital Privado no sufrirían '*la debilidad central de las empresas cotizadas: el conflicto entre la propiedad y la gestión por el control y uso de los recursos corporativos*'¹⁰, una de cuyas consecuencias sería que, en ocasiones, sus ejecutivos pueden tender a acomodarse y a evitar asumir riesgos que pudieran ser beneficiosos para sus accionistas.

De acuerdo con Meerkat y Liechtenstein (2010), el modelo de negocio del Capital Privado, basado en el principio de 'propiedad involucrada', (*'engaged ownership'*) implica un gobierno corporativo de sus participadas que puede ofrecer lecciones interesantes para el resto de empresas, tales como:

- **Focalizar** la gestión y la estrategia de la empresa a la creación de valor a largo plazo, medible, y con un **horizonte definido**, mediante cambios profundos implementados con decisión
- **Alinear los intereses e incentivos** entre la propiedad y los gestores, asegurándose que éstos tienen una inversión significativa en la empresa, permitiéndoles capturar una parte del valor creado, y evaluándoles regularmente de manera sofisticada y completa
- Tener un **consejo de administración potente e independiente** de la gestión, con recursos suficientes para fijar su propia agenda y que incluya expertos externos que conozcan bien la industria y el ámbito geográfico de actuación de la empresa, y pongan al servicio de ésta su red de contactos

La conclusión del estudio es que los mejores resultados obtenidos por las inversiones en Capital Privado respecto a las de los mercados cotizados son la prueba de que el mejor gobierno corporativo de las empresas con propietarios involucrados da a éstas una ventaja estructural que les permite alcanzar mayor rentabilidad a largo plazo.

En línea con lo anterior, Gompers et al (2015), encuestaron a 79 fondos de Capital privado, confirmando que el gobierno corporativo es uno de los aspectos a los que dan más importancia. Así, la inmensa mayoría constituyen consejos de administración relativamente pequeños, de 5 a 7 miembros, formado por una combinación de ejecutivos de la empresa, de la firma de Capital Privado, y expertos externos. También dedican buena parte de sus esfuerzos y recursos a conseguir una alineación de intereses con el equipo directivo, que en promedio adquiere entre el 10 y el 15% del capital, y a

¹⁰ Eclipse of the Public Corporation Michael c. Jensen, 1989. Citado por Meerkat and Liechtenstein. Traducción propia.

seguir de cerca su rendimiento, reemplazando a los directivos si es necesario, lo que hacen en un 58% de los casos, antes o después de la inversión.

2.2 'Governance engineering'

Para Kaplan and Stromberg (2009) el '*Governance Engineering*' es una de las claves de los mejores resultados de las empresas participadas por fondos de Private Equity. Este factor se compone de tres tipos de actuaciones:

- Una **participación significativa en el capital de los ejecutivos** que es, por ejemplo, significativamente mayor que en las compañías cotizadas. Esta participación incluye no solo opciones o incentivos, sino que, en la mayoría de los casos, también requiere una inversión por parte de los ejecutivos, que así tienen también 'algo que perder', evitando la tendencia a asumir demasiados riesgos cuando el incentivo a los gestores solo funciona en una dirección. Como dicha participación es ilíquida, el valor solo se materializa cuando se realiza una transacción, lo que reduce el interés de los gestores en perseguir resultados a corto plazo.
- El **apalancamiento**, que crea presión a los gestores para que optimicen la generación de tesorería, y evita que el riesgo de que, por ejemplo, los directivos de empresas en industrias maduras con mal gobierno corporativo despilfarren recursos, en lugar de, por ejemplo, devolver capital a los accionistas. Dado que un exceso de deuda puede hacer la empresa más vulnerable ante cambios del entorno, una de las principales cualidades de los gestores de los fondos de Private Equity es saber encontrar el nivel adecuado de apalancamiento.
- **Consejos de administración muy activos**, que, en promedio, son más pequeños que los de empresas cotizadas, se reúnen más frecuentemente, e incluyen expertos sectoriales, independientes de los gestores. En consecuencia, los consejos de las participadas por fondos de Private Equity son más decididos a la hora de reemplazar a primeros ejecutivos cuyos resultados no son considerados suficientemente buenos.

Acharya y Kehoe (2009) también concluyen que la mayor creación de valor por parte de las empresas de Private Equity se debe en buena medida a su '*active ownership*' y a su **mejor gobierno corporativo**. En una muestra de 66 inversiones hechas por fondos de Private Equity en UK entre 1996 y 2004 el primer ejecutivo de dichas compañías había sido reemplazado antes de 100 días en un 39% de los casos (y en otro 30% antes de cuatro años), y estas empresas eran las que más 'alfa' habían tenido respecto a las cotizadas comparables. La interpretación de esta coincidencia es que la entrada del Private Equity en las compañías a menudo resuelve **problemas de agencia latentes** entre la propiedad y equipos directivos 'acomodados' (*entrenched*) en compañías cotizadas o en filiales de grandes grupos, ayuda a **profesionalizar** la gestión de empresas familiares, y a mejorar la eficiencia de los procesos lanzando iniciativas que **aumenten la productividad** (renegociación de contratos con proveedores, reducción de gastos generales, mejor gestión de circulante y de inversiones...).

Las diferencias en el gobierno corporativo de las participadas por Private Equity estudiadas y compañías cotizadas similares se resume en el siguiente cuadro:

Gráfico 5. Gobierno Corporativo de Private Equity frente al de compañías cotizadas

	PE Model	PLC Model
1. Change in senior management	<ul style="list-style-type: none"> • CEO changed in 69% of deals (and within 1st 100 days in 39% deals) 	<ul style="list-style-type: none"> • Average CEO service = 4.7 years
2. Cost focus	<ul style="list-style-type: none"> • Successful deals grow margins as well as sales by cutting costs and increasing efficiency 	<ul style="list-style-type: none"> • Only 36% of boards rates themselves as good at cost reduction
3. Frequency of board meetings	<ul style="list-style-type: none"> • Formal – 9/year on average • Informal – c. 90% of deals involve contact between GP and CEO at least once/week throughout deal life (with many deals involving frequent contact every day) 	<ul style="list-style-type: none"> • Formal – 9/year
4. Time commitment to firm	<ul style="list-style-type: none"> • PE partners – 0.4 Partner FTEs in 1st 100 days 	<ul style="list-style-type: none"> • 20 hours a month equating to 0.1 FTE (based on 240 working days/year and 10 hours/working day)
5. Ownership of firm	<ul style="list-style-type: none"> • PE owns 75% of total deal equity (inc. equity owned by other club members) and ‘votes 100% of shares’ 	<ul style="list-style-type: none"> • NXD have little equity and own less than 2 of voting rights • Salary £40-60k
6. Management investment in deal	<ul style="list-style-type: none"> • Managements co-invests and owns ~15% of ordinary equity • CEO co-invests and owns ~6% 	<ul style="list-style-type: none"> • CEO does not co-invest; works on salary and stock options
7. Average board size	<ul style="list-style-type: none"> • 8 members 	<ul style="list-style-type: none"> • 10 members
8. Board composition	<ul style="list-style-type: none"> • NXD = 24% • PE = 23% • Mgt.= 43% 	<ul style="list-style-type: none"> • NXD = 50% • PE = 0% (n/a) • Mgt.= 50%

Source of PLC data: Spencer Stuart 2005 board Index for top 150 firms in the UK (matched to average size of sample deals); Korn Ferry 33rd Annual Board of Directors Study.

Fuente: Viral V. Acharya and Conor Kehoe: Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, 2009

2.3 Gobierno Corporativo en inversiones de Venture Capital

Existe un consenso generalizado en que una de las principales formas en que el Venture Capital añade valor a las empresas en las que invierte es ayudando a estas a mejorar su gestión y gobierno corporativo. Así los ‘start-ups’ que cuentan con participación de una firma de Venture Capital son más propensos a reemplazar a sus primeros ejecutivos, a introducir planes de ‘stock options’, y a contratar responsables de ventas y marketing.

Dicho de otro modo, el Venture Capital es clave en que las empresas fundadas por emprendedores establezcan unas normas de gobierno corporativo que **separen propiedad y gestión** y, por lo tanto, les permitan captar recursos y desarrollarse.

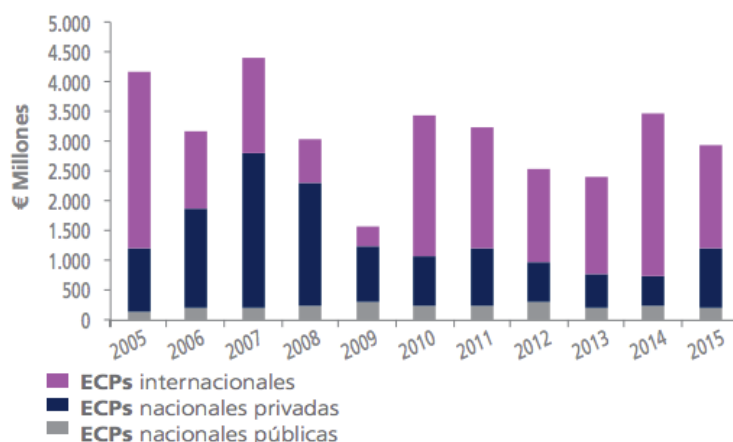
3 Capital Privado en España

3.1 Desarrollo

El Capital Privado ha tenido en España un importante crecimiento desde sus orígenes a mediados de los 80, y la inversión por Capital Privado se ha ya recuperado del fuerte descenso que experimentó en 2008-2009. Las cerca de 260 entidades de Capital Privado activas hoy en España gestionan más de 25.000 millones de euros.

Gráfico 6. Inversión de Capital Privado en España

Inversión de Capital Privado por tipo de inversor



Fuente: ASCRI / webcapitalriesgo

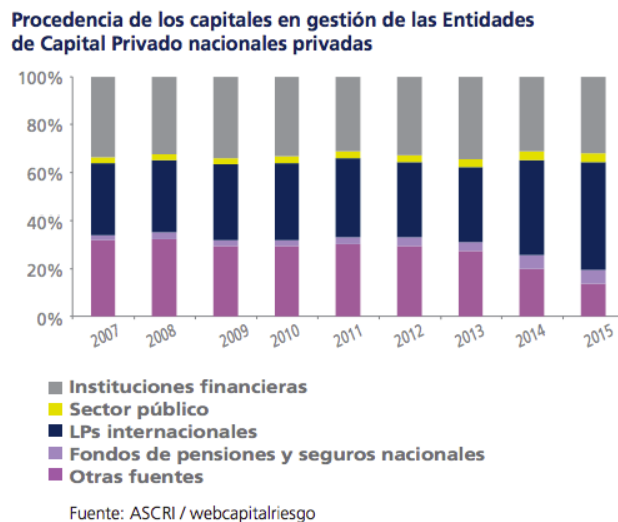
Esta inversión ha tenido efectos positivos para la economía española: según un estudio de impacto realizado por ASCRI (2011), las empresas participadas por el Capital Privado en España crecieron más, invirtieron más y crearon más empleo que otras comparables¹¹. Esto es coherente, como hemos visto, con estudios similares realizados en otros países.

3.2 Origen de los recursos

Los mayor parte de los recursos captados por los fondos de Capital Privado basados en España proceden de inversores extranjeros, que aportan aproximadamente un 60% del total. Sus inversores españoles son principalmente family offices, ya que los fondos de pensiones y compañías de seguros, que en otros países aportan la más de la mitad de los recursos captados por el Capital Privado, en España apenas contribuyen el 5%.

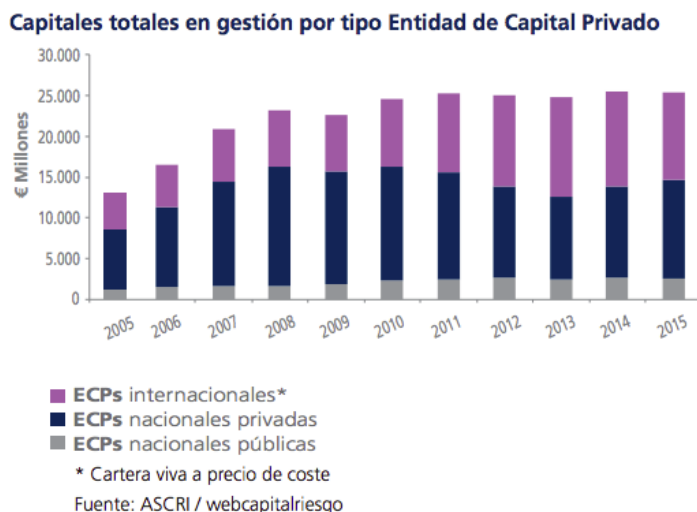
¹¹ El estudio analizó un grupo de 171 empresas participadas por el Capital Privado, que entre 2005 y 2008 aumentaron sus ventas en un +8%, el empleo en un +11%, y sus activos materiales e inmateriales en un +13% y un +33% respectivamente. Durante el mismo periodo, en un grupo de 171 empresas comparables las ventas cayeron un -8%, el empleo un -4%, sus activos materiales se redujeron en un -3%, y los inmateriales en un -17%.

Gráfico 7. Procedencia de los recursos captados por las entidades de Capital Privado españolas



Pese a la fuerte caída de los recursos captados durante la crisis, y a la casi desaparición de las entidades financieras como proveedoras de fondos a gestoras de Capital Privado españolas, los recursos gestionados por estas ya están cercanos a su nivel previo a la crisis.

Gráfico 8. Recursos gestionados por las entidades de Capital Privado españolas



3.3 Rentabilidad

Apenas existen datos públicos sobre la rentabilidad de los fondos de Capital Privado españoles. Tal solo es posible obtener los datos de aquellos fondos de Private Equity cuyas gestoras voluntariamente los han facilitado a Preqin, más los que forman parte del fondo de fondos BBVA Capital Privado, que cotiza en el MAB. De este modo, podemos tener datos de la evolución de 15 fondos, que entre 2005 y 2009 captaron unos 3.650 millones de euros.

Sus resultados acusan el impacto de la crisis económica, que coincidió con los periodos de inversión de todos ellos:

Tabla 1. Rentabilidad de fondos españoles de Private Equity

Fondo	Fuente	Fecha datos	Cierre fondo en	Capital desembolsado	Importe devuelto	Valoración cartera	Devuelto + Cartera	Multiplo s/inversión	Cuartil
Fondo 1	Prequin	jun-16	2006	69	120	76	196	2,8x	1st
Fondo 2	Prequin	mar-16	2008	209	191	207	399	1,9x	1st
Fondo 3	Prequin	mar-16	2006	304	496	7	503	1,7x	2nd
Fondo 4	Prequin	jun-16	2008	289	257	179	436	1,5x	3rd
Fondo 5	Prequin	mar-16	2006	283	230	194	424	1,5x	3rd
Fondo 6	BBVA CP	jun-16	2008	99	64	83	146	1,5x	3rd
Fondo 7	Prequin	jun-16	2007	159	51	176	227	1,4x	3rd
Fondo 8	Prequin	sep-15	2007	162	136	92	228	1,4x	3rd
Fondo 9	Prequin	mar-16	2009	219	176	106	282	1,3x	4th
Fondo 10	Prequin	mar-16	2007	919	721	368	1.090	1,2x	3rd
Fondo 11	BBVA CP	jun-16	2006	90	66	36	102	1,1x	3rd
Fondo 12	Prequin	jun-16	2005	126	111	0	111	0,9x	4th
Fondo 13	Prequin	jun-14	2008	123	0	92	92	0,7x	4th
Fondo 14	Prequin	dic-15	2007	49	0	35	36	0,7x	4th
Fondo 15	BBVA CP	jun-16	2007	550	198	201	399	0,7x	4th
Total			2007	3.651	2.819	1.852	4.671	1,3x	

Fuente: Elaboración propia, con datos de Prequin y de BBVA Capital Privado

Así puede verse que tan solo dos de dichos fondos pertenecen al mejor 25%, o primer cuartil, de los fondos europeos comparables¹², un fondo al segundo cuartil, siete al tercero, y cinco al cuarto. El retorno promedio esperado del conjunto de los fondos es 1,28 veces lo invertido¹³. Teniendo en cuenta que su antigüedad promedio es de 9 años, su rentabilidad anual promedio (TIR) estaría entre el 3 y el 5%.

La crisis también ha afectado a la liquidez de estos fondos, pues a la fecha solo dos de ellos han devuelto a los inversores todo el capital aportado. En conjunto, sus inversores han recuperado un 77% de lo invertido, y tienen pendiente de recibir el importe resultante la venta de las carteras restantes, cuya valoración agregada equivale al 51% del capital desembolsado.

Sus inversores, sin embargo, han apreciado que estos resultados, al haberse producido en un contexto anormalmente desfavorable, no son representativos de la capacidad de los gestores de generar retornos atractivos. Por ello las gestoras de 10 de los 15 fondos mencionados han levantado ya ‘fondos sucesores’, en la mayoría de los casos con notable nivel de ‘repetición’ de los inversores de los fondos anteriores.

¹² El ‘benchmark’ con el que Prequin compara a los fondos mencionados es el resto de fondos de buyouts europeos levantados en el mismo año.

¹³ Asumiendo que la cartera restante se vende hoy a su valoración actual.

B.- Resultados de la encuesta

4 El inversor español en Capital Privado

4.1 Metodología y muestra

La base del estudio es una encuesta online, que fue cumplimentada por 61 inversores, que gestionan aproximadamente 300 mil millones de euros, y que acumulan un total de 804 posiciones en fondos de Capital Privado.

La inversión en fondos de Capital Privado es realizada normalmente por (1) **inversores institucionales** que, en este estudio hemos dividido en Entidades Aseguradoras, Fondos de Pensiones, y 'Otros' (bancos y otras entidades financieras), o por (2) **inversores privados**, que disponen de un patrimonio líquido de cierto tamaño, gestionado directamente por ellos bien a través de su propio equipo (que denominaremos 'family offices'), bien con la ayuda de una banca privada o de un multifamily office o EAFI, que trabajan con menos clientes y de un patrimonio mayor que los de las bancas privadas, y que tienden a gestionar de manera integral.

A cada inversor se les pidió que indicara su pertenencia a una de las anteriores tipologías, así como en que rango de tamaño estaban los activos que gestionaba o asesoraba. Teniendo en cuenta ambas variables, los inversores participantes en la encuesta se pueden agrupar de la siguiente forma:

Tabla 2. Participantes en la Encuesta

Tipología	Participantes		Activos gestionados	
	número	% del total	millones euros	% del total
Inversor privado o Family office	20	33%	40.500	13%
Fondo de Pensiones	4	7%	33.175	11%
Entidad Aseguradora	17	28%	59.975	20%
Banca Privada	12	20%	116.325	38%
Multifamily Office / EAFI	6	10%	36.975	12%
Otros	2	3%	15.500	5%
Total	61	100%	302.450	100%

Los activos gestionados para cada tipo de inversor se estimaron multiplicando el valor medio de cada rango por el número de inversores de dicho tipo cuyos activos gestionados estaban dentro de ese rango.

Adicionalmente, se realizaron 59 entrevistas cualitativas a inversores, que complementan los resultados de la encuesta, y ayudan a interpretar la misma. Cuando lo largo de este informe se haga mención a estas opiniones cualitativas, se indicará expresamente, diferenciándola por lo tanto del análisis de los resultados de la encuesta.

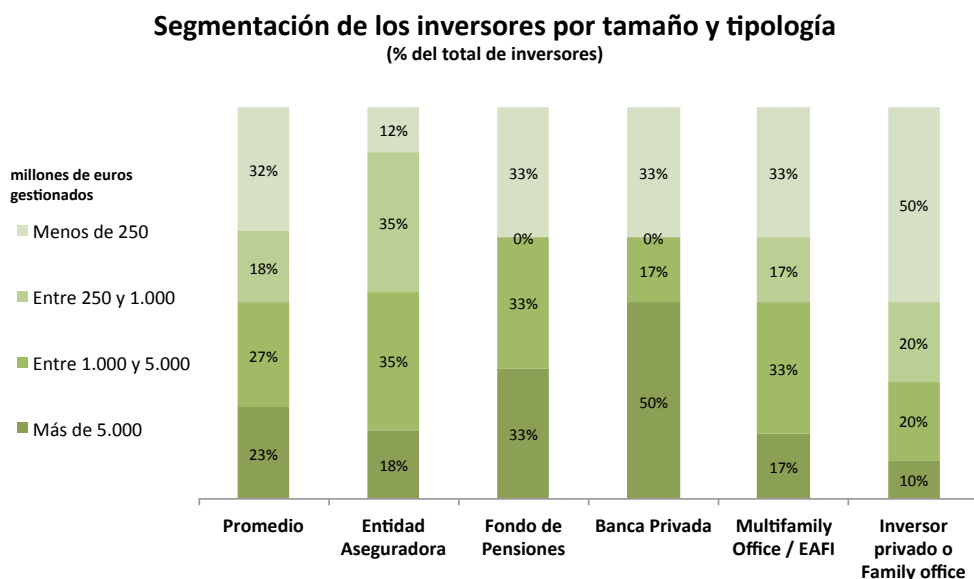
La muestra fue seleccionada principalmente entre inversores que ya habían participado en fondos de Capital Privado, luego puede considerarse más representativa de 'los inversores españoles en Capital Privado' que del total de inversores españoles. Creemos, no obstante, que se trata del estudio más completo realizado hasta la fecha sobre el tema.

4.2 Perfil de los inversores españoles en Capital Privado

a. Activos bajo gestión

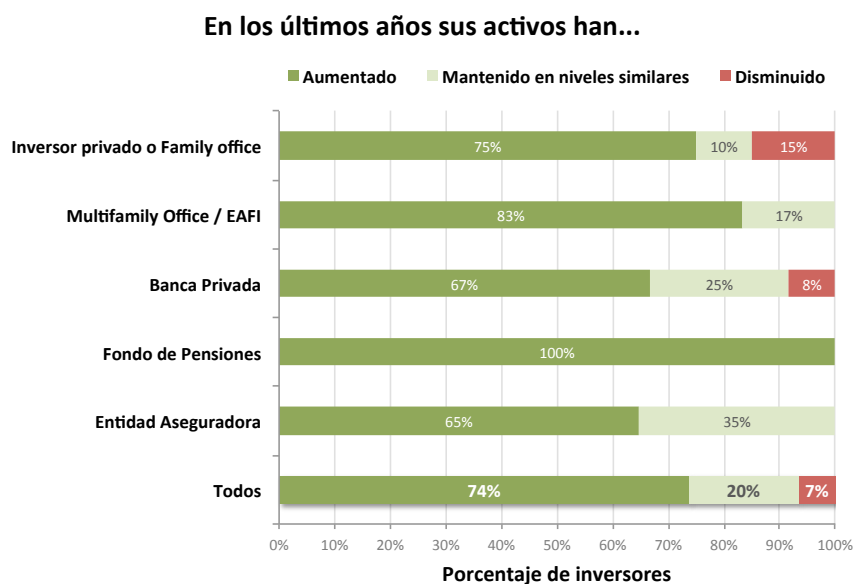
Aproximadamente una cuarta parte de los inversores encuestados gestionan activos por encima de los 5.000 millones de euros, siendo el grupo más numeroso el de inversores que gestionan menos de 250 millones de euros, que son un tercio del total. En el gráfico siguiente puede verse la distribución de inversores por rangos de tamaño y por tipo:

Gráfico 9. Segmentación de los Inversores encuestados



La mayor parte de los inversores han visto crecer recientemente sus activos:

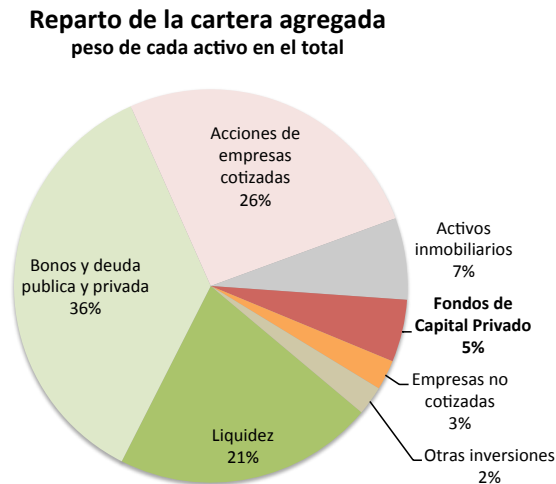
Gráfico 10. Evolución de los activos gestionados



b. Distribución de sus carteras

Se pidió a los inversores que indicaran que porcentaje de sus respectivas carteras estaba invertido en cada tipo de activo. Ponderando dichos porcentajes por el tamaño de cada inversor, se ha calculado la distribución de la cartera agregada de los participantes

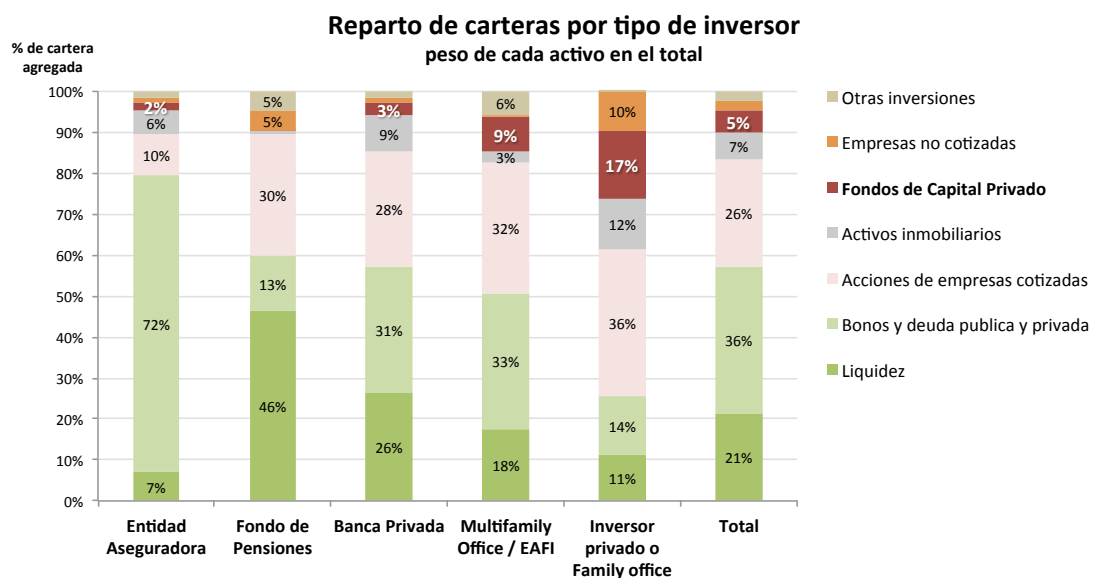
Gráfico 11. Reparto del total de activos



Las carteras de los inversores tienen un notable sesgo hacia activos ‘sin riesgo’, y en su conjunto, más de la mitad del patrimonio agregado de los inversores encuestados está invertido en deuda pública o en liquidez. La inversión en fondos de Capital Privado es tan sólo un 5% del total de sus activos, porcentaje muy inferior al de otros países.

La asignación de activos varia significativamente con la tipología de inversores:

Gráfico 12. Asignación de activos según tipo de inversor

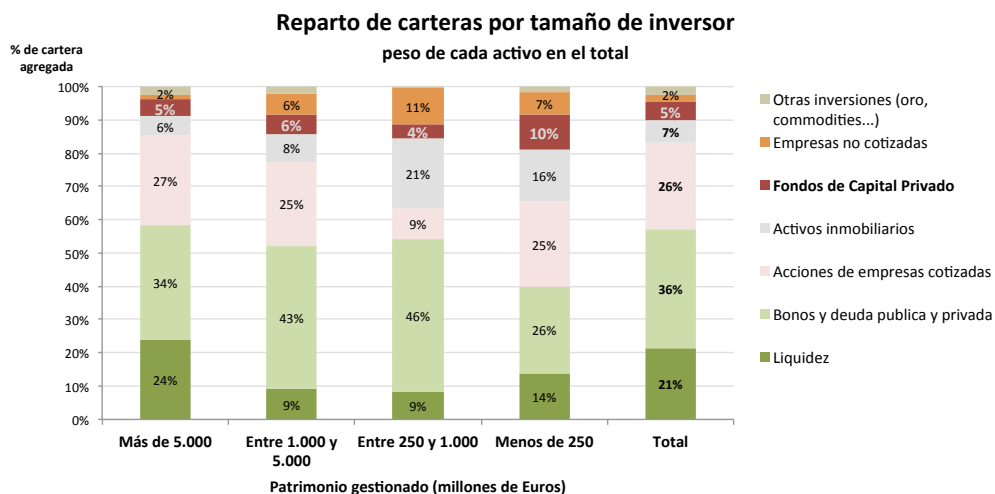


Así, vemos por ejemplo que las family offices tienen una preferencia mucho más clara por los activos ‘con riesgo’: la deuda y la liquidez solo representan una cuarta parte de su patrimonio líquido, mientras que el porcentaje de su inversión en Capital Privado es del 17%, unas tres veces superior a la media de los inversores. Este porcentaje es similar al de los inversores internacionales, para los que representa un 27% de sus carteras.

Los encuestados son representativos del universo de inversores españoles, en el que los inversores privados, vía family offices, bancas privadas o EAFIs, aportan la casi totalidad de los recursos del Capital Privado, mientras que los inversores institucionales apenas representan el 10% del total. Esta proporción casi se invierte entre los inversores internacionales, para los que los inversores institucionales, fondos de pensiones, compañías de seguros, endowments y fundaciones, tienen un papel dominante.

Segmentando a los inversores por tamaño, podemos ver una moderada correlación inversa entre el tamaño y el apetito por el riesgo: los inversores que gestionan patrimonios de menor tamaño tienen el mayor porcentaje invertido en fondos de Capital Privado (un 10%), y el menor invertido en activos de bajo riesgo (un 40%), siendo este sesgo independiente de la tipología de inversores.

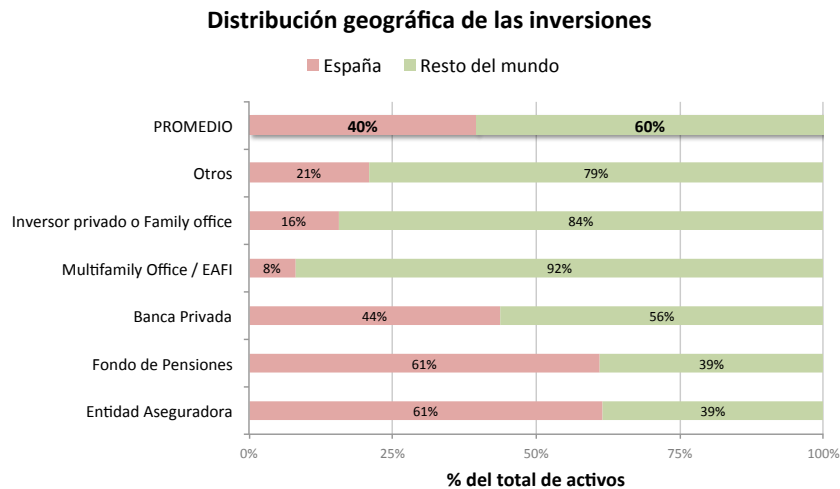
Gráfico 13. Asignación de activos según tamaño de inversor



c. Asignación geográfica

El 40% del patrimonio de los inversores encuestados se haya invertido en España, mientras que el 60% lo está en otros países. Hay una diferenciación en la estrategia de inversión seguida por los diferentes tipos de inversores: así, las family offices son mucho más proclives que el resto de los inversores a invertir fuera de España, que representa el 84% de sus inversiones, porcentaje sólo superado por los multifamily offices que con el 92%. Por el contrario, las aseguradoras y los fondos de pensiones destinan tan solo el 39% de su cartera a inversiones en el extranjero.

Gráfico 14. Asignación de las inversiones por geografía

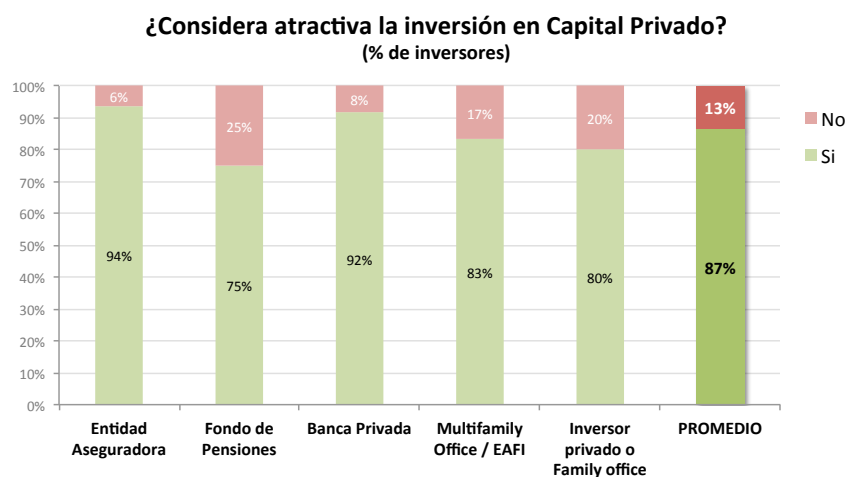


d. Atractivo del Capital Privado

Un abrumadora mayoría (un 87%) de los inversores considera atractiva la inversión en Capital Privado. Este es un porcentaje similar al de inversores de otros países: un 84% de los inversores globales entrevistados por Preqin en diciembre de 2016 tenía una visión favorable del Capital Privado, porcentaje ha subido desde el 59% de dos años atrás, reflejando una creciente confianza en el activo al dejar atrás la crisis. En la entrevistas cualitativas un buen número de inversores españoles expresaron un claro aprecio por el Capital Privado, y un buen entendimiento de sus ventajas, incluso cuando sus resultados no fueran los esperados debido a la crisis o al desempeño de algunos gestores.

La opinión respecto al Capital Privado varía entre los diferentes tipos de inversores.

Gráfico 15. Atractivo percibido del Capital Privado



Los tipos más favorables al Capital Privado son bancas privadas y aseguradoras, un 92% y un 94% de los cuales, respectivamente, la ven favorablemente, y los menos entusiastas son los fondos de pensiones y family offices con un 80% y un 83% a favor.

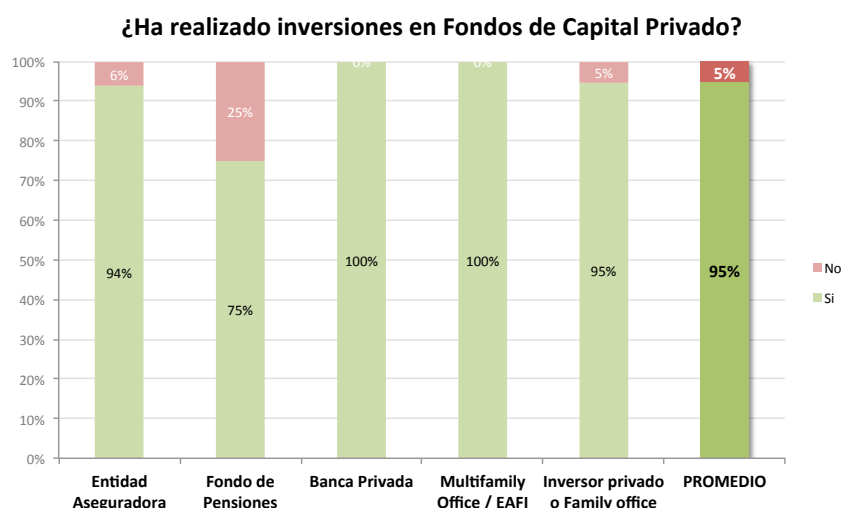
5 Inversión en Capital Privado: Aspectos Cuantitativos

A continuación procederemos a analizar las respuestas de los inversores sobre los aspectos cuantificables de su inversión actual en Capital Privado, tales como presencia, tamaño, rentabilidad esperada, asignación entre los diferentes tipos de fondos, etc.

5.1 Experiencia invirtiendo en fondos de Capital Privado

Los inversores encuestados están muy familiarizados con el Capital Privado: el 95% ha realizado, por cuenta propia o de sus clientes, inversiones en el activo. Este porcentaje es similar para todas las categorías de inversores, con la excepción de los Fondos de Pensiones, un 25% de los cuales dice no haber invertido en fondos de Capital Privado.

Gráfico 16. Experiencia invirtiendo en Capital Privado



Esta amplia experiencia con el activo parece ser mayoritariamente positiva, ya que, como hemos visto antes, un 87% de los inversores encuestados considera atractiva la inversión en Capital Privado.

5.2 Expectativa de rentabilidad

Como en cualquier activo financiero, la rentabilidad del Capital Privado es el principal determinante de su atractivo. Preguntados sobre la rentabilidad que demandan a su inversión en fondos de Capital Privado a cambio del riesgo asumido y la iliquidez implícita, los inversores se dividen en dos campos: aquellos que comparan la rentabilidad del Capital Privado con la inversión en acciones de empresas cotizadas en mercados de valores ('la Bolsa'), con aquellos que exigen a su inversión en este activo un retorno absoluto, independiente del atribuible a los mercados de valores.

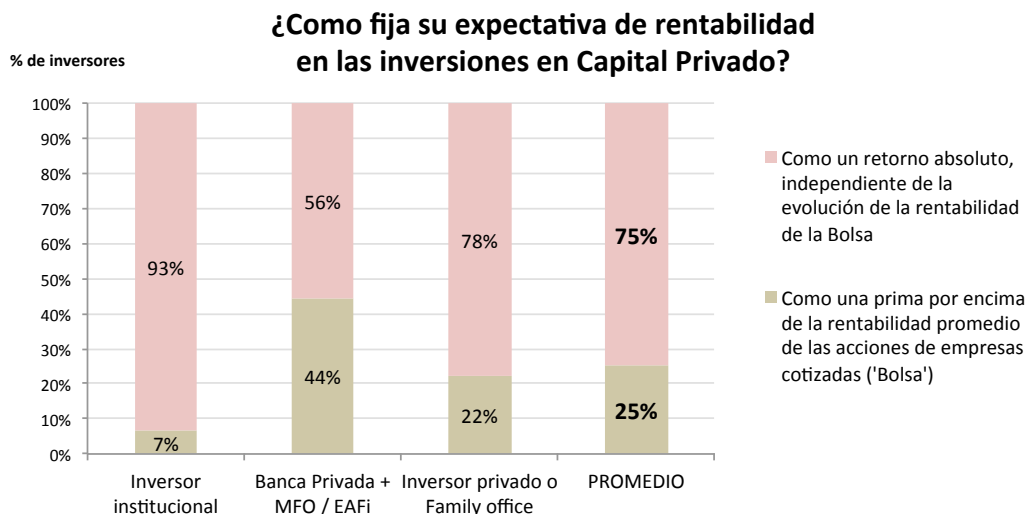
Implícitamente los primeros demandan una 'prima de iliquidez' al Capital Privado pues entienden que el activo subyacente (acciones en empresas) es el mismo para la inversión en fondos de Capital Privado que para la inversión en la Bolsa. Los restantes

inversores reclaman al Capital Privado un ‘retorno absoluto’, bien porque necesitan alcanzar una rentabilidad determinada a largo plazo para el conjunto de una cartera de la cual el Capital Privado es un componente más, bien porque consideran que los retornos de ambos activos están descorrelacionados, por lo que no es correcto comparar sus retornos para evaluar su evolución.

Si bien la mayoría de los estudios y encuestas comparan la rentabilidad del Capital Privado con la de los mercados de valores, tan solo un 25% de los inversores españoles miden así el éxito o fracaso de su inversión en Capital Privado, mientras que el 75% le demanda un retorno absoluto mínimo, independiente de la evolución de la Bolsa.

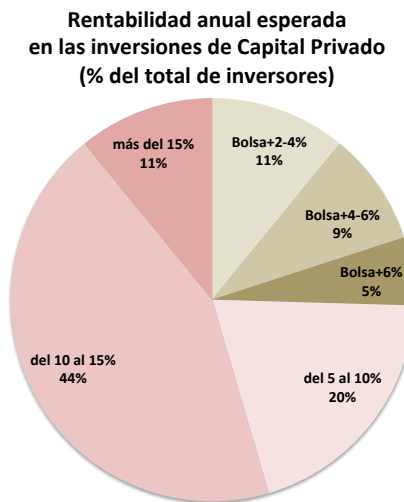
Esta posición varía, no obstante, por tipo de inversor: los inversores institucionales se decantan muy claramente (el 93%) por pedir una rentabilidad absoluta a su inversión, mientras que las bancas privadas y multifamily offices se dividen casi a partes iguales entre los que demandan un prima por iliquidez (44%) y un retorno absoluto (56%). La medida de la rentabilidad de los family offices es muy similar al promedio de los inversores españoles, con un 78% que reclaman un retorno absoluto a su inversión.

Gráfico 17. Referente de rentabilidad de las inversiones en Capital Privado



En función de su respuesta a la pregunta anterior se preguntó los encuestados a continuación que rentabilidad absoluta, o que prima de riesgo, demandaban a su inversión en Capital Privado, con el siguiente resultado:

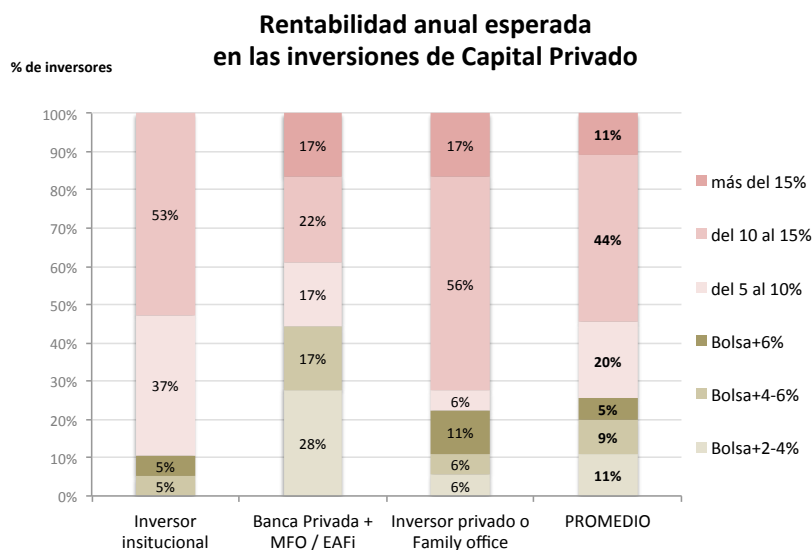
Gráfico 18. Rentabilidad esperada en las inversiones en Capital Privado



Como puede verse, más de la mitad de los inversores en Capital Privado (un 55%) espera de este activo una rentabilidad neta, independiente de la evolución de los mercados de valores, superior al 10% anual. En paralelo, un 14% adicional de inversores espera que sus inversiones en Capital Privado superen en más de cuatro puntos porcentuales la rentabilidad anual de la Bolsa.

No hay diferencias significativas en esta preferencia según el tamaño del inversor, aunque si por su tipología: los inversores institucionales tienen un umbral de rentabilidad esperada más bajo que las bancas privadas, y estas a su vez que las family offices. Por ejemplo, sólo un 6% de family offices estarían satisfechos con inversiones en Capital Privado que dieran una rentabilidad inferior al 10%, mientras ese nivel sería aceptable para un 37% de los inversores institucionales.

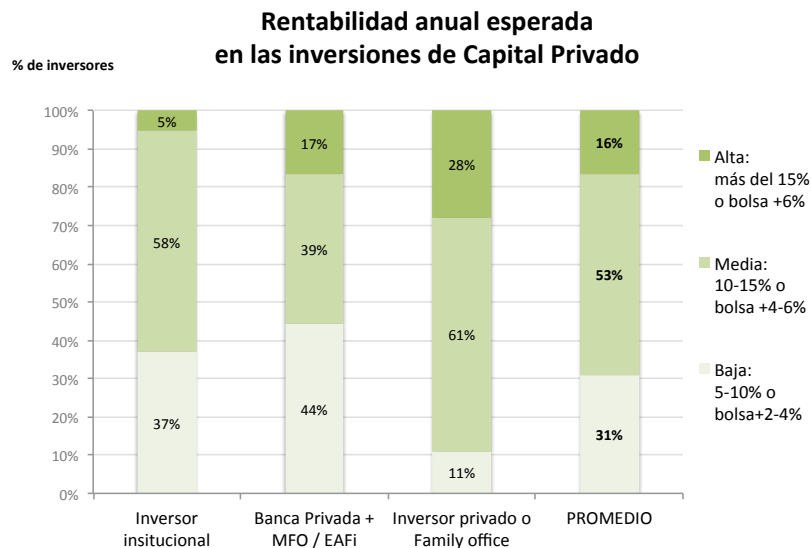
Gráfico 19. Rentabilidad esperada por categoría de inversor



Estas preferencias pueden verse con más claridad si consolidamos la rentabilidad esperada en tres tipos ‘Alta’ (más del 15% anual, o Bolsa +6% anual o más), ‘Media’ (del 10 al 15% anual o Bolsa más 4-6%) y ‘Baja’ (5-10% anual o Bolsa más 2-4%). Así, el 25% de los family offices demandan una rentabilidad ‘Alta’ al Capital Privado, frente a un 5% de los inversores institucionales y un 17% del promedio de bancas privadas y EAFIs.

En promedio, un 31% de los inversores españoles encuestados estarían satisfechos con una rentabilidad ‘Baja’ de su inversión en Capital Privado, mientras que un 53% requiere obtener al menos una rentabilidad ‘Media’, y un 16% una rentabilidad ‘Alta’.

Gráfico 20. Rentabilidad esperada, Alta, Media o Baja, por categoría de inversor



Sin embargo, estas expectativas de rentabilidad parecen excesivamente optimistas si se comparan con la realidad pasada, y con las de los inversores globales. Hemos visto antes que los retornos promedios del Capital Privado varían sustancialmente entre añadas y por gestores, pero que, en promedio, están en torno al 9% anual. Por ello podemos estimar que más del 70% de los inversores encuestados aspira a tener rentabilidades por encima de la media, lo cual es estadísticamente improbable.

Los inversores internacionales, tal vez porque tienen una experiencia más dilatada, no esperan tanto del Capital Privado: el 49% espera que la rentabilidad de sus inversiones en Capital Privado superen las de la bolsa en al menos un 4% anual¹⁴, mientras que el número equivalente de inversores encuestados es de un 58%.

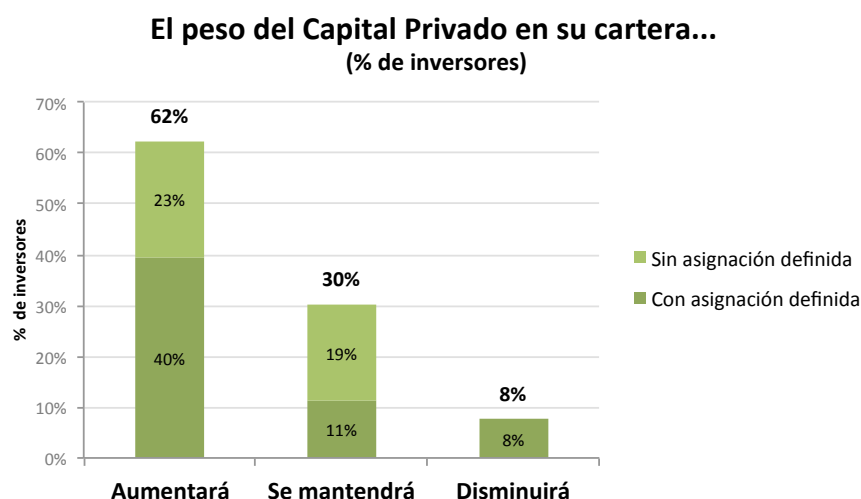
¹⁴ Fuente: 2017 Preqin global Private Equity and Venture Capital report

5.3 Evolución pasada y prevista de la inversión en Capital Privado

Algo más de la mitad (un 58%) de los inversores españoles tiene definida una asignación objetivo al Capital Privado. Del 44% restante, un 55% cree que su inversión en el activo aumentará, un 45% que se mantendrá, y ninguno cree que disminuirá.

Combinando este último dato con la comparación, para el resto de los inversores, entre la asignación prevista al Capital Privado con su peso actual, es posible obtener una visión global de la tendencia de su peso en las carteras de los inversores españoles: el 62% cree que aumentará, el 30% que se mantendrá y sólo el 8% cree que disminuirá.

Gráfico 21. Evolución prevista del peso del Capital Privado

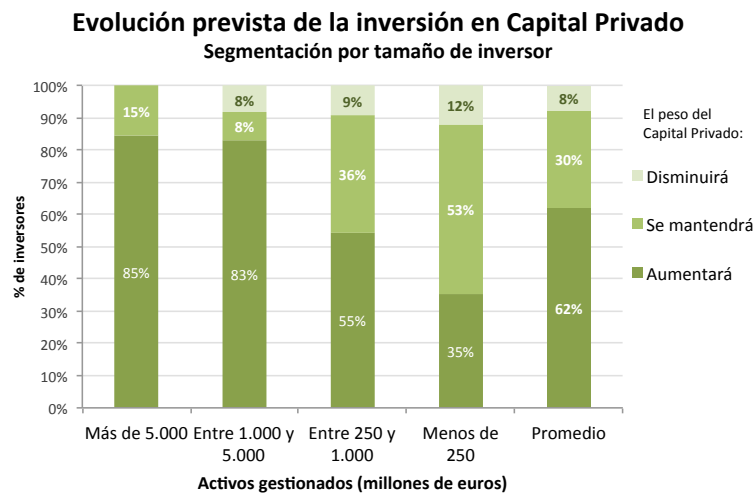


Por lo tanto, la intención de los inversores españoles es aumentar su asignación al Capital Privado en mayor medida que planean hacerlo los inversores internacionales, ya que un 48% de estos últimos quiere aumentar su exposición al activo, un 46% mantenerla, y un 6% disminuirla¹⁵.

El interés en incrementar sus posiciones en el Capital Privado está directamente relacionado con el tamaño de los inversores. Así, cuanto mayores son los recursos gestionados, más proclives son los inversores encuestados a aumentar su asignación al Capital Privado: un 85% de aquellos que gestionan más de 5.000 millones de euros piensa aumentar su asignación al Capital Privado, mientras que ese porcentaje baja al 35% entre los que gestionan menos de 250 millones de euros.

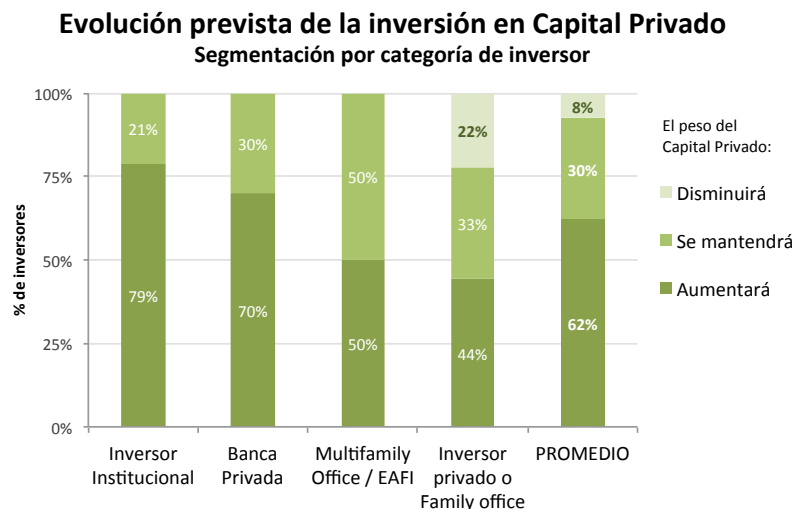
¹⁵ Fuente: 2017 Preqin global Private Equity and Venture Capital report. Los datos se refieren a Diciembre de 2016. Es destacable que cinco años antes tan solo el 27% de los inversores internacionales quería aumentar el peso del Capital Privado en sus carteras, lo que indica el creciente favor de que el activo goza entre ellos.

Gráfico 22. Evolución prevista del Capital Privado: Segmentación por tamaño de inversor



Si segmentamos a los encuestados por tipo también obtenemos una diferenciación clara: los inversores institucionales son el grupo más proclive a aumentar su asignación al Capital Privado: un 79% espera hacerlo, frente a un 44% de los family offices. Es este último grupo el que concentra los inversores que creen que disminuirán su asignación al Capital Privado, que representan un 22% de esta categoría. Esta diferencia está ligada al peso previo que el activo tiene actualmente en sus carteras.

Gráfico 23. Evolución prevista del Capital Privado: Segmentación por categoría de inversor



Cabría apuntar el mayor peso que el Capital Privado tiene en las carteras de algunos inversores como una posible razón de un descenso de su inversión en este activo. Así, el peso medio del Capital Privado en las carteras de aquellos inversores que planean disminuir su asignación al mismo es del 16%, frente a un 5,1% para el conjunto de los inversores. Por otro lado, combinando esta variable con tamaño y categoría de los inversores, podemos ver que los family offices que gestionan menos de 250 millones son el grupo menos proclive a aumentar su inversión en Capital Privado (solo un 25% lo hará), en parte por el alto peso que el activo ya tiene en sus carteras, un 13% del total.

5.4 Crecimiento de la inversión en Capital Privado

El siguiente paso es cuantificar el aumento total de inversión en Capital Privado previsto por el conjunto de los inversores encuestados, ponderando por tamaño las respuestas anteriores por el tamaño de cada inversor. Para ello, en primer lugar hemos estimado el valor de la inversión en Capital Privado de cada inversor multiplicando el porcentaje de su cartera actualmente invertido en el activo por el valor central del rango de tamaño al que dicho inversor pertenece. A continuación, para aquellos inversores que han definido una asignación futura a Capital Privado, hemos estimado el valor futuro de su cartera en el activo multiplicando dicha asignación por el valor estimado actual de su cartera total. No hemos tenido, pues, en cuenta un posible incremento de activos en gestión, a pesar de que éstos han aumentado recientemente para el 74% de los inversores.

Con estas premisas, puede verse que los 27 inversores que tienen definida una asignación futura al activo desearían que el volumen total de su inversión en Capital Privado alcance el 7,8% del valor de la suma de sus carteras, o más del doble del 3,6% actual. Visto de otro modo, la mayor parte de estos inversores planea al menos doblar su inversión en Capital Privado.

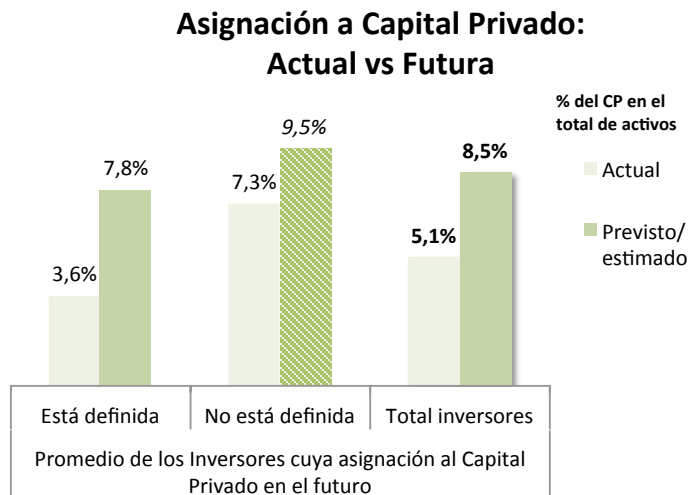
Para los inversores que no tienen definida una asignación futura al activo hemos estimado el peso de éste en sus carteras en el futuro por métodos indirectos:

- Para aquellos inversores que dicen que mantendrán el peso relativo del activo en su cartera hemos asumido que en el futuro el porcentaje invertido en Capital Privado será el mismo que en la actualidad.
- Para aquellos que declaran su intención de aumentar su asignación al Capital Privado, sin concretar cuanto, hemos asumido por defecto un incremento porcentual similar al previsto por los inversores que sí tienen definido dicho aumento, que es de un 150%, con un máximo del 50% de su cartera.
- Para aquellos inversores que, sin tener presencia en el activo actualmente, tienen intención de tenerla en el futuro, pero que no han concretado cuanto, se ha asumido que su inversión en Capital Privado crecerá hasta alcanzar un 2% de su cartera.

Combinando estas estimaciones, se puede concluir que los inversores que no tienen definida una asignación futura al Capital Privado planean incrementar el peso de éste en sus carteras desde un promedio del 7,3% actual hasta aproximadamente un 9,5%. Dicho de otro modo, su inversión en el activo es previsible que aumente en un 30%, o más si sus activos siguen creciendo como hasta ahora.

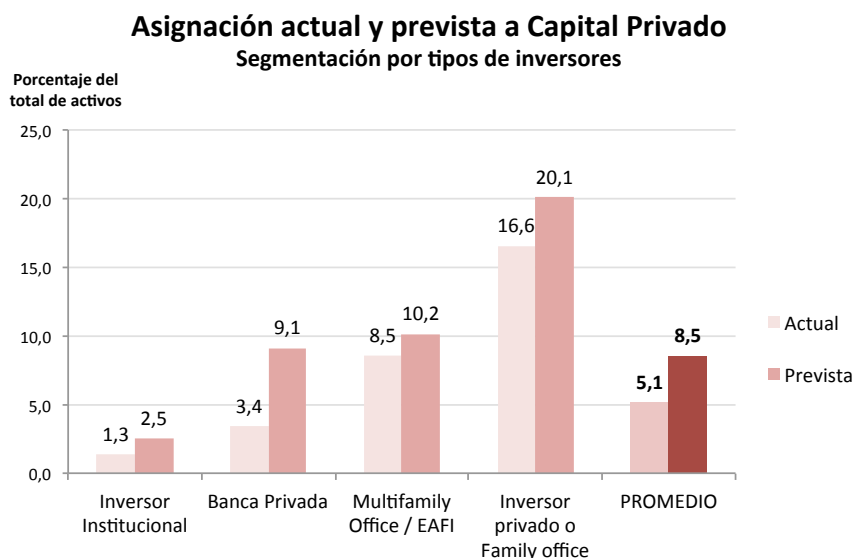
Agregando ambos datos podemos concluir que los inversores encuestados desean que el peso promedio del Capital Privado en sus carteras pase de un 5.1% actual a un 8,5% en el futuro, es decir que aumente al menos un 66% respecto a su volumen actual.

Gráfico 24. Asignación actual y futura a Capital Privado: Total Inversores



Analizándolo por tipos de inversores, podemos ver que el mayor crecimiento vendrá de las bancas privadas e inversores institucionales, que respectivamente, desearían casi triplicar y duplicar su exposición al activo:

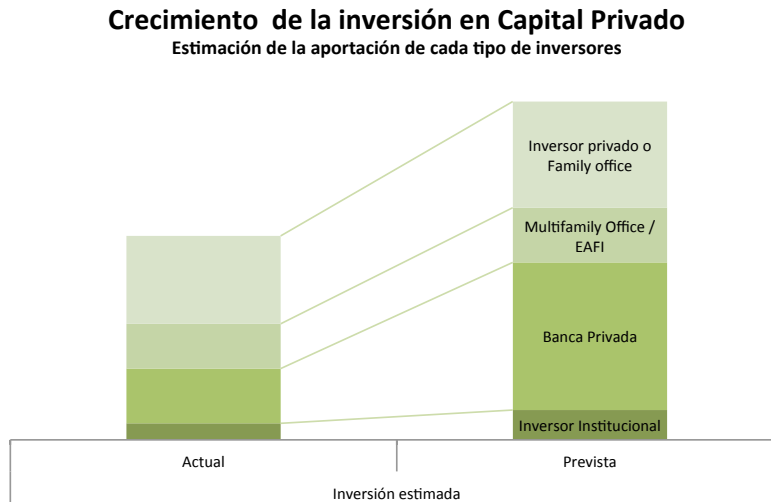
Gráfico 25. Asignación actual y futura a Capital Privado, por tipos de inversores



La asignación prevista global al Capital Privado (8,5% sobre activos) de los inversores encuestados se sitúa cercana al peso promedio que según Preqin tiene el activo para los inversores internacionales (11%). No obstante, a pesar de este crecimiento, aún persistirían grandes variaciones en el peso del Capital Privado en los inversores institucionales españoles que sería de un 2,5%, muy inferior al a un promedio del 7% para los inversores institucionales internacionales, que como hemos visto, son la principal fuente de recursos para el Capital Privado a nivel mundial.

Combinando las asignaciones actuales y previstas al Capital Privado de cada tipo de inversores con los tamaños estimados de sus respectivas carteras podemos estimar cuales serán las fuentes del crecimiento previsto de los recursos destinados al Capital Privado por los inversores encuestados.

Gráfico 26. Contribución de cada tipo de inversor al crecimiento del Capital Privado



Así, podemos ver que más de la mitad del crecimiento previsto puede venir de las Bancas privadas, que gestionan muchos recursos, y consideran que debería ocupar un lugar más destacado en las carteras de un gran número de sus clientes. El impacto de que se doblasen, como es su deseo, los recursos que los inversores institucionales tienen en Capital Privado es menor, dado que su punto de partida es más bajo. Finalmente cabe destacar que aunque los family offices solo representan una cuarta parte del incremento de la inversión en Capital Privado, tendrán un porcentaje mayor de los recursos captados por éste cada año, pues reinvertirán en el mismo los importes recibidos por las distribuciones de sus fondos actuales.

5.5 Distribución en fondos de Capital Privado

La inversión en Capital Privado de los inversores encuestados consiste en 804 posiciones en diferentes tipos de fondos.

Se puede analizar esta inversión desde diferentes ángulos:

a. Grado de diversificación

En primer lugar, la mayor parte de los inversores diversifican su inversión en Capital Privado en un buen número de fondos: el 70% han invertido en 5 o más fondos, y más de la mitad, en 8 o más. Como cabría esperar, los inversores con mayor patrimonio invierten en un número mayor de fondos, y con un 'ticket', o inversión promedio por

fondo, más elevado, pues llega a ser de casi 25 millones de euros, lo que indica que hay inversores españoles con acceso directo a grandes fondos internacionales.

*Tabla 3. Inversión en fondos de Capital Privado por tamaño de inversor:
Numero promedio de fondos, e inversión promedio por fondo*

Activos gestionados	Promedio por inversor	
	Numero de fondos	Inversión por fondo (m€)
Más de 5.000	32	29,2
Entre 1.000 y 5.000	24	7,3
Entre 250 y 1.000	9	3,3
Menos de 250	6	1,4
Mediana	8	4,6

b. Distribución entre tipos de fondos

A continuación se pidió a los inversores que distribuyeran su inversión en Capital Privado inversión entre los siguientes tipos de fondos:

- Fondos de Private Equity Españoles: fondos cuyas gestoras son españolas y que principalmente invierten en empresas consolidadas basadas en España.
- Fondos de Private Equity extranjeros: fondos cuyas gestoras no son españolas y que invierten en empresas consolidadas, basadas normalmente fuera de España.
- Fondos de Venture Capital: fondos que invierten en empresas en fases tempranas de su desarrollo.
- Fondos de fondos: fondos que a su vez invierten en otros fondos de Private Equity o de Venture Capital.
- Fondos de Deuda: fondos que invierten en instrumentos de deuda (p.ej. mezzanine), de mayor rentabilidad esperada que la renta fija.
- Fondos de Secundarios: fondos que compran participaciones en otros fondos de Capital Privado, con un descuento sobre su valor contable.
- Hedge funds, fondos de infraestructura, y otros fondos cerrados que invierten en activos alternativos.

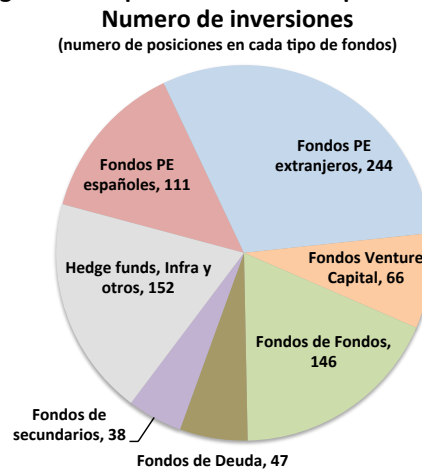
La práctica totalidad de la inversión de los fondos de fondos, los fondos de Secundarios y Hedge funds y otros activos alternativos se realiza en fondos que fundamentalmente invierten fuera de España. Por el contrario, los fondos de Venture Capital y de Deuda a los que acceden los inversores españoles se centran casi exclusivamente en España.

El número de posiciones en fondos de Capital Privado de los inversores encuestados está repartido muy homogéneamente entre los diferentes tipos de fondos. Los fondos de Private Equity extranjeros son los que más numero de inversiones han recibido, 244,

seguidos por los fondos de fondos, hedge funds, y fondos de Private Equity españoles, con más de 100 posiciones en cada uno de ellos.

Gráfico 27. Distribución del numero de fondos de cada tipo

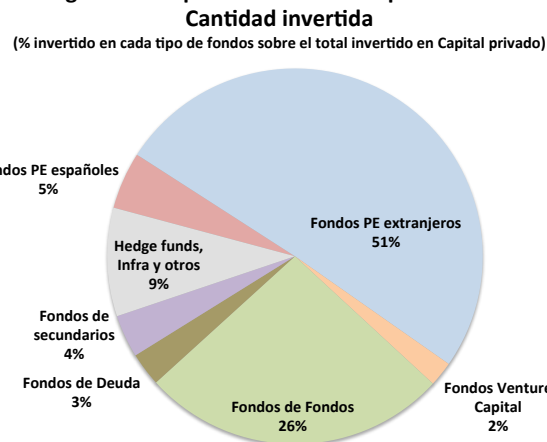
Asignacion a tipos de fondos de Capital Privado:



Ponderando las inversiones en cada tipo de fondo por su tamaño, tenemos una imagen distinta de la asignación que los inversores hacen a fondos de Capital Privado:

Gráfico 28. Distribución de la cantidad invertida en cada tipo de fondo

Asignacion a tipos de fondos de Capital Privado:



Como puede verse, los fondos de Private Equity extranjeros, que representan un 30% del total de posiciones en fondos de Capital Privado de los inversores encuestados, son el destino de algo más de la mitad de la cantidad total invertida por éstos en el activo. Paralelamente, los fondos de Private Equity españoles, con un 13% del número de posiciones, han recibido un 5% de la inversión. Esto es un reflejo del menor tamaño de la posición media en un fondo de Private Equity español, que es cuatro veces inferior a la de un fondo de Private Equity extranjero.

Sumando el destino final de las inversiones de los diferentes tipos de fondos, podemos estimar que sólo el 10% del importe asignado a Capital Privado por los inversores españoles encuestados se ha destinado a gestoras o empresas basadas en España, en fondos de Private Equity españoles (5%), de Deuda (3%) y de Venture capital (2%).

c. Exposición a los diferentes tipos de fondos

Para entender cuan profunda es esta diversificación podemos analizar para cada tipo de inversores, que porcentaje de ellos tiene exposición a cada tipo de fondos, es decir ha invertido al menos en un fondo de ese tipo.

Tabla 4. Porcentaje de inversores con al menos una inversión en fondos de ese tipo

Exposición de los inversores a los tipos de Fondos de Capital Privado

% de inversores que han invertido en cada tipo de fondo

	Fondos PE españoles	Fondos PE extranjeros	Fondos Venture C.	Fondos de Fondos	Fondos de Deuda	Fondos de secundarios	Hedge funds, Infra y otros
Inversor Institucional	94%	35%	29%	82%	65%	35%	47%
Banca Privada	20%	40%	60%	80%	30%	40%	40%
Multifamily Office / EAFI	60%	80%	40%	100%	40%	80%	80%
Inversor privado o Family office	81%	75%	63%	50%	25%	31%	31%
PROMEDIO	71%	54%	48%	73%	42%	40%	44%

Así, podemos ver la amplia experiencia de los inversores institucionales en fondos de Private Equity españoles, en los que han invertido al menos un 94% de los mismos, y en fondos de fondos, con un 82% del total. Por el contrario, sólo un 20% de las bancas privadas han invertido en fondos de Private Equity españoles, porcentaje que es incluso inferior al comparable para fondos de Venture Capital, en los que han invertido un 60% de los inversores de esta categoría.

Las carteras de los multifamily family offices tienen la mayor variedad de fondos de Capital Privado, y así un 80% de ellos han invertido en los tipos de fondos más minoritarios, como secundarios y hedge funds, que sólo están presentes en un 20% de las carteras de los family offices, mucho más centrados en fondos de Private Equity españoles y extranjeros.

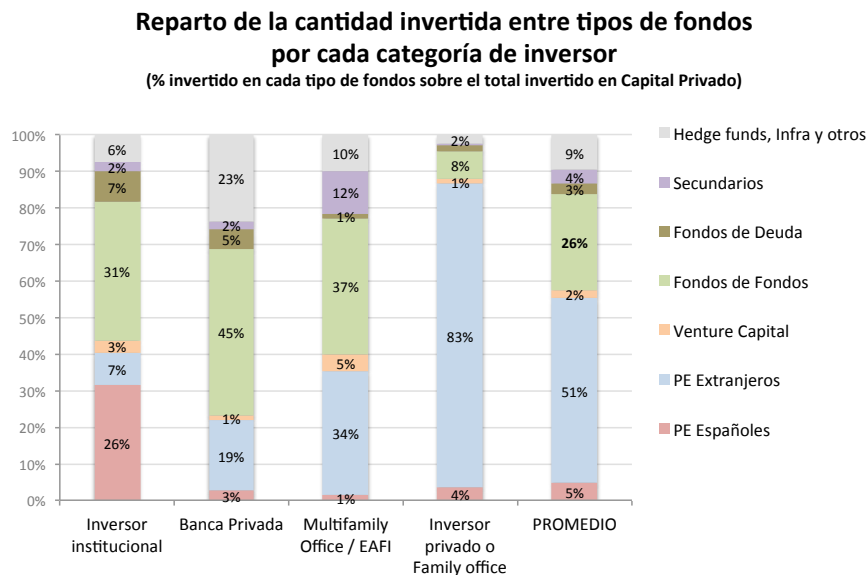
Otra forma de analizar esta información es viendo que inversores están presentes en cada tipo de fondo, lo que puede indicar el grado de interés que cada producto despierta entre los inversores de cada tipo. De esta forma, podemos ver que los fondos de fondos son el producto de Capital Privado más generalizado entre los inversores españoles, pues un 73% de los mismos han invertido al menos una vez en él, seguido de los fondos de Private Equity españoles, con un 71%. Los family offices se diferencian del resto de los inversores respecto a la inversión en fondos de fondos, pues sólo la mitad

de ellos tienen posiciones en el activo, y lo mismo sucede, como ya se ha explicado, con la muy baja exposición de las bancas privadas a los fondos de Private Equity españoles.

d. Tipos de fondos y categoría de inversor

Las asignaciones de la inversión en Capital Privado entre los diferentes tipos de fondos varían significativamente entre cada tipo de inversor:

Gráfico 29. Cantidad invertida en cada tipo de fondo, por categoría de inversor



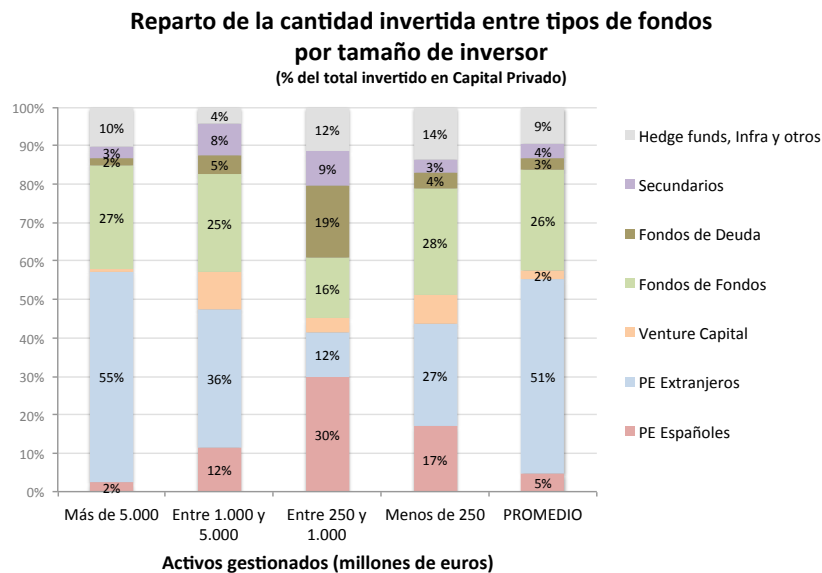
Como puede verse en el gráfico anterior, la forma en que las family offices encuestadas invierten en Capital Privado difiere significativamente del resto de los inversores, pues éstas están muy orientadas hacia los fondos de Private Equity extranjeros, que representan el 82% del total de su inversión en Capital Privado, frente al 24% para el resto de inversores, y un 51% para el promedio de inversores. En paralelo, los fondos de fondos han recibido un 8% de la inversión de los family offices frente a un 42% del resto de inversores, y un 26% del promedio de inversores.

Es también interesante observar que los inversores institucionales es la categoría de inversor con un porcentaje mayor de su cartera invertido en fondos de Private Equity españoles, un 29% del total, frente al 3% del resto de los inversores encuestados, y un 5% en promedio del total de inversores.

e. Tipos de fondos y tamaño de inversor

El tamaño de los inversores también condiciona el reparto de la inversión entre los diferentes tipos de fondos de Capital Privado.

Gráfico 30. Cantidad invertida en cada tipo de fondo, por tamaño de inversor



Puede verse que los grandes inversores destinan la mayor parte de sus recursos a fondos de Private Equity extranjeros, lugar que ocupan los fondos de fondos en los inversores de menor tamaño. Finalmente, los fondos de Private Equity españoles son los preferidos por los inversores encuestados de tamaño mediano.

5.6 Personal dedicado a gestionar las inversiones en Capital Privado

El Capital Privado es un activo notoriamente difícil de gestionar, dada su iliquidez, y la dificultad de anticipar el éxito de un equipo y una estrategia de inversión. Por ello, una de las barreras de acceso al mismo es disponer de un equipo cualificado que realice el análisis y seguimiento de las inversiones.

Como cabría esperar, el creciente interés de los inversores españoles por este activo está acompañado por un aumento de los recursos humanos asignados al mismo. Así, un promedio de 2 personas por entidad se dedican a evaluar las inversiones en Capital Privado, aunque, especialmente en los inversores con menor patrimonio, estas personas compatibilizan esta tarea con otras responsabilidades.

Cabría pensar que el fuerte aumento previsto de la inversión en fondos de Capital Privado ha de ir acompañado de una mayor dotación de personal dedicado a seleccionarlos y a hacer su seguimiento, especialmente en aquellos inversores que tienen un menor número de profesionales gestionando sus carteras. Esto es especialmente así en el caso de las bancas privadas, que, como hemos visto, es el tipo de inversor que más interés tiene en aumentar su asignación al activo, que además requiere de mayor atención y explicaciones a sus clientes que otras inversiones más tradicionales.

Tabla 5. Numero de personas gestionando las carteras de inversión

	Total equipo	Capital privado
Entidad Aseguradora	3,7	1,6
Fondo de Pensiones	16,0	2,0
Banca Privada	14,9	2,6
Multifamily Office / EAFI	6,3	2,3
Inversor privado o Family office	4,6	2,4
Promedio	7,1	2,2

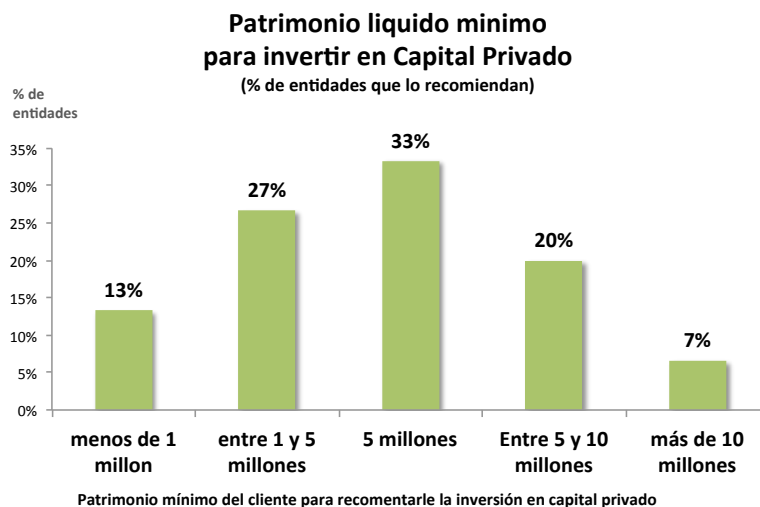
5.7 Banca privada y Capital Privado

Dadas las especificidades de la banca privada y los multifamily offices, que gestionan o asesoran patrimonios de sus clientes, con diferentes grados de discrecionalidad, se ha considerado oportuno entender mejor cómo y a quién recomiendan invertir en el activo. Ello es especialmente relevante dadas las fuertes perspectivas de crecimiento de la inversión en Capital Privado por parte de este grupo de inversores.

La primera cuestión planteada es cuál es el patrimonio líquido mínimo que un cliente debe tener para que su banquero o asesor le aconseje invertir en fondos de Capital Privado, activo que todos los asesores reconocen que ‘no es para cualquier cliente’. Aquí la respuesta varía significativamente entre las entidades, pues va desde los 125.000 euros hasta los 20 millones de euros.

Agrupando las respuestas por tramos, estos tienen una distribución casi normal, alrededor de un valor central de 5 millones de euros:

Gráfico 31. Patrimonio líquido mínimo para recomendar invertir en Capital Privado

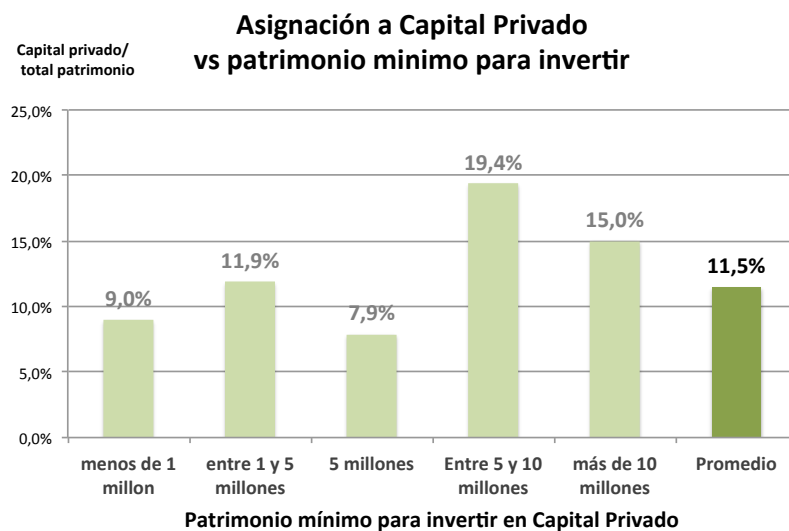


No obstante el patrimonio mínimo promedio recomendado para invertir en Capital Privado varía significativamente según la recomendación proceda de una banca privada o de un multifamily office. Así, las bancas privadas recomiendan invertir en Capital

Privado a clientes con un patrimonio mínimo promedio de 3,9 millones de euros, mientras que en las EAFIs y multifamily offices este umbral promedio es de más del doble, o 8,6 millones. Es probable que este sesgo se deba a la diferencia del tamaño del patrimonio medio de sus clientes respectivos.

Independientemente de lo anterior, aquellas entidades que tienen un umbral más bajo para recomendar la inversión en Capital Privado son también las más prudentes a la hora de recomendar una asignación del total de la cartera al mismo.

Gráfico 32. Asignación recomendada a Capital Privado vs patrimonio líquido mínimo



El argumento implícito es que cuanto menor es el patrimonio del cliente, menor es el porcentaje del mismo que es recomendable invertir en un activo ilíquido. Así, vemos que aquellas entidades que recomiendan la inversión en Capital Privado a clientes de 5 millones de euros o menos, plantean como objetivo una asignación al activo de alrededor del 10%. Por el contrario, aquellas entidades que solo ofrecen la inversión en Capital Privado a clientes con más de 5 millones de patrimonio líquido, sugieren una asignación al activo de un 15-20%, porcentaje que es similar al peso promedio del Capital Privado en las carteras de las family offices.

Por lo tanto, y dado que incluso el porcentaje más bajo de asignación al activo mencionado (8%) está muy por encima del que actualmente tienen en él los clientes de banca privada y multifamily offices, parece que la mayor parte del crecimiento de la inversión en Capital Privado provendrá de aquellos. Este crecimiento, no obstante procederá en buena medida de inversiones vía vehículos tipo fondo de fondos que permitan a los inversores tener diversificada su inversión en varios fondos subyacentes.

6 Inversión en Capital Privado: Aspectos subjetivos

6.1 Ventajas de la Inversión en Capital privado

Como hemos visto antes, una gran mayoría (87%) de los inversores encuestados tiene una opinión favorable del Capital Privado. En consecuencia, un 92% de ellos aumentará o mantendrá su inversión en el activo, inversión que estimamos puede aumentar alrededor de un 66% sobre su valor actual.

Para entender mejor las causas de esta buena opinión que los inversores tienen sobre el activo, es interesante conocer cuales son los atributos positivos del mismo más mencionados por estos.

Gráfico 33. Argumentos a favor del Capital Privado: Total de inversores



Curiosamente, la *‘buena relación riesgo-rentabilidad’*, que debería ser la principal razón de la inversión en cualquier activo, es mencionada tan solo por dos terceras partes de los inversores. Por el contrario, la ventaja del Capital Privado aludida por la casi totalidad de los inversores encuestados es su *descorrelación con otros activos*, al ofrecer la posibilidad de invertir en empresas no cotizadas.

El factor más mencionado a continuación, a cierta distancia de los siguientes, es que la inversión en fondos de Capital Privado *‘permite al inversor tener contacto con la economía real y con empresas o sectores dinámicos’*. Y en torno al 20% de inversores citan dos de los argumentos clásicos a favor del Capital Privado: la *consistencia de retornos conseguidos por los gestores*, y la *alineación de sus intereses con los de los inversores*. Estos son superados por la posibilidad de coinvertir, mencionada por 23% de los inversores, que es una opción de creciente predicamento entre los inversores globales. Es llamativo que solo un 8% de los inversores cita la fiscalidad favorable, que afecta sobre todo a los fondos y gestoras basados en España, como una ventaja decisiva.

Podemos profundizar en estas actitudes de los inversores, agrupando sus respuestas a esta pregunta por tipos de inversores:

Tabla 6. Argumentos en favor del Capital Privado para los diferentes tipos de inversores

De los siguientes argumentos en favor de la inversión en Capital Privado ¿Cuales cree que son los más relevantes para inversores como usted?

	% de inversores de cada tipo que la mencionan				
	Total de inversores	Inversor privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifamily Office / EAFI
Ofrece diversificación en empresas no cotizadas / desc correlación con otros activos	88%	89%	90%	92%	67%
Tiene una buena relación riesgo/rentabilidad	65%	58%	60%	75%	83%
Permite al inversor contacto con la economía real, y empresas o sectores dinámicos	39%	42%	40%	33%	33%
A veces es posible co-invertir junto al Fondo	23%	32%	20%	25%	0%
Se pueden identificar las buenas gestoras analizando sus resultados pasados	21%	21%	15%	33%	17%
Alinea los intereses de los inversores con los de los gestores del fondo y de las empresas	19%	21%	25%	17%	0%
Ausencia de responsabilidad del inversor sobre las empresas participadas	12%	37%	0%	0%	0%
Su fiscalidad es favorable	9%	11%	10%	8%	0%

Así, podemos ver como las Multifamily offices son los inversores que más importancia dan a la *‘buena relación riesgo/rentabilidad’* del activo, por encima incluso de la desc correlación con otras inversiones. La family offices son los inversores que más valoran el aspecto *‘no financiero’* de sus inversiones en capital privado, o que éstas *‘les permitan tener contacto con la economía real’*. Ello puede deberse tanto al origen empresarial de la mayoría de sus patrimonios, como el hecho de que ese contacto a menudo les da informaciones útiles para tomar decisiones en sus otras inversiones o negocios.

Las bancas privadas son los inversores que más mencionan la *‘consistencia de resultados de las gestoras’*, que hace más fácil la selección de fondos de Capital Privado que la de otros fondos de inversión. Los inversores institucionales son los más sensibles a la *‘alineación de intereses entre gestores de fondos e inversores’*, mientras que los family offices son los que mas citan la *‘posibilidad de coinversión’*, probablemente porque son los más proclives a beneficiarse de ella.

6.2 Criterios de selección de fondos

La iliquidez de la inversión en los fondos de Capital Privado, que requieren de sus partícipes un compromiso de permanencia de al menos diez años, hace crítico el saber elegir bien los fondos a los cuales comprometer recursos. A este respecto, los inversores españoles utilizan los criterios más comúnmente usados por los inversores de otros países:

Gráfico 34. Criterios de selección de Fondos de Capital Privado

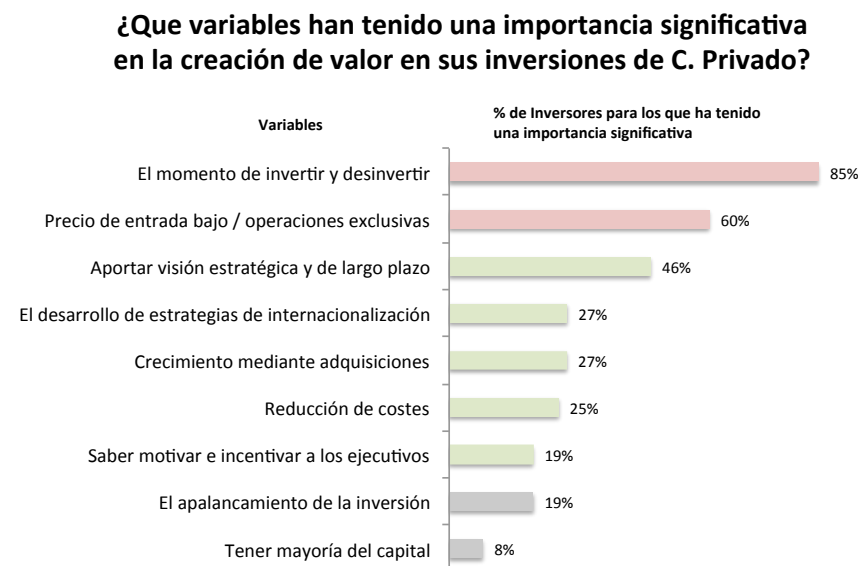


La estrategia de inversión es el criterio al que los inversores españoles dan más importancia a la hora de seleccionar fondos, seguido a corta distancia por el 'track record' de la gestora, y la valoración del equipo que invertirá el fondo. El que el fondo aplique criterios de responsabilidad social corporativa al seleccionar sus inversiones, que en otros países tiene un creciente peso como criterio en la elección de fondos, es considerado poco relevante por el 60% de los inversores. La aplicación de estos criterios de selección de fondos entre los inversores encuestados es bastante homogénea, e independiente del su tamaño o tipología.

6.3 Creación de valor mediante el Capital Privado

A continuación se preguntó a los inversores cuales son, de acuerdo con su experiencia, las causas de creación de valor en sus inversiones de Capital Privado. El objetivo era comparar su percepción de las causas que han creado valor con las conclusiones al respecto de los estudios y datos existentes. Para ello, se les apuntaron causas relacionadas con el entorno y el momento de la inversión, causas estrictamente financieras vinculadas al uso de apalancamiento, y, finalmente, causas atribuibles a la acción directa de los gestores de los fondos sobre sus empresas participadas, orientadas a mejorar su rentabilidad.

Gráfico 35. Percepción de las causas de creación de valor en el Capital Privado



Del análisis de estas respuestas se pueden deducir algunas conclusiones interesantes:

- La causa más citada, por un 85% de los inversores españoles, como responsable del éxito o fracaso de la inversión en empresas no cotizadas, y por extensión en fondos de Capital Privado, es el 'timing' o momento de invertir o desinvertir. La importancia dada a esta variable, sobre la que los gestores de fondos tienen un control limitado, coincide con la evidencia disponible sobre la gran variabilidad existente de retornos entre las diferentes añadas de fondos de Capital Privado.

La razón obvia por la cual el 'timing' afecta significativamente los retornos es por el inevitable impacto que un cambio del entorno económico puede tener sobre la rentabilidad de las participadas. Otro efecto del 'timing', menos evidente en un mercado poco transparente como el de empresas no cotizadas, es su impacto en la variación de los precios de los activos, que analizamos a continuación.

- La segunda causa más citada, y vinculada a la anterior, es que las compañías hayan sido adquiridas a un precio de entrada atractivo. Esta capacidad de los gestores de

fondos de aprovecharse de las ineficiencias del ‘mercado de empresas no cotizadas’ es frecuentemente considerada como una de las justificaciones de los mayores retornos del Capital Privado sobre la inversión en mercados de valores, donde hay mucha más competencia por los activos y menos asimetría de información.

Por ello, uno de los argumentos principales de los gestores de Capital Privado es que disponen de una red de contactos que les permite acceder a oportunidades exclusivas, que suelen tener precios atractivos de entrada. Además, los gestores han de tener una disciplina inversora que les lleve a evitar consistentemente pagar precios elevados. Finalmente, aunque no hay una evidencia clara al respecto, es comúnmente aceptado que invirtiendo en empresas de menor tamaño es más improbable encontrar competencia que en las adquisiciones de grandes empresas, de las que sus propietarios casi siempre desinvierten mediante procesos abiertos y transparentes (o ‘subastas’) tendentes a maximizar el precio de venta.

Pese a todo, la necesidad que los gestores de fondos de Capital Privado tienen de desplegar el capital de los mismos durante los cinco años que típicamente dura el periodo de inversión puede dificultarles el adquirir participaciones en compañías a precios atractivos. En concreto, cuando los fondos disponibles para invertir en un país o industria han crecido más rápidamente que las buenas oportunidades de inversión, se produce un inevitable aumento del precio de éstas, lo que dificulta a los gestores conseguir los retornos esperados por sus inversores.

Por ello, los inversores a menudo ajustan su estrategia de inversión en fondos de Capital Privado en función de su percepción de este equilibrio entre oferta y demanda, evitando segmentos o geografías donde consideran que *‘hay demasiado dinero persiguiendo muy pocas oportunidades’*.

- En tercer lugar, un 46% de los inversores consideran que los gestores de los fondos de Capital Privado realizan una contribución significativa a la creación de valor ‘aportando visión estratégica y de largo plazo a sus participadas’. Esto es consistente con las afirmaciones de los gestores de fondos de Capital Privado, prácticamente todos los cuales proclaman su condición de inversor activo cuya intervención ayuda a mejorar la rentabilidad de las compañías.
- Adicionalmente, una cuarta parte de los inversores mencionan diferentes actuaciones concretas de los gestores en sus participadas (crecer mediante adquisiciones, Internacionalización, reducción de costes, o saber motivar a los ejecutivos) como causas de creación de valor en sus inversiones.
- Combinando todas las respuestas relacionadas con la intervención directa de los gestores en las participadas, podemos ver que un 76% de los inversores menciona al menos una de las actuaciones mencionadas como variable que ha tenido un impacto significativo en la rentabilidad de las participadas, y por tanto ha permitido a los gestores crear valor para los inversores en sus fondos, tal y como prometen.
- Es llamativo ver como las dos características clave de los buyouts, tener mayoría y apalancar la inversión, son las variables que menos inversores consideran han tenido

un impacto importante en la creación de valor en sus inversiones de Capital Privado. Ello podría deberse a los recientes malos resultados obtenidos por algunos buyouts debido a la combinación de alto apalancamiento y recesión económica.

Finalmente el hecho de que sólo un 8% de los inversores considera que tener mayoría del capital es una causa de creación de valor es en cierto modo contradictorio con que un 75% de los mismos consideran que los gestores de los fondos pueden crear valor incidiendo sobre las participadas. Ello podría explicarse por una posible creencia implícita por parte de los inversores de que tener mayoría del capital no es imprescindible para poder influir positivamente en las participadas.

A continuación es posible analizar la percepción que los diferentes tipos de inversores tienen sobre las causas de la creación de valor en sus inversiones de Capital Privado. Agrupando las cuatro causas relacionadas con actuaciones de los gestores sobre las participadas, y las dos relativas a la estructura de la operación, podemos apreciar sus diferentes percepciones de las razones del éxito de sus inversiones.

Tabla 7. Causas de creación de valor: percepción por tipo de inversores

¿Que variables han tenido una importancia significativa en la creación de valor en las inversiones realizadas por los Fondos de Capital Privado en los que ha participado?

	% de inversores de cada tipo que la mencionan			
	Total Inversores	Family Offices	Inversor institucional	B Privada, EAFIs
Timing	85%	82%	78%	94%
Precio entrada bajo	60%	65%	56%	59%
Actuaciones sobre participadas	77%	88%	72%	71%
Apalancamiento, Mayoría	21%	24%	28%	12%

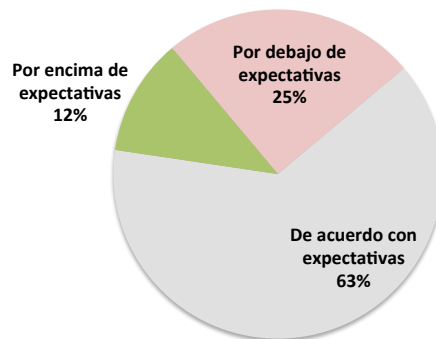
Es interesante comprobar la diferente lectura que de su experiencia en Capital Privado hacen los diferentes tipos de inversores. Así, las actuaciones de los gestores sobre las participadas son las causas del éxito de sus inversiones en Capital Privado más mencionadas por los family offices. Por el contrario, un 95% de bancas privadas y EAFIS mencionaron el ‘timing’ como factor decisivo, frente a un 71% que citaron actuaciones sobre las participadas. Los inversores institucionales fueron los que mas mencionaron la importancia del apalancamiento o de disponer mayoría, con un 28% del total.

6.4 Percepción de los resultados de la inversión en Capital Privado

Dada la dificultad de calcular la rentabilidad de la inversión en Capital Privado, y la resistencia de los inversores y gestores a revelarla, se optó por una aproximación cualitativa y subjetiva a la cuestión. Para ello se preguntó a los inversores cómo se comparaban los resultados de sus inversiones en Capital Privado con sus expectativas al respecto, para de esta forma medir su grado de satisfacción con el activo.

Gráfico 36. Resultados vs expectativas: Inversión total en Capital Privado

Los resultados de su inversión en Capital Privado han estado...

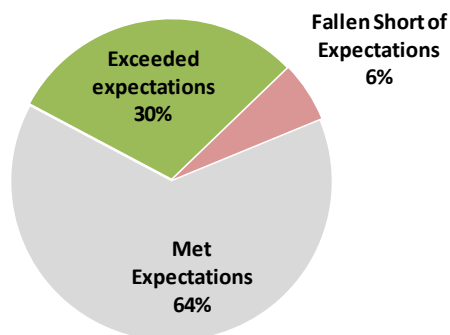


El resultado es que hay un 63% de inversores para los que el Capital Privado ha estado en línea con sus expectativas, un 12% para los que las ha superado y, un 25% para los que ha quedado por debajo. Así, uno de cada cuatro inversores encuestados está 'insatisfecho' con los resultados de sus inversiones en Capital Privado, porcentaje que es significativamente mayor al manifestado por inversores en otras encuestas.

Por ejemplo, en una encuesta llevada a cabo en diciembre de 2015 por Prequin entre 100 inversores globales, solo un 6% de ellos indicaron que sus resultados habían estado por debajo de sus expectativas, mientras que habían estado por encima para un 30%.

Gráfico 37. Satisfacción de los inversores internacionales con el Capital Privado

Proportion of investors that feel their Private Equity investments have...



Source: Prequin Investor Interviews, December 2015

Sin embargo, el porcentaje de inversiones para los que su experiencia con el Capital Privado ha estado por debajo de sus expectativas (25%) es el doble de los que tienen una opinión negativa del activo (13%). Esta diferencia podría deberse a que muchos de estos inversores entienden que las causas que ocasionaron esta evolución insatisfactoria fueron circunstanciales, y no ligadas a la esencia del activo. De hecho, ninguno de los inversores ‘decepcionados’ con el Capital Privado piensa disminuir su asignación al mismo, y más de la mitad planean aumentarla, probablemente en tipos de fondos o con gestores distintos aquellos que han recibido sus inversiones en el pasado.

Podemos entender mejor el porqué de las respuestas a esta pregunta midiendo su correlación con las variables que definen el perfil de los inversores encuestados.

Tabla 8. Resultados vs expectativas: Perfil de inversores

	Inversores para los que el CP estuvo			Promedio de inversores
	Por debajo de expectativas	De acuerdo con expectativas	Por encima de expectativas	
Tamaño medio activos gestionados (m euros)	4.356	5.261	5.342	5.041
Porcentaje promedio de la cartera invertido en España	45%	42%	36%	43%
Promedio del Capital privado como porcentaje de la cartera	5%	8%	11%	8%
Numero promedio de fondos en los que ha invertido	4,8	20,7	21,5	17,1
Inversion en Fondos de PE españoles vs total de C Privado	40%	25%	5%	26%
Inversion en Fondos de fondos vs total de C Privado	5%	29%	31%	24%
Porcentaje que no tienen una opinión favorable de la inversión en Capital Privado	15%	9%	0%	10%

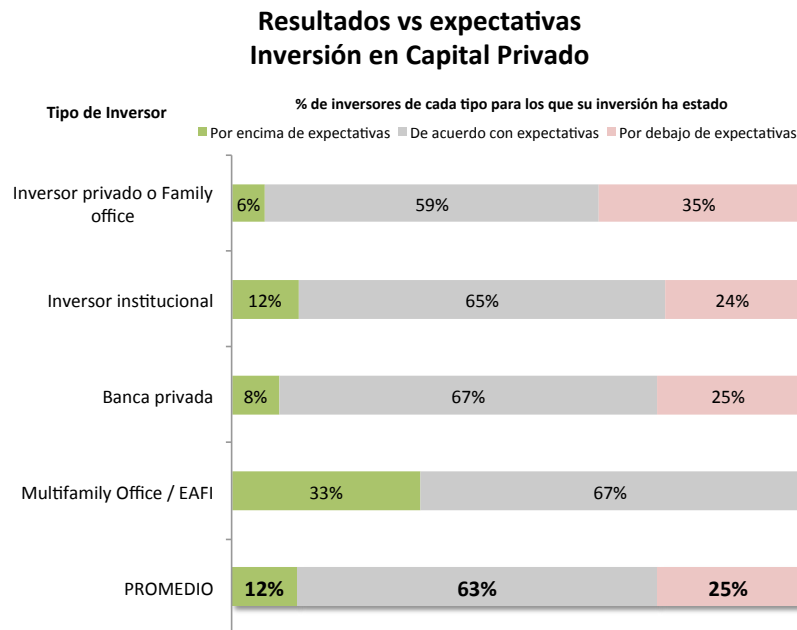
Así, es posible decir que los inversores mas descontentos con los resultados de sus inversiones en Capital Privado tienen un tamaño algo menor que el resto, mayor concentración de sus inversiones en España y menor peso del Capital Privado en su cartera. Pero la característica diferencial m importante, y una probable causa de sus malos resultados es que su inversión en Capital Privado está poco diversificada, ya que han invertido en un número de fondos (4,8 en promedio) muy inferior al resto de inversores (17,1 en promedio), en los que tienen un peso muy importante los fondos de Private Equity españoles y una presencia casi marginal los fondos de fondos.

Aun a riesgo de simplificar, podemos decir que los inversores más descontentos con el Capital Privado han invertido poco en el activo, y en pocos fondos, en los cuales los fondos de Private Equity españoles tienen un peso relativamente alto y los fondos de fondos relativamente bajo.

Cabe destacar que el 85% de los inversores para los que el Capital Privado ha estado por debajo de sus expectativas siguen deseando invertir en el activo, lo que está en línea con el hecho antes comentado de que ninguno de ellos piensa disminuir su asignación al mismo

A continuación podemos analizar los diferentes grados de satisfacción con el Capital Privado para los diferentes tipos de inversores.

Gráfico 38. Resultados vs expectativas: Inversión total en Capital Privado, por tipo de inversor

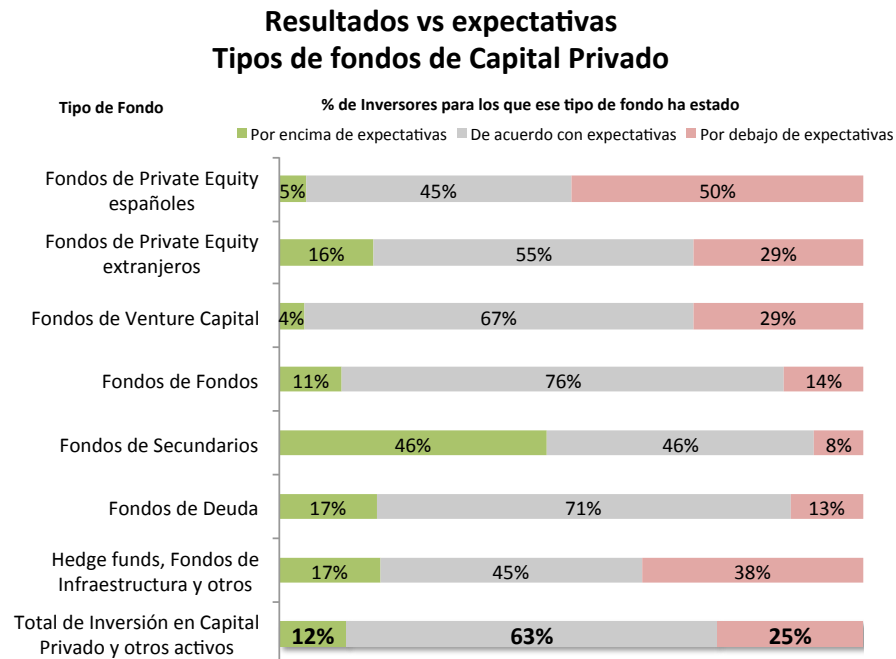


Los family offices es la categoría de inversores más descontenta con su inversión en Capital Privado: estuvo por debajo de las expectativas de un 35% de los inversores y por encima de tan solo un 6% de ellos. Esto es relevante, pues los family offices son los inversores con una mayor exposición al Capital Privado, tanto en términos absolutos (detentan la mitad de todas las posiciones en fondos de los inversores encuestados) como relativos (el Capital Privado es un 17% de su cartera total).

Una explicación parcial podría ser que los family offices son los inversores más exigentes. Esperan en promedio un mayor retorno por el activo que el resto de los inversores, y atribuyen más responsabilidad a los gestores por los resultados de sus inversiones. La evaluación negativa de su experiencia no parece que afecte a su exposición futura al activo pues aquellos family offices que planean disminuir su asignación al Capital Privado no lo hacen por estar descontentos con sus resultados, sino porque tiene un peso muy elevado en sus carteras.

Se preguntó también a los inversores por la comparación entre las expectativas y los resultados obtenidos para cada uno de los tipos de fondos en los que había invertido.

Gráfico 39. Resultados vs expectativas para los diferentes tipos de fondos de Capital Privado



Así podemos ver que los fondos de Private Equity españoles es el segmento de Capital Privado con el que están menos satisfechos los inversores encuestados: han estado por debajo de las expectativas de la mitad de ellos. Por el contrario, los fondos de secundarios, que representaron un 5% de su inversión total en Capital Privado, han excedido las expectativas de un 46% de sus inversores.

Mas relevantes son los buenos resultados de los fondos de fondos, el tipo de fondo más presente en las carteras de los inversores encuestados, que han satisfecho o excedido las expectativas de un 87% de quienes invirtieron en ellos.

Los fondos de Deuda, a los que los inversores españoles tienen una exposición limitada (3% del total invertido), probablemente debido la novedad del activo y al escaso número de gestoras españolas especializadas en ellos, han satisfecho sobradamente las expectativas depositadas en ellos. Para un 71% de los inversores los fondos de deuda han cubierto sus expectativas, habiéndolas superado para un 17% de ellos.

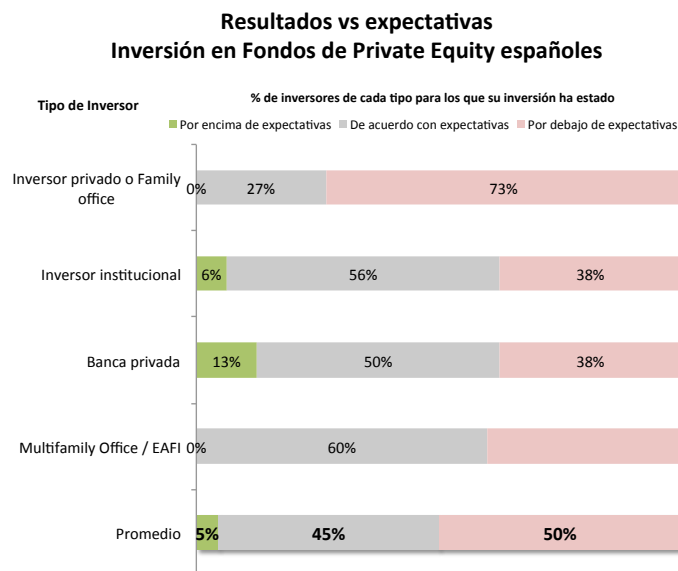
Los fondos de Private Equity extranjeros, receptores de la mitad de los fondos invertidos en Capital Privado por los inversores encuestados, han dado buenos resultados para la mayoría de estos. Así, han cumplido las expectativas de más de la mitad (un 55%) de los encuestados, superándolas en un 16% de los casos, y quedándose por debajo de lo esperado por un 29% de los inversores.

Es llamativo el relativo buen comportamiento de los fondos de Venture Capital, que han satisfecho o superado las expectativas de un 71% de sus inversores, y que pese a ello sólo representan el 2% de la cantidad invertida por los encuestados. Los Hedge funds y otros fondos están concentrados en un número relativamente pequeño de inversores, y han tenido resultados desiguales, superando las expectativas de un 17% de los mismos, pero quedándose por debajo de ellas en un 39% de los casos.

a. Fondos de Private Equity españoles

Quizá uno de los principales hallazgos del estudio es la insatisfacción de la mitad de los inversores encuestados con su inversión en fondos de Private Equity españoles, porcentaje muy superior al de cualquier otro tipo de fondos. Para entender esto mejor, puede ser útil entender la opinión al respecto de cada una de los tipos de inversores.

Gráfico 40. Resultados vs expectativas: fondos de Private Equity españoles

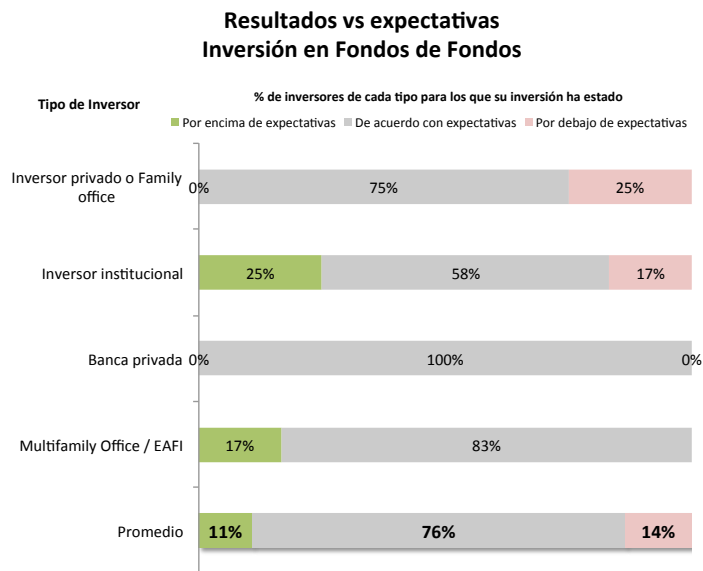


Como podemos ver, las family offices son los inversores más descontentos con los resultados obtenidos en su inversión en fondos de Private Equity españoles, que han estado por debajo de las expectativas de un 73% de los casos. Este dato es relevante, pues, como cabría esperar, éste es el tipo de fondos más presente en las carteras de las family offices españolas, al estarlo en un 81% de las mismas.

b. Fondos de Fondos

Los Fondos de Fondos son especialmente apreciados por las bancas privadas y multifamily offices, ninguna de las cuales expresa descontento con este activo. Por otro lado, los family offices es el grupo que tiene un mayor porcentaje de inversores descontentos con los fondos de fondos. Este hecho puede deberse a que la propia naturaleza del family office implica un deseo por parte del inversor final de tomar sus propias decisiones de inversión, evitando en la medida de lo posible gastos de gestión pagados a terceros. En coherencia con lo anterior, los family offices son el tipo de inversores para los que los fondos de fondos tiene menor peso en sus carteras

Gráfico 41. Resultados vs expectativas: Fondos de Fondos

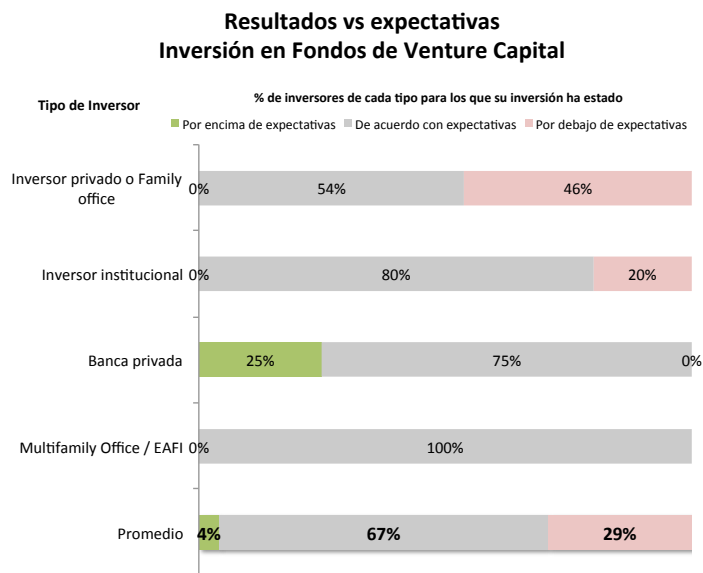


c. Fondos de Venture Capital

La inversión en fondos de Venture Capital ha igualado o superado las expectativas de un 70% de los inversores, lo que es llamativo dado el mayor riesgo y volatilidad de las inversiones de estos fondos. Los family offices, que son los inversores con más exposición al activo, son los que han tenido una experiencia más desigual, pues ha sido insatisfactoria en un 46% de los casos.

Es destacable la buena opinión que de los fondos de Venture Capital tienen las bancas privadas, pues para ninguna de ellas han estado por debajo de sus expectativas, habiéndolas superado en uno de cada cuatro. En concreto, varias bancas privadas mencionaron el que muchos de sus clientes apreciaban el valor 'no financiero' de una inversión en un fondo de Venture Capital, pues les permitía tener contacto con sectores dinámicos de la economía y con empresas innovadoras.

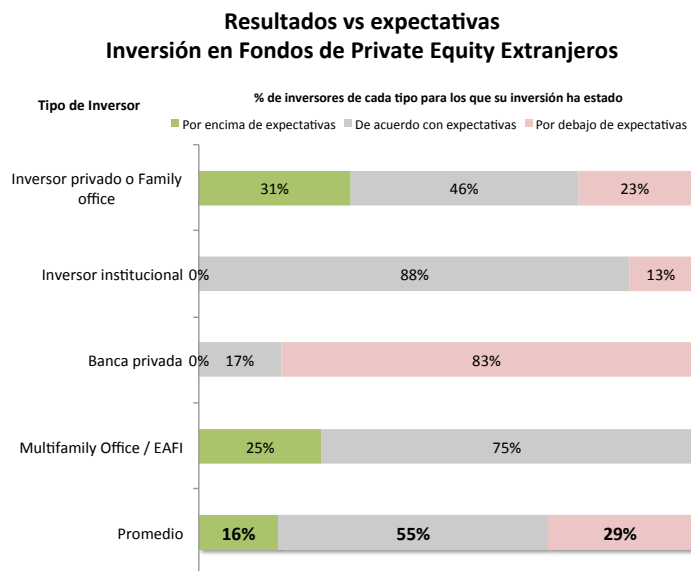
Gráfico 42. Resultados vs expectativas: Fondos de Venture Capital



d. Fondos de Private Equity extranjeros

El grado de satisfacción con los fondos de Private Equity extranjeros varía mucho entre los tipos de inversores:

Gráfico 43. Resultados vs expectativas: Fondos de Private Equity extranjeros



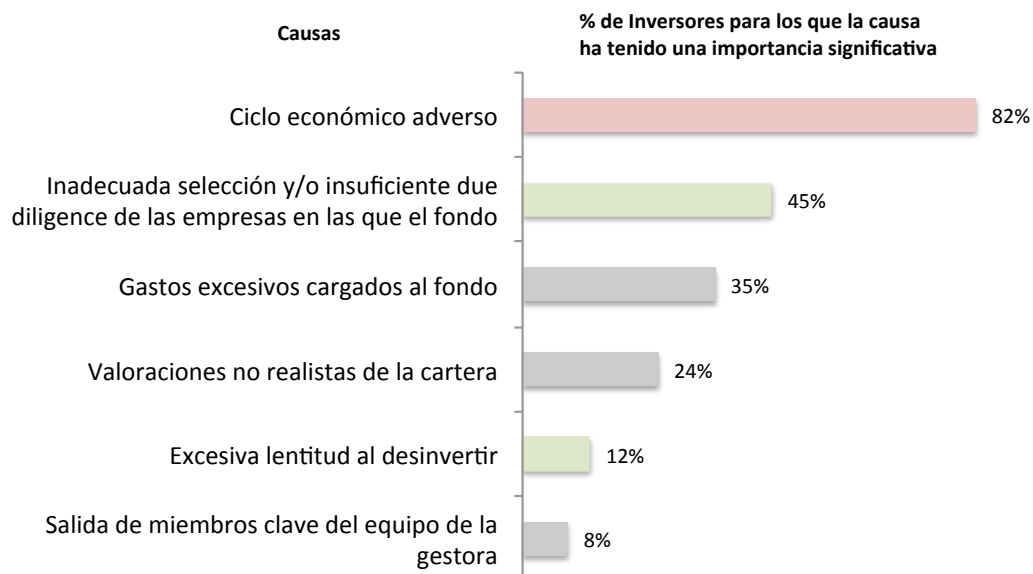
Así podemos ver, que para las Bancas Privadas, de las que sólo un 40% tiene exposición a fondos de Private Equity extranjeros un 80% de éstos han estado por debajo de sus expectativas. Sin embargo, las EAFIs y los family offices, con un 80% y 75% de exposición respectiva a este activo, han tenido una experiencia mucho más positiva, que superó sus expectativas en un 25% y un 31% respectivamente.

6.5 Percepción de las causas por las que el Capital Privado no cumple expectativas

Se pidió a los inversores que indicaran cuales eran las causas, tanto externas como atribuibles a los gestores, por las cuales creían que sus inversiones en Capital Privado no habían estado a la altura de sus expectativas. La fuerte crisis económica vivida entre 2008 y 2013, y que ha afectado a prácticamente todos los fondos actualmente activos hace que ‘el ciclo económico adverso’ sea, con mucho, la causa más mencionada.

Gráfico 44. Razones para incumplir expectativas

¿Que ha causado que algunas inversiones en Capital Privado esten por debajo de sus expectativas?



El resto de los factores citados tienen que ver con una percepción de errores de los gestores, o de falta de diligencia de los mismos al invertir (45%) o de agilidad al desinvertir (12%), o con conflictos de interés entre gestores e inversores, tales como ‘gastos excesivos cargados al fondo’ (35%), y en menor medida, ‘valoraciones no realistas de la cartera’, o cambios en miembros clave del equipo.

Podemos usar esta pregunta para intentar entender mejor porqué los **fondos de Private Equity españoles** han estado por debajo de las expectativas de la mitad de los inversores, cruzando las respuestas de éstos con las de los demás inversores.

Tabla 9. Causas de insatisfacción de inversores en fondos de PE españoles vs el resto

Porcentaje de inversores que mencionan cada causa de que sus inversiones estuvieran por debajo de sus expectativas

	Ciclo económico adverso	Inadecuada selección y/o due diligence de las empresas	Gastos excesivos cargados al fondo	Valoraciones no realistas de la cartera	Excesiva lentitud al desinvertir	Salida de miembros clave de la gestora
Inversores descontentos con los fondos de PE españoles	82%	50%	18%	23%	23%	9%
Resto de inversores	81%	41%	48%	26%	4%	7%
Promedio total inversores	82%	45%	35%	24%	12%	8%

Así, las razones a las que los inversores atribuyen el ‘mal comportamiento’ de de sus fondos de Private Equity españoles no difieren sustancialmente de las que creen han afectado negativamente a otros fondos de Capital Privado. Así, la crisis económica es con mucho la causa de malos resultados más citada tanto por los inversores descontentos con los fondos de Private Equity españoles como por el resto, y en porcentajes casi idénticos (82% y 81%).

La insuficiente **selección de las empresas** en las que los fondos han invertido y, sobre todo, la **lentitud al desinvertir**, son causas de malos resultados que son más citadas por los inversores en fondos de Private Equity españoles que por el resto de inversores (citadas por un 50% y un 23%, respectivamente, frente a un 41% y un 4% por el resto), pero que no parecen tener suficiente entidad como para atribuirles la razón de la insatisfacción de los inversores.

En consecuencia, la más que probable razón del descontento de los inversores españoles con los fondos de Private Equity españoles se halle en la **baja rentabilidad** de las más de 100 posiciones en ellos que los encuestados acumulan. Como mencionamos más arriba, los pocos datos públicos existentes sobre la rentabilidad de los fondos de Private Equity españoles indican que muy pocos de ellos tienen una rentabilidad acorde con las expectativas de los inversores.

Esta baja rentabilidad es explicada por los gestores de los fondos como consecuencia de la peor crisis económica que ha vivido España, que fue más profunda que en otros países. Aunque ello es cierto, la realidad es que la rentabilidad de la inversión en el activo ‘fondos de Private Equity españoles’ está aún pendiente de ser demostrada.

Es destacable que solo un 18% de los inversores insatisfechos con los fondos de Private Equity españoles se quejan de gastos excesivos cargados al fondo, cuando este ha sido un factor negativo citado por el 48% de los inversores descontentos con otros fondos

La percepción de las causas de los malos resultados de las inversiones no varía significativamente según los tipos de inversores:

Tabla 10. Causas de insatisfacción con su inversión en Capital Privado, por tipos de inversores

	% de inversores de cada tipo que la mencionan				
	Promedio	Inv. privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifamily Office / EAFI
Ciclo económico adverso	82%	81%	88%	82%	67%
Inadecuada selección y/o due diligence de las empresas en las que el fondo invirtió	45%	50%	63%	18%	33%
Gastos excesivos cargados al fondo	35%	25%	38%	36%	50%
Valoraciones no realistas de la cartera	24%	19%	13%	36%	50%
Excesiva lentitud al desinvertir	12%	6%	19%	0%	33%
Salida de miembros clave del equipo de la gestora	8%	13%	6%	9%	0%

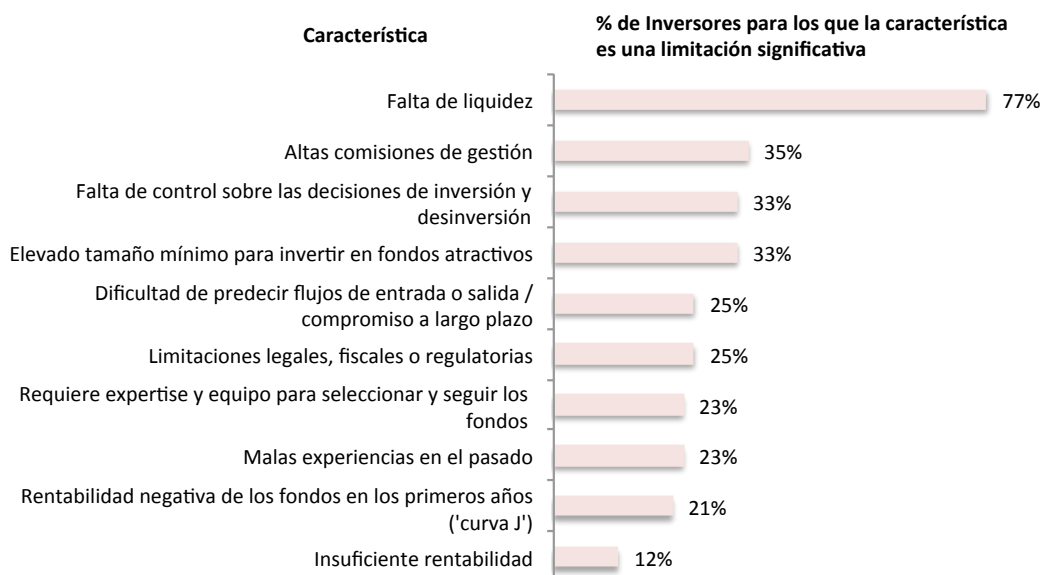
La crisis económica es la causa de insatisfacción más mencionada por todos los tipos de inversores. Los multifamily offices son los que menos la nombran, y son, por el contrario los inversores que más citan los gastos excesivos, las valoraciones no realistas y la lentitud al desinvertir como causas de insatisfacción en sus inversiones. Los inversores institucionales, seguidos por los family offices, son los que han percibido más errores de los gestores en la selección y análisis de inversiones, siendo esta la segunda causa más mencionada por ambos.

6.6 Factores que limitan la inversión en Capital Privado

A continuación procedimos a conocer la opinión de los inversores sobre los factores propios del Capital Privado que reducen o limitan su inversión en él.

Gráfico 45. Características del Capital Privado que limitan su inclusión en las carteras

¿Que características del Capital Privado limitan su inclusión en su cartera ?



Su falta de liquidez, es, claramente, el factor limitador de su inversión en Capital Privado más mencionado por inversores de todos los tipos. El principal problema asociado con la iliquidez, mas que la incertidumbre sobre el 'timing' de los flujos de caja, es la dificultad para el inversor de deshacer su posición en un fondo que no haya respondido a sus expectativas, lo que hace aún más difícil el seleccionar bien los fondos. Es decir, la iliquidez aumenta significativamente el riesgo del activo, pues 'los inversores están atados de pies y manos' tras haber decidido con quien invertir.

La importancia dada al resto de los factores limitadores varía sustancialmente para los diferentes tipos de inversores. Así, una queja habitual respecto al Capital Privado, como lo elevado de las comisiones de gestión cobradas por los gestores a los fondos, que es apenas mencionada por una cuarta parte de los inversores institucionales y las bancas privadas, lo es por un 40% de los family offices y por un 67% de los multifamily offices, que son, con mucho, el grupo de inversores más sensibles a este tema.

En la misma línea, la falta de control sobre las decisiones de inversión, que preocupa a un 60% de los family offices, no es citada apenas por las bancas privadas o los multifamily offices. Sin embargo, a ambos tipos de inversores parece preocuparles, y

mucho, la falta de tamaño para poder acceder a fondos (internacionales) atractivos, que es el segundo inconveniente que más mencionan ambas.

La dificultad de predecir los flujos de entrada y salida es citada por casi la mitad de los family offices, pero sólo por un 5% de los inversores institucionales, probablemente como reflejo del diferente peso que el capital privado tiene en sus respectivas carteras y la resistencia de los primeros a tener en su cartera activos de alta liquidez y baja remuneración, lo cual es necesario para poder atender las llamadas de capital cuando se produzcan Sin embargo, un 42% de los inversores institucionales indican las limitaciones legales, que apenas preocupan a un 15% del resto de inversores.

Simétricamente, la 'curva J', o la inevitable rentabilidad negativa de los primeros años de un fondo, que no preocupa a ninguno de los family offices encuestados, si lo hace a un 37% de los inversores institucionales. La más probable explicación es que aquellos miran la rentabilidad de este activo más a largo plazo, y fijándose más en las salidas y entradas de tesorería, que por los cambios de las valoraciones contables intermedias.

Tabla 11. Factores que limitan la inversión en Capital privado, por tipos de inversores

En su opinión, ¿cuales de las siguientes características del Capital Privado dificultan significativamente, o limitan, la inclusión de este activo en su cartera ?

	% de inversores de cada tipo que la mencionan				
	Promedio	Inversor privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifamily Office / EAFI
Falta de liquidez	77%	80%	74%	75%	83%
Altas comisiones de gestión	35%	40%	26%	25%	67%
Falta de control sobre las decisiones de inversión y desinversión	33%	60%	37%	8%	0%
Elevado tamaño mínimo para invertir en fondos atractivos	33%	20%	16%	58%	67%
Dificultad de predecir flujos de entrada o salida / compromiso a largo plazo	25%	47%	5%	25%	33%
Limitaciones legales, fiscales o regulatorias	25%	13%	42%	17%	17%
Requiere expertise y equipo para seleccionar y seguir los fondos	23%	7%	37%	33%	0%
Malas experiencias en el pasado	23%	33%	21%	25%	0%
Rentabilidad negativa de los fondos en los primeros años ('curva J')	21%	0%	37%	25%	17%
Insuficiente rentabilidad	12%	13%	16%	8%	0%

Los inversores institucionales y las bancas privadas son los que mas mencionan (un 37% y un 33% respectivamente) como restricción a sus inversiones en Capital privado su falta de equipo para seleccionar y seguir sus inversiones en el activo. Ello sugiere que su planeado incremento de asignación al mismo habrá de ir acompañado de la incorporación de talento interno o externo que lo haga posible, especialmente en el

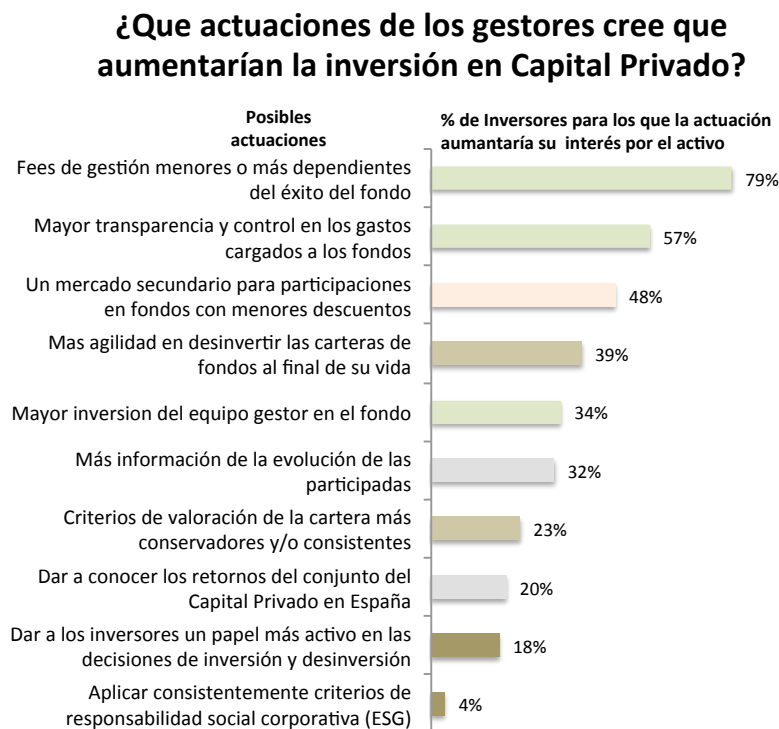
caso de los inversores institucionales, que en promedio solo tienen 1,6 personas dedicadas a ello. Este es sin embargo, un problema no mencionado por ninguno de los multifamily offices, y sólo por un 7% de los family offices.

Por último, las malas experiencias en el pasado pesan en un tercio de los family offices a la hora de decidir aumentar su asignación al activo. Ello no es sorprendente, dado que, como hemos visto, son los inversores de este grupo los que han tenido una mayor exposición al activo, y no siempre satisfactoria.

6.7 Posibles actuaciones de los gestores de fondos de Capital Privado

Dado que la mayoría de los factores anteriores son consustanciales al activo, se preguntó a los inversores sobre que actuaciones los gestores podrían llevar a cabo para que aumentase la inversión en Capital Privado. Esta pregunta permitía también a los inversores expresar, de una manera indirecta, sus quejas sobre las actuaciones de los gestores.

Gráfico 46. Opinión sobre actuaciones de los gestores para favorecer el Capital Privado



Las dos potenciales actuaciones positivas de los gestores más mencionadas por los inversores van orientadas a conseguir una **mayor alineación de los intereses de ambos**. Así, cuatro de cada cinco inversores querrían ver comisiones de gestión ('fees') menores o más dependientes del éxito del fondo, y algo más de la mitad mayor transparencia y control en los gastos cargados a los fondos. Adicionalmente, y en la misma dirección, un tercio de inversores querría ver una mayor inversión del equipo gestor en el fondo

Los elevados fees son la queja mas mencionada espontáneamente por los inversores entrevistados, pues para la mayoría de ellos el Capital Privado es el activo por el que proporcionalmente pagan más fees¹⁶. El problema de fondo, clásico en la gestión de activos¹⁷, es el alineamiento de intereses entre gestores e inversores, pues muchos de éstos entienden que los gestores de los fondos ‘no se juegan nada’, y, sobre todo, que los fees de gestión permiten que los socios de las gestoras de fondos de un tamaño mínimo tienen ‘casi garantizado el hacerse ricos’ aunque den retornos mediocres a sus inversores, incumpliendo el ideal expresado en promesa de que *‘we will eat sandwiches with the fees, and caviar with the carry’*. Adicionalmente, varios inversores se quejaron de que las firmas de Capital Privado se permiten pagar a sus empleados sueldos ‘injustificadamente altos’, creando ‘una inflación de salarios’ en la industria de gestión de activos.

No obstante, otros inversores toman una posición más pragmática, y afirman que mientras el retorno final sea bueno, los fees pagados son relativamente poco importantes. Esto es específicamente mencionado en relación a los fondos de fondos, con los que la mayoría de los inversores están satisfechos a pesar de ser conscientes de estar pagando una doble capa de fees.

En la misma línea, hay inversores que resienten la ‘alegría’ con la que algunos gestores de fondos cargan a éstos y a sus participadas gastos de asesores de todo tipo, que son pagados indirectamente por los inversores. Por ejemplo, según la BVCA, en 2007 las firmas de servicios profesionales facturaron cerca de 3.300 millones de libras a la industria de Private Equity¹⁸. Por ello, a un 57% de los inversores les gustaría ver más transparencia y control de dichos gastos.

Otra queja frecuente es la falta de información sobre la evolución de las participadas, ‘especialmente cuando las cosas van mal’. En la misma línea, algunos inversores expresan descontento porque los gestores solo les prestan atención cuando están haciendo fundraising, y porque las valoraciones de las carteras no siempre son fiables. De hecho, alguno llega a interpretar la mala comunicación como “una falta de respeto a los inversores que bordea en la arrogancia”

¹⁶ Por ejemplo, un inversor institucional indicó que las comisiones de gestión promedio de su cartera, en las que las ETFs tiene gran peso, están en torno al 0,4% sobre los activos gestionados, frente a un 2% de sus inversiones en Capital Privado

¹⁷ Expresado, por ejemplo, en el famoso libro, de título autoexplicativo, escrito por Fred Schwed en 1940: **“Where Are the Customers' Yachts?”**

¹⁸ Citado por Morris (2010)

Tabla 12. Opinión sobre posibles actuaciones de los gestores, según tipo de inversores

¿Que actuaciones de los gestores cree que aumentarían la inversión en Capital Privado?

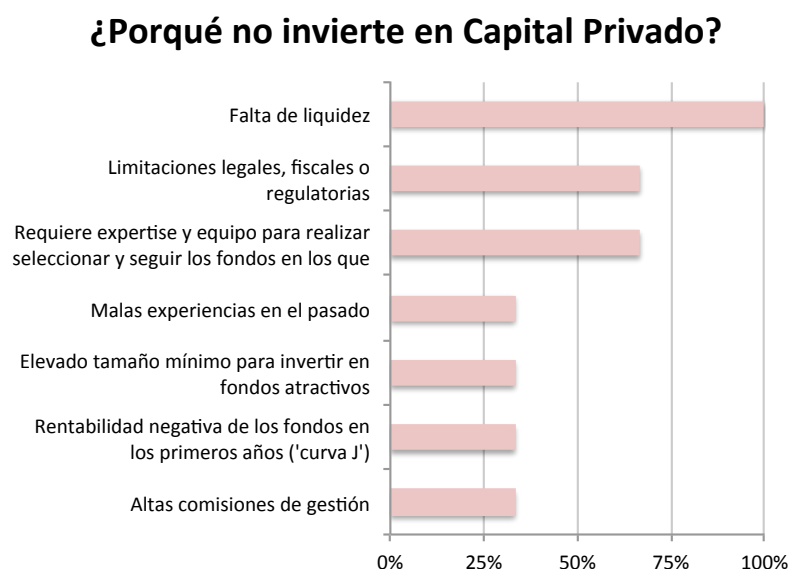
	% de inversores de cada tipo que la mencionan				
	Promedio	Inversor privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifamily Office / EAFI
Fees de gestión menores o más dependientes del éxito del fondo	79%	89%	80%	50%	100%
Mayor transparencia y control en los gastos cargados a los fondos	57%	56%	55%	58%	67%
Un mercado secundario para participaciones en fondos con menores descuentos	48%	44%	55%	33%	67%
Más agilidad en desinvertir las carteras de fondos al final de su vida	39%	33%	55%	17%	50%
Mayor inversión del equipo gestor en el fondo	34%	50%	40%	8%	17%
Más información de la evolución de las participadas	32%	33%	15%	50%	50%
Criterios de valoración de la cartera más conservadores y/o consistentes	23%	17%	25%	33%	17%
Dar a conocer los retornos del conjunto del Capital Privado en España	20%	17%	15%	25%	33%
Dar a los inversores un papel más activo en las decisiones de inversión y desinversión	18%	17%	35%	0%	0%
Aplicar consistentemente criterios de responsabilidad social corporativa (ESG)	4%	6%	0%	8%	0%

En coherencia con sus respuestas anteriores, la casi totalidad de los inversores privados y EAFIS responderían favorablemente a fees de gestión más bajos en mayor medida que las bancas privadas, que, sin embargo, muestran más deseo de tener más información de la evolución de las participadas.

7 No inversores en Capital Privado

Aunque como ya hemos comentado, la mayoría de los participantes en la encuesta ya han invertido en el activo, hubo algunos inversores encuestados, mas otros entrevistados, que no invierten en capital privado. Las razones que aducen para ello son similares a los inconvenientes que también detectan los inversores que si asignan al Capital Privado una parte de sus activos.

Gráfico 47. Razones para no invertir en Capital Privado



En las entrevistas cualitativas, el punto 'Falta de liquidez' fue matizado por algunos inversores como *'el Capital Privado no ha demostrado dar una rentabilidad suficientemente alta para compensar su falta de liquidez'*. Una queja relacionada es que es difícil conocer la rentabilidad real de los fondos de Capital Privado, pues sus resultados publicados están a menudo *'sesgados por la forma de presentar los datos, y las valoraciones intermedias'*, por lo que la rentabilidad final de muchos fondos, una vez liquidados, acaba siendo inferior a la reportada durante su vida.

Adicionalmente, los inversores escépticos con el Capital Privado cuestionaron en las entrevistas cualitativas las principales 'tesis de inversión' de éste. Así, algunos indicaron que podían construir carteras con valores cotizados que les permitían tener una exposición a empresas similares a aquellas en las que invierte el Capital Privado (p.ej. 'small caps'), y obtener retornos parecidos sin renunciar a la liquidez. Otros cuestionaron el principio de la consistencia de los retornos de los mejores gestores, que atribuyen a que *'las grandes casas siempre tienen, entre los muchos fondos que gestionan, alguno en el primer cuartil, que es el que enseñan'*, o el del la descorrelación del Capital Privado con otros activos, que consideran *'es más aparente que real, pues está basada en la falta de puntos de comparación, y en el retraso en las valoraciones'*.

Otra críticas se orientan a la insuficiente alineación de intereses entre inversores y los gestores, ya que éstos *‘ganan siempre, aunque lo hagan mal’*, o son reflejo de malas experiencias como la queja sobre *‘el escaso control que los inversores tienen sobre los gestores, que permite a éstos dilatar impunemente las desinversiones’*.

Hay otro grupo de inversores, family offices de grupos empresariales en activo, que no destinan recursos al Capital Privado pues estiman que su negocio principal ya da a su patrimonio exposición a la economía real, con lo que el family office prefiere destinar sus recursos a activos puramente financieros y líquidos, que puedan, si es necesario reinvertirse en el negocio principal de la familia.

Las otras dos razones más mencionadas para no invertir en Capital Privado, fueron las limitaciones legales (como el límite a las comisiones de todo tipo que se cargan a un producto financiero), que afectan sobre todo a inversores institucionales como fondos de pensiones, y la falta de conocimiento y equipo para seleccionar y seguir los fondos en los que invertir, que afecta sobre todo a las family offices más pequeñas.

Así, podemos dividir a los no-inversores en Capital Privado en tres tipos. En primer lugar, aquellos que nunca podrán invertir en Capital Privado, debido que sus propias necesidades son incompatibles con las características de éste. En segundo lugar, están aquellos, principalmente institucionales, a los que la regulación financiera les limita o impide invertir en el activo. Finalmente, hay un tercer grupo de inversores que probablemente empezaría a invertir en Capital Privado si tuvieran más evidencia de la capacidad de éste de producir retornos que compensaran su iliquidez, y percibieran más alineación de sus intereses con los de los gestores de los fondos. El reto de la industria es atraer a los inversores de este último grupo.

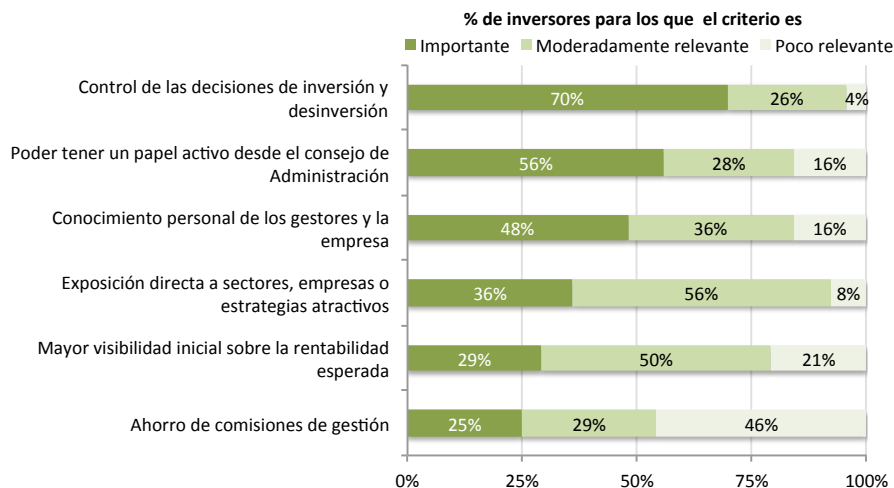
8 Inversión directa en empresas vs en fondos de Capital privado

Uno de los debates permanentes entre los inversores en empresas no cotizadas es hasta que punto es mejor seleccionar y gestionar directamente sus inversiones que hacerlo a través de un fondo, en el que todas las decisiones las toma una gestora profesional. La experiencia mayoritaria de muchos inversores, y comentada en las entrevistas cualitativas, es que en la práctica la selección y gestión de dichas inversiones directas es laboriosa y difícil, y solo es posible aspirar a tener buenos resultados dedicando a ello más recursos de los que disponen la mayor parte de los inversores.

Por ello, la inversión directa en empresas ha disminuido en los últimos años. Pese a ello, hay inversores que combinan ambas prácticas e invierten directamente en empresas y a través de fondos. Sus razones son bastantes reveladoras:

Gráfico 48. Inversión directa vs inversión en fondos

¿Porque prefiere la inversión directa en empresas a la inversión a través de fondos?



Como podemos ver, algunos inversores asumen el extra coste y esfuerzo relacionado con la inversión directa en empresas para poder tener capacidad de intervenir directamente en las decisiones relacionadas con su inversión, la desinversión y el seguimiento. En coherencia con ello, el ahorro de comisiones de gestión no es una variable relevante para estos inversores, que probablemente incurren en mayores costes internos gestionando sus propias inversiones.

Algunos de estos inversores podrían ser atraídos por aquellos fondos que les permitan tener un papel más activo, o al menos seguir más de cerca los procesos de inversión, desinversión y seguimiento de las inversiones. De hecho, una política activa de los gestores de capital privado a este respecto podría reducir aún más las cantidades destinadas a inversiones directas en beneficio de los fondos de Capital Privado.

9 Actitudes ante el Capital Privado por tipo de inversor

9.1 Family office

9.2 EAFI / Multifamily offices

9.3 Banca Privada

9.4 Compañías de seguros

9.5 Fondos de Pensiones

Anexo I

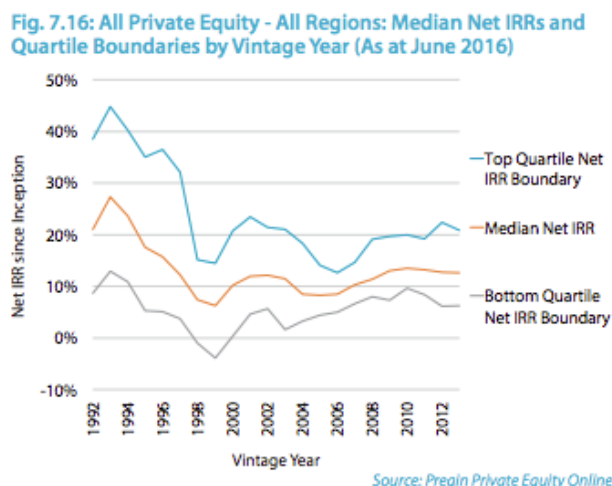
Estudios sobre la rentabilidad del Capital Privado

La principal medida del atractivo de un activo como inversión es su rentabilidad y la comparación de ésta con sus otros atributos, como volatilidad, liquidez, o correlación con otros activos. Sin embargo, la rentabilidad del Capital Privado como activo en su conjunto no es fácil de establecer. En primer lugar, por definición, los datos de su rentabilidad no son públicos, y los únicos datos al respecto son los facilitados voluntariamente por inversores o gestores. En segundo lugar, los periodos de maduración son muy largos (de tres a cinco años para las inversiones en participadas, y hasta diez años para las inversiones en fondos), y hasta que las desinversiones se realizan, la rentabilidad de un fondo se basa en valoraciones facilitadas por sus gestores. Por último, es un activo relativamente nuevo, que captó la mayor parte de sus recursos inmediatamente antes de la crisis de 2007-8, que fue un periodo ciertamente inusual y poco representativo, que ha lastrado sus resultados agregados.

Así, la fuente más citada por la industria es Preqin, una base de datos privada que se nutre de la información suministrada voluntariamente por los gestores de los fondos. Si bien los datos de Preqin pueden ser representativos de los recursos captados por la industria del Capital Privado, y de las tendencias de la misma, su validez para estimar la rentabilidad del activo en su conjunto es más cuestionable. La principal reserva surge de que sus cálculos de rentabilidad se basan en los datos facilitados por aproximadamente el 20% de los fondos cerrados cada año. Es, pues, una muestra no aleatoria, cuya representatividad es dudosa si consideramos que lo más probable es que los resultados de los fondos que no respondieron a la encuesta, o que desaparecieron, sean peores que los de los fondos que si lo hicieron.

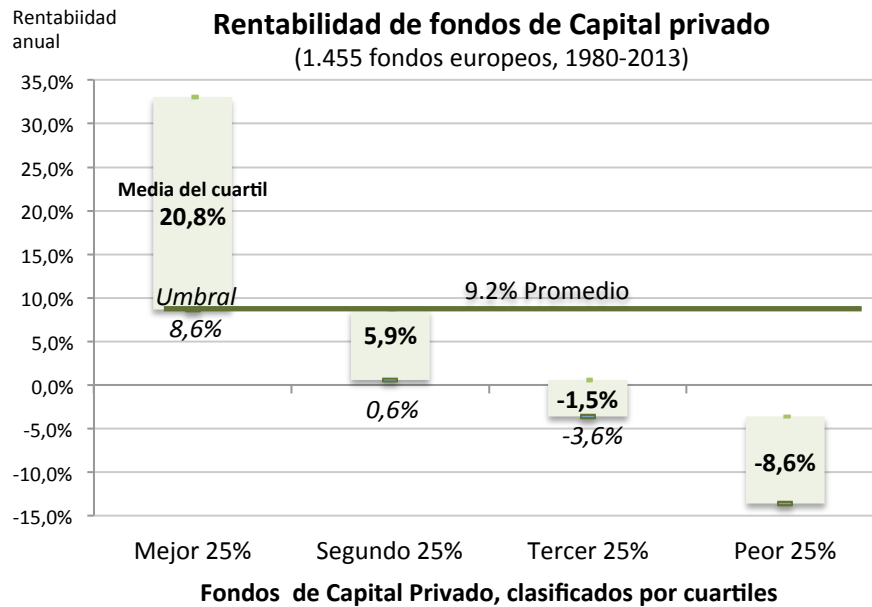
En cualquier caso, los datos de Preqin si parecen probar que los mejores fondos de Capital Privado obtienen rentabilidades muy atractivas, incluso en las peores 'añadas':

Gráfico 49. Retornos de los fondos que participan en la encuesta de Preqin



Thomson-Reuters llegó a conclusiones similares en un estudio realizado para la EVCA que utilizó datos de 1.455 fondos europeos cerrados entre 1980 y 2013, facilitados por sus gestores, cuya rentabilidad anual promedio es del 9,2% desde su creación. Sus resultados también confirman que hay una gran diferencia entre la rentabilidad de los fondos del primer cuartil (21% anual) con la de los del segundo (6% anual), y sobre todo, con la de los del tercer y cuarto cuartil, que es negativa.

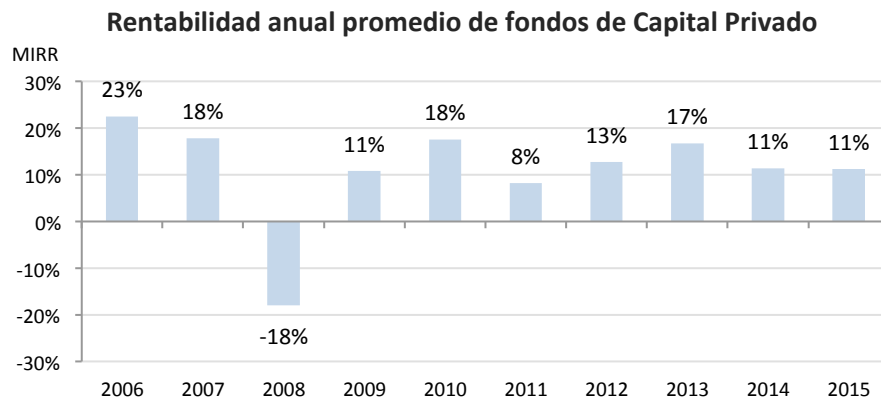
Gráfico 50. Rentabilidad por cuartiles de 1.455 fondos estudiados por Thomson Reuters



El INSEAD Private Equity Navigator (PEN) usa datos de unos 3.000 fondos, proporcionados a Pevara eFront por sus inversores, y que por lo tanto constituyen una muestra menos sesgada. PEN calcula la rentabilidad anual modificada (MIRR) de esos fondos, medida por cambios en su NAV mas/menos llamadas de capital y distribuciones, menos el coste del capital esperando a ser llamado¹⁹. De acuerdo con este cálculo, las inversiones en Capital Privado generan rentabilidades promedio altas, que varían sustancialmente de un año a otro.

¹⁹ Que se estima en un 12% anual

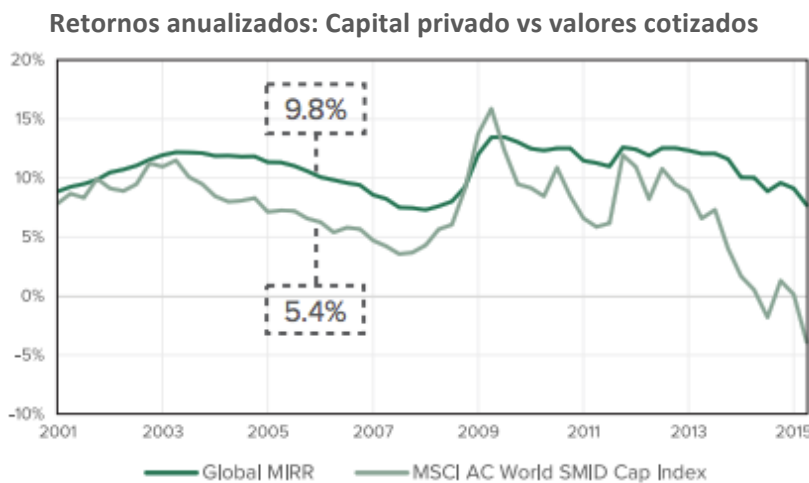
Gráfico 51. Retornos globales de 3.000 fondos analizados por Private Equity Navigator



Elaboración propia con datos de PEN, Pevera eFront

Si se compara la rentabilidad anual promedio (MIRR) obtenida por el conjunto de fondos a lo largo de un periodo de 10 años con la se habría obtenido invirtiendo en un indicador representativo de valores cotizados comparables²⁰, se puede ver que el retorno promedio de éstos fue inferior al de los fondos de Capital Privado en casi todos los años. Así, por ejemplo, en el periodo comprendido entre 2006 y 2016 los fondos de Capital Privado generaron una rentabilidad anual promedio del 9,8%, mientras que la del índice de valores cotizados fue del 5.4% durante el mismo periodo.

Gráfico 52. Retornos anuales en periodos de 10 años: fondos analizados por PEN vs índice bursátil

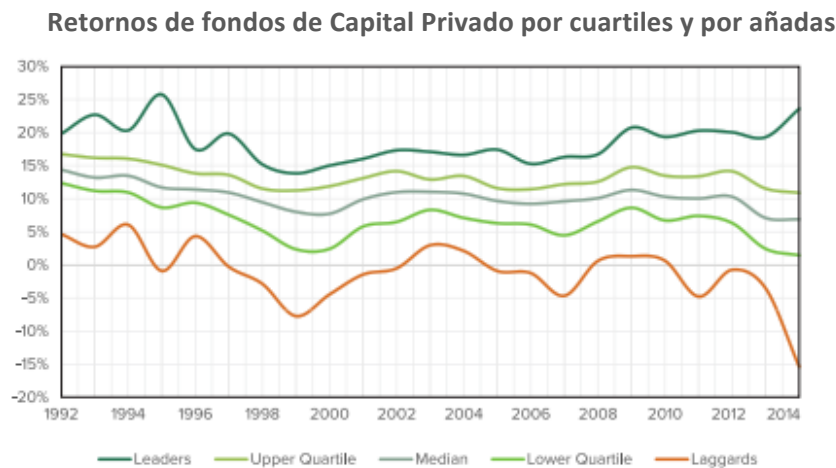


Fuente: Private Equity Navigator (PEN), octubre 2017

El estudio de PEN también incide en la enorme **dispersión de retornos** entre fondos de Capital Privado: la diferencia de rentabilidad anual entre los 'leaders' (5% más rentable) y los 'laggards' (5% menos rentable) de una misma añada puede superar los 15 puntos.

²⁰ El índice de referencia de valores cotizados es el MSCI SMID Cap Indices, referido a una cartera de compañías cotizadas de tamaño medio, de una dimensión similar a las que invierten los fondos de CP.

Gráfico 53. Rentabilidad de las cuartiles de los fondos analizados por PEN.



Fuente: Private Equity Navigator (PEN), octubre 2017

Independientemente de los estudios anteriores, sigue habiendo voces críticas con el atractivo del Capital Privado como activo. Un buen resumen de las mismas se encuentra en Morris (2010), para el cual *‘Private Equity ha sido un gran éxito en términos de tamaño, crecimiento y rentabilidad para sus gestores y para muchos asesores. Lo que no está tan claro es que haya reportado beneficios generalizados a sus inversores’*.

Las objeciones de estos ‘escépticos’ respecto al Private Equity se resumen en (1) una buena parte de su rentabilidad agregada se debe al apalancamiento; (2) los intereses de los inversores y los gestores no están bien alineados, y, la mas importante, (3) el activo, tomado en su conjunto, no ha demostrado de manera clara que, a largo plazo, dé una rentabilidad que compense por su iliquidez.

Esta última afirmación se basa en que la mayoría de las comparaciones de rentabilidad entre el capital privado y los mercados cotizados no son correctas. Su argumento es que las rentabilidades de la inversión en mercados cotizados, que son verificadas independientemente, calculadas consistentemente, están basadas en precios de transacciones reales y se refieren a todos los activos, no son comparables con las rentabilidades calculadas para el Private Equity, que están basadas en muestras, que no son aleatorias, y dependen de las valoraciones de la cartera realizadas por los gestores.

Lo cierto es que, en ausencia de una obligación regulatoria, el conocer la rentabilidad del conjunto del Capital privado depende de los datos que gestores o inversores facilitan voluntariamente, lo que inevitablemente imprime un sesgo a los resultados obtenidos. Una forma sencilla de evitar este problema sería dar a conocer el número de fondos que han pagado ‘carried interest’ a sus gestores, es decir que han proporcionado a sus inversores una rentabilidad final real, ‘cash on cash’, por encima del mínimo acordado, normalmente un 8% anual.

Pero el número de fondos que han pagado carried interest es un dato mayoritariamente desconocido, y las pocas referencias al respecto no son esclarecedoras. La British Venture Capital Association (BVCA) en su respuesta (2010) al estudio de Morris, indica que solo el 20% de los fondos de sus asociados han pagado 'carried' lo que indicaría una gran dispersión de rentabilidades, ya que, según en un estudio realizado por PWC y Capital Dynamics (2015), 596 fondos de los asociados a la BVCA dieron una rentabilidad anual promedio del 13.8%.

En resumen, parece haber consenso en lo siguiente: (1) la inversión en Capital Privado puede dar rentabilidades atractivas, y superiores a la de activos cotizados equivalentes y (2) la dispersión de retornos de los fondos de Capital Privado hace que solo tendrán certeza de capturar ese diferencial aquellos inversores que inviertan en fondos que estén en el cuartil superior. Es por ello que la inversión en fondos de Capital Privado requiere, para tener éxito, saber elegir bien los fondos en los que invertir, que es el reto al que se enfrentan los inversores en este activo.

Anexo II:

Estudios sobre fuentes de Creación de Valor por el Capital Privado

Para seleccionar los fondos de Capital Privado en los que invertir los inversores **analizan el track record** de sus gestores, y, dentro de él, cuales han sido las **‘fuentes de creación de valor’** en las inversiones exitosas, para intentar estimar así su capacidad de reproducir en el futuro los buenos resultados del pasado. Analizar dichas fuentes también puede ser una buena forma de entender los elementos claves que explican la dinámica de la industria de Capital Privado y su atractivo como activo.

La industria de Private Equity²¹ distingue tradicionalmente tres fuentes de creación de valor en las inversiones que realiza²²:

- **Expansión de múltiplo:** o diferencia entre el múltiplo de valoración (normalmente EBITDA/EV) implícito en el precio de compra y el múltiplo implícito en el valor de venta. El gestor del fondo puede atribuirse el mérito de este aumento cuando, por ejemplo, puede demostrar que el múltiplo de entrada era ‘bajo’ o inferior al del mercado, porque fue capaz de negociar bien la adquisición, y/o porque se trataba de una operación propietaria, en la que el vendedor prefería hacer la transacción con él, aun a costa de no maximizar el precio.
- **Aumento de la eficiencia operativa,** o crecimiento de la rentabilidad recurrente del negocio desde el momento de la entrada hasta la desinversión. Dicha rentabilidad, a su vez, puede aumentar por tres tipos de razones: aumento de ventas, mejora de márgenes, o reducción de costes. Analizando el impacto de cada una de estas variables en el cambio de la rentabilidad de una participada, es posible determinar hasta que punto éste se ha debido a acciones iniciadas por el gestor del fondo.
- **Generación de tesorería,** o aumento del valor de la participación en el capital de una empresa vía reducción de su deuda, o mediante el reparto de dividendos.

Habría una cuarta forma de generar retorno para el capital que es el **apalancamiento**, una forma clásica de aumentar el riesgo y el retorno esperado de cualquier inversión, y que el Private Equity utiliza asiduamente. De hecho podría decirse que una de las

²¹ Este esquema no aplica a inversiones realizadas por fondos de Venture Capital, que normalmente se valoran tanto a la entrada como a la salida en función de sus perspectivas futuras, lo que hace dichas valoraciones poco objetivables y parametrizables.

²² La demostración teórica es la siguiente:

$$\text{Value} = \text{Entry Cost} - \text{Exit Price}$$

$$\text{Entry Cost} = \text{Enterprise Value (EV)} - \text{Debt} = (\text{Ebitda} \times \text{Multiple}) - \text{Debt}$$

$$\begin{aligned} \bullet \quad \text{Exit Price} &= \text{EV} - \text{Debt} = (\text{Ebitda} \times \text{Multiple}) - \text{Debt} \\ &= (\text{Ebitda} \times \Delta e \times \text{Multiple} \times \Delta m) - \text{Debt} \times \Delta d \end{aligned}$$

Therefore, mathematically, value can ONLY come from three sources

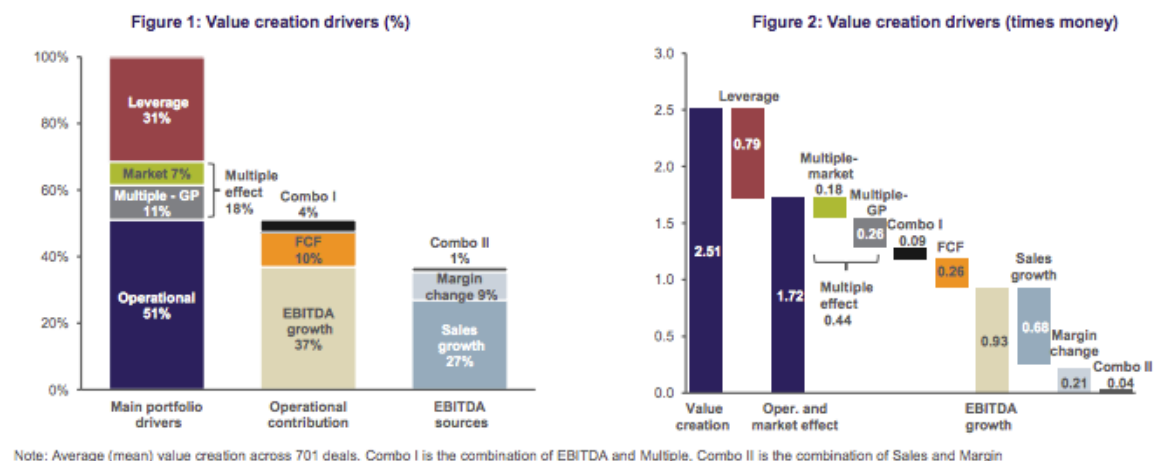
1. Improve Operational Performance (Δe)
2. Multiple Arbitrage (Δm)
3. Deleveraging, of Cash Flow generation (Δd)

razones de ser del Private Equity es crear, mediante el apalancamiento, un nuevo activo, de mayor riesgo y mayor retorno esperado.

Lo inversores son crecientemente conscientes de que la fuente verdaderamente sostenible de la creación de valor es la mejora de la eficiencia operativa de las participadas, y por tanto la variable que mas buscan en la trayectoria pasada de los gestores de fondos. Su razonamiento es que el apalancamiento y la generación de tesorería difícilmente pueden por si solos proporcionar retornos suficientemente elevados, y que la expansión de múltiplo a menudo depende de factores ajenos a las actuaciones de los gestores.

Por ello es interesante ver hasta que punto las plusvalías en las inversiones de los fondos de Capital Privado provienen de factores ‘industriales’ que aumentan la rentabilidad del negocio subyacente, o de factores más ‘financieros’, ligados a la compra y venta de la empresa y a su financiación. Uno de los estudios más completos al respecto fue llevado a cabo por el fondo de fondos Capital Dynamics en 2014.

Gráfico 54. Fuentes de creación de valor en 700 inversiones de Capital Privado



Fuente: Value Creation in Private Equity. Capital Dynamics and the Technische Universität München June 2014

Así, aproximadamente un tercio del retorno agregado de las 700 empresas estudiadas es atribuible al apalancamiento, mientras que al crecimiento del EBITDA (principalmente causado por el aumento de ventas) se le atribuía un 37% del valor creado, un 10% a la generación de tesorería, y un 18% a la expansión de múltiplo.

El fondo de fondos Pantheon utiliza un enfoque propio, más sofisticado, para calcular el ‘alfa’ atribuible a los gestores de un fondo de Capital Privado. Para ello identifica la parte del retorno atribuible al crecimiento del mercado o la geografía donde opera la empresa, y la parte atribuible a ‘ingeniería financiera’ o apalancamiento, de manera que el resto sería el ‘alfa’ o valor diferencial aportado por los gestores a sus participadas. En la muestra de 450 empresas que analiza, dicho alfa sería responsable de un 38% de un retorno promedio del 26% de TIR. Es decir, según este análisis, la actuación de los gestores de los fondos de las empresas de la muestra añadió casi 10 puntos porcentuales de rentabilidad anual a sus inversores.

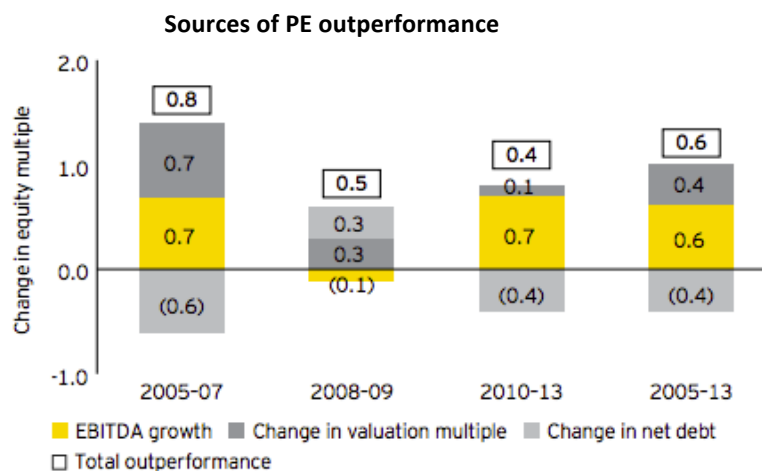
Un análisis muy completo de las fuentes de creación de valor por parte del Private Equity es el realizado por EY en 2013, que analizaba la evolución de 604 empresas europeas desde la entrada de un fondo de Private Equity en ellas hasta la desinversión, y las comparaba con 6000 empresas cotizadas similares. Aunque esta muestra no pretende ser representativa del conjunto de las inversiones de Private Equity, nos permite profundizar en las causas de buenos resultados de aquellas que tuvieron éxito (el retorno medio de la muestra es de 2,5x coste).

Las principales conclusiones del estudio confirman las intuiciones de los inversores más experimentados:

1. Los resultados de las inversiones de Private Equity estudiadas son **consistentemente mejores** que los de las empresas cotizadas, **independientemente del ciclo**.
2. La causa más **recurrente** de dicha diferencia es el aumento de rentabilidad de las participadas, que es más sostenible que la mejora de múltiplo o el apalancamiento.

Ello puede verse en el siguiente gráfico:

Gráfico 55. Fuentes del diferencial de rentabilidad de las inversiones de Private Equity



Fuente: EY, How do Private Equity investors create value? (2013)

En definitiva, el reto de los gestores de fondos de Private Equity es convencer a los inversores de que son capaces de conseguir que las empresas en las que invierten van a mejorar su rentabilidad más que otras empresas del mismo sector o geografía. Es ésta, mucho más que su capacidad de 'comprar barato y vender caro' o de 'apalancar bien', la medida que los inversores usan para juzgar la capacidad de los gestores de conseguir que su fondo esté en el 'cuartil superior', ese al que todos aspiran pero que, por definición, solo el 25% alcanza.

En otros fondos como Venture Capital, Deuda o secundarios, es más difícil medir los elementos que han contribuido a la creación de valor en inversiones pasadas. Los inversores se fijan, por lo tanto, en la experiencia específica de los gestores del fondo, como esta está relacionada con los factores clave que determinarán la rentabilidad del fondo, y como ello se muestra en sus resultados medibles del pasado.

Apendices

Indice de Gráficos

<i>Gráfico 1. Rentabilidad por cuartiles de 1.455 fondos estudiados por Thomson Reuters</i>	7
<i>Gráfico 2. Fuentes del diferencial de rentabilidad de las inversiones de Private Equity</i>	9
<i>Gráfico 3. Recursos captados anualmente por los fondos de Private Equity: 1996-2016</i>	10
<i>Gráfico 4. Recursos gestionados por las gestoras de Capital Privado</i>	10
<i>Gráfico 5. Gobierno Corporativo de Private Equity frente al de compañías cotizadas</i>	14
<i>Gráfico 6. Inversión de Capital Privado en España</i>	15
<i>Gráfico 7. Procedencia de los recursos captados por las entidades de Capital Privado españolas</i>	16
<i>Gráfico 8. Recursos gestionados por las entidades de Capital Privado españolas</i>	16
<i>Gráfico 9. Segmentación de los Inversores encuestados</i>	19
<i>Gráfico 10. Evolución de los activos gestionados</i>	19
<i>Gráfico 11. Reparto del total de activos</i>	20
<i>Gráfico 12. Asignación de activos según tipo de inversor</i>	20
<i>Gráfico 13. Asignación de activos según tamaño de inversor</i>	21
<i>Gráfico 14. Asignación de las inversiones por geografía</i>	22
<i>Gráfico 15. Atractivo percibido del Capital Privado</i>	22
<i>Gráfico 16. Experiencia invirtiendo en Capital Privado</i>	23
<i>Gráfico 17. Referente de rentabilidad de las inversiones en Capital Privado</i>	24
<i>Gráfico 18. Rentabilidad esperada en las inversiones en Capital Privado</i>	25
<i>Gráfico 19. Rentabilidad esperada por categoría de inversor</i>	25
<i>Gráfico 20. Rentabilidad esperada, Alta, Media o Baja, por categoría de inversor</i>	26
<i>Gráfico 21. Evolución prevista del peso del Capital Privado</i>	27
<i>Gráfico 22. Evolución prevista del Capital Privado: Segmentación por tamaño de inversor</i>	28
<i>Gráfico 23. Evolución prevista del Capital Privado: Segmentación por categoría de inversor</i>	28
<i>Gráfico 24. Asignación actual y futura a Capital Privado: Total Inversores</i>	30
<i>Gráfico 25. Asignación actual y futura a Capital Privado, por tipos de inversores</i>	30
<i>Gráfico 26. Contribución de cada tipo de inversor al crecimiento del Capital Privado</i>	31
<i>Gráfico 27. Distribución del numero de fondos de cada tipo</i>	33
<i>Gráfico 28. Distribución de la cantidad invertida en cada tipo de fondo</i>	33
<i>Gráfico 29. Cantidad invertida en cada tipo de fondo, por categoría de inversor</i>	35
<i>Gráfico 30. Cantidad invertida en cada tipo de fondo, por tamaño de inversor</i>	36
<i>Gráfico 31. Patrimonio liquido mínimo para recomendar invertir en Capital Privado</i>	37

<i>Gráfico 32. Asignación recomendada a Capital Privado vs patrimonio liquido mínimo</i>	38
<i>Gráfico 33. Argumentos a favor del Capital Privado: Total de inversores</i>	39
<i>Gráfico 34. Criterios de selección de Fondos de Capital Privado</i>	41
<i>Gráfico 35. Percepción de las causas de creación de valor en el Capital Privado</i>	42
<i>Gráfico 36. Resultados vs expectativas: Inversión total en Capital Privado</i>	45
<i>Gráfico 37. Satisfacción de los inversores internacionales con el Capital Privado</i>	45
<i>Gráfico 38. Resultados vs expectativas: Inversión total en Capital Privado, por tipo de inversor</i>	47
<i>Gráfico 39. Resultados vs expectativas para los diferentes tipos de fondos de Capital Privado</i>	48
<i>Gráfico 40. Resultados vs expectativas: fondos de Private Equity españoles</i>	49
<i>Gráfico 41. Resultados vs expectativas: Fondos de Fondos</i>	50
<i>Gráfico 42. Resultados vs expectativas: Fondos de Venture Capital</i>	51
<i>Gráfico 43. Resultados vs expectativas: Fondos de Private Equity extranjeros</i>	51
<i>Gráfico 44. Razones para incumplir expectativas</i>	52
<i>Gráfico 45. Características del Capital Privado que limitan su inclusión en las carteras</i>	55
<i>Gráfico 46. Opinión sobre actuaciones de los gestores para favorecer el Capital Privado</i>	57
<i>Gráfico 47. Razones para no invertir en Capital Privado</i>	60
<i>Gráfico 48. Inversion directa vs inversión en fondos</i>	62
<i>Gráfico 49. Retornos de los fondos que participan en la encuesta de Preqin</i>	64
<i>Gráfico 50. Rentabilidad por cuartiles de 1.455 fondos estudiados por Thomson Reuters</i>	65
<i>Gráfico 51. Retornos globales de 3.000 fondos analizados por Private Equity Navigator</i>	66
<i>Gráfico 52. Retornos anuales en periodos de 10 años: fondos analizados por PEN vs índice bursátil</i>	66
<i>Gráfico 53. Rentabilidad de las cuartiles de los fondos analizados por PEN.</i>	67
<i>Gráfico 54. Fuentes de creación de valor en 700 inversiones de Capital Privado</i>	70
<i>Gráfico 55. Fuentes del diferencial de rentabilidad de las inversiones de Private Equity</i>	71

Indice de Tablas

<i>Tabla 1. Participantes en la Encuesta</i>	<i>18</i>
<i>Tabla 2. Inversión en fondos de Capital Privado por tamaño de inversor: Numero promedio de fondos, e inversión promedio por fondo</i>	<i>32</i>
<i>Tabla 3. Porcentaje de inversores con al menos una inversión en fondos de ese tipo</i>	<i>34</i>
<i>Tabla 4. Numero de personas gestionando las carteras de inversión</i>	<i>37</i>
<i>Tabla 5. Argumentos en favor del Capital Privado para los diferentes tipos de inversores</i>	<i>40</i>
<i>Tabla 6. Causas de creación de valor: percepción por tipo de inversores</i>	<i>44</i>
<i>Tabla 7. Resultados vs expectativas: Perfil de inversores</i>	<i>46</i>
<i>Tabla 8. Causas de insatisfacción de inversores en fondos de PE españoles vs el resto</i>	<i>53</i>
<i>Tabla 9. Causas de insatisfacción con su inversión en Capital Privado, por tipos de inversores</i>	<i>54</i>
<i>Tabla 10. Factores que limitan la inversión en Capital privado, por tipos de inversores</i>	<i>56</i>
<i>Tabla 11. Opinión sobre posibles actuaciones de los gestores, según tipo de inversores</i>	<i>59</i>

1. Capital privado como activo

Rentabilidad

- 2017 Preqin global Private Equity and Venture Capital report
https://www.preqin.com/docs/samples/2017-Preqin-Global-Private_Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample-Pages.pdf?rnd=1
- The Risk and Return Characteristics of Institutional Buyout Fund Investments, Oliver Gottschlag, HEC Paris, January 2016
https://es.scribd.com/document/323070738/The-Risk-and-Return-Characteristics-of-Institutional-Buyout-Fund-Investments#from_embed
- PERACS Alpha Benchmark Report – December 2015
<http://peracs.com/2015/12/peracs-alpha-benchmark-report-december-2015/>
- 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, EVCA & Thomson Reuters, June 2014
<http://www.investeurope.eu/media/199202/2013-pan-european-private-equity-performance-benchmarks-study-evca-thomson-reuters-final-version.pdf>
- INSEAD-PEVARA Private Equity Navigator, October 2016
<https://centres.insead.edu/global-private-equity-initiative/research-publications/documents/PENOct16-FinalforWeb.pdf>
- “Private equity, public loss?” By Peter Morris. CSFI July 2010
<https://static1.squarespace.com/static/54d620fce4b049bf4cd5be9b/t/55240ed8e4b047e0ca4a0ac2/1428426456201/Private+Equity+by+Peter+Morris.pdf>
- A short response to CSFI report “Private Equity, Public Loss?”, BVCA Research (2010)
- BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2015
<https://www.bvca.co.uk/Research/Industry-Performance>

Drivers de creación de valor

- How do private equity investors create value? A study of 2013 European exits, EY 2014
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-taking-stock/\\$File/EY-taking-stock.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-taking-stock/$File/EY-taking-stock.pdf)
- Value creation and the business cycle; Ian Roberts, Pantheon, October 2015
<http://www.pantheon.com/wp-content/uploads/2015/10/InFocus-Value-Creation-and-the-Business-Cycle.pdf>
- Value Creation in Private Equity, Capital Dynamics and the Technische Universität München, June 2014
<https://www.capdyn.com/media/1765/value-creation-in-private-equity-study-2014-finalv2.pdf>

Impacto en la economía

- Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, Frontier Economics, May 2013
http://www.investeurope.eu/media/61219/Frontier_Economics_Report.pdf

Evolución global de la inversión en PE

- Preqin 2016 Private capital fundraising update
<https://www.preqin.com/popupdownload.aspx?url=https://www.preqin.com/docs/reports/Fundraising-16.pdf>
- 2016 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report
https://www.preqin.com/docs/reports/2016-Preqin-Global-Private-Equity-and-Venture-Capital-Report-Sample_Pages.pdf
- Private equity growth in transition Evolve to meet tomorrow's challenges, Deloitte Center for Financial Services, May 2016
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/financial-services/us-fsi-private-equity-growth-in-transition.pdf>
- Preqin Investor Outlook: Private Equity H1 2017
<https://www.preqin.com/docs/reports/Preqin-Investor-Outlook-Private-Equity-H1-2017.pdf>

2. Lecciones del Capital Privado para el gobierno corporativo

- Eclipse of the Public Corporation, Michael Jensen, Harvard Business Review, September-October 1989
<https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>
- Time to Engage—or Fade Away What All Owners Should Learn from the Shakeout in Private Equity, Heino Meerkatt and Heinrich Liechtenstein, BCG /IESE, February 2010
https://www.bcgperspectives.com/content/articles/private_equity_corporate_strategy_portfolio_management_time_for_owners_to_engage/#chapter1
- What Do Private Equity Firms Say They Do?, Paul Gompers, Steven N. Kaplan, and Vladimir Mukharlyamov, Harvard Business School, working paper 15-081, April 2015
http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/15-081_9baffe73-8ec2-404f-9d62-ee0d825ca5b5.pdf
- Leveraged Buyouts and Private Equity, Steven N. Kaplan and Per Stromberg, Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1—Winter 2009—Pages 121–146
<http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.23.1.121>
- Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity by Viral V. Acharya, Moritz Hahn and Conor Kehoe, January 2009
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.454.9082&rep=rep1&type=pdf>

3. Capital Privado en España

- ASCRI: Informe del impacto del Capital Riesgo, 2011
<http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2015/05/Informe-de-Impacto-2011.pdf>
- ASCRI: Informe 2016 sobre el Capital Privado en España
<http://www.ascricri.org/wp-content/uploads/2016/06/ASCRI-Informe-Venture-Capital-Private-Equity-2016.pdf>
- BBVA Capital Privado, FCR Informe Trimestral de Actividad y Valoración a 30 de Septiembre 2016
http://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/InfFinanciera/2017/01/80660_InfFinan_20170123.pdf