

# Actitud de los inversores españoles ante el Capital Privado

Resumen ejecutivo

Eusebio Martín  
IE Business School

Junio 2017

**Ascri**  
ASOCIACIÓN ESPAÑOLA  
DE CAPITAL, CRECIMIENTO  
E INVERSIÓN

**EY**  
Building a better  
working world



# Principales conclusiones



Este estudio pionero sobre los inversores españoles en Capital Privado ha recabado información y opiniones que permiten conocer la cantidad que éstos asignan a este activo, sus previsiones de crecimiento futuro, sus preferencias entre los diferentes tipos de fondos, así como aquellas características del Capital Privado o actuaciones de sus gestores que más ayudan a satisfacer sus necesidades y/o cumplir sus expectativas.

# Principales conclusiones



## Fuerte crecimiento previsto

- ▶ Los inversores españoles encuestados tienen una opinión mayoritariamente favorable sobre el Capital Privado y planean incrementar significativamente su inversión en él. Podrían acercar su peso al que tienen en las carteras de los inversores internacionales, pudiendo pasar del 5% al 8,5% de sus recursos gestionados.



## Expectativas de rentabilidad, interés sostenido en el activo

- ▶ La mayor parte de los inversores encuestados espera que sus inversiones en Capital Privado tengan una rentabilidad superior a la que, en promedio, el activo ha tenido históricamente. El fuerte impacto de la crisis económica ha contribuido a que los resultados obtenidos del Capital Privado hayan estado por debajo de las expectativas, sin embargo continúa su interés por el activo.



## Interés en fondos de fondos, de deuda y de secundarios

- ▶ Los tipos de fondos que más han satisfecho las expectativas de los inversores encuestados son, por este orden, los fondos de secundarios, los fondos de deuda y los fondos de fondos, por lo que previsiblemente serán los más beneficiados por el creciente interés en el activo.



## Alineación de intereses, mejor comunicación entre gestoras e inversores

- ▶ Los inversores encuestados sugieren una mayor alineación de intereses y mejor comunicación entre gestoras e inversores: disponer de elementos objetivos que permitan a las gestoras de fondos españoles conocer mejor lo que piensan sus inversores potenciales podría ayudar a canalizar una parte del ahorro interno a la inversión a largo plazo en empresas de nuestro país.



## Banca privada, EAFIs e inversores institucionales

- ▶ La mayor parte de ese crecimiento procederá de Banca Privada y EAFIs y, en menor medida, de inversores institucionales. Para todos ellos la falta de liquidez del Capital Privado es compensada por su descorrelación con otros activos, su buena relación riesgo-rentabilidad y el contacto con la economía real.



## Diversificación geográfica

- ▶ Casi el 90% de la inversión en Capital Privado realizada por los inversores encuestados se ha destinado a fondos que invierten fundamentalmente fuera de España. Los fondos de Private Equity españoles reciben aproximadamente un 5% del total de los recursos destinados a este activo por sus inversores locales.



## Gestoras españolas e inversores locales

- ▶ Capturar una parte significativa del aumento de recursos será un reto para las gestoras de fondos de Private Equity españoles, que son los que tienen mayor número de 'inversores insatisfechos', ya que sus resultados no han cubierto las expectativas de la mitad de los encuestados y del 75% de los family offices.

# El Capital Privado como activo

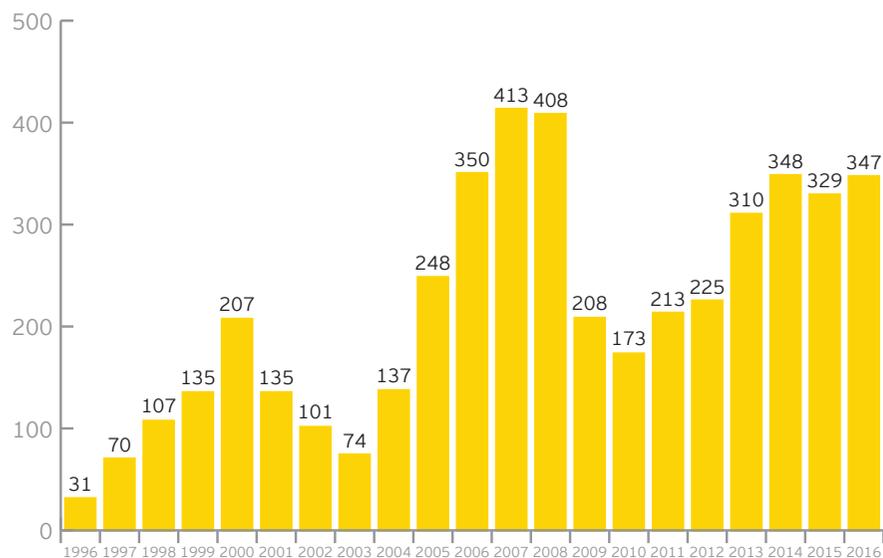


El espectacular crecimiento de la inversión en Capital Privado se ha producido gracias las elevadas rentabilidades obtenidas por un buen número de fondos y a la incorporación en sus carteras por parte de grandes inversores institucionales y privados. Sin embargo invertir en este activo no es fácil debido a su iliquidez, a la gran dispersión de retornos entre añadas/fondos y a la necesidad de contar con recursos especializados para evaluar y seguir los fondos.

# El Capital Privado como activo



Capital comprometido anualmente a fondos de Private Equity (miles de millones de dólares)

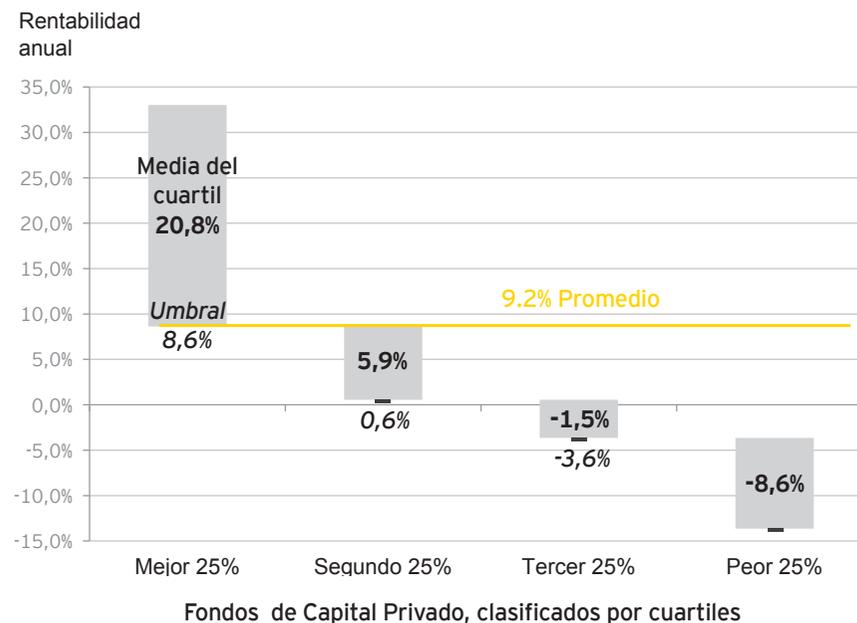


Fuente: Preqin Private Equity Online.

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 de un cierto tamaño:

- ▶ 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.
- ▶ Los recursos gestionados en fondos de Capital Privado hoy representan más de 4 billones de dólares, unas cuatro veces el PIB español.

Rentabilidad de fondos de Capital Privado (1.455 fondos europeos, 1980-2013)



Fuente: 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, EVCA & Thomson Reuters, June 2014.

- ▶ La rentabilidad del conjunto del activo no es fácil de estimar dado que los datos no son públicos, los periodos de maduración son largos y por la distorsión creada por la crisis financiera de 2007-08.
- ▶ El potencial de rentabilidades atractivas compensa favorablemente en la mente de los inversores la iliquidez del activo.
- ▶ Por ello, el reto de los inversores es saber elegir aquellas gestoras que sean capaces de crear consistentemente valor a largo plazo.

# Objetivos y metodología del estudio



Este estudio representa una aproximación sistemática a la inversión en Capital Privado por parte de los inversores españoles.

# Objetivos y metodología del estudio



## Objetivos

- ▶ Conocer la opinión actual y futura de los inversores españoles sobre el Capital Privado, un activo que está tomando mayor peso en sus carteras.
- ▶ Permitir a estos inversores comparar su experiencia con la de otros inversores, pudiendo ayudarles a definir mejor su estrategia y decisiones de inversión.
- ▶ Ayudar a las gestoras españolas de fondos de Capital Privado a conocer mejor las expectativas y opiniones de los inversores más cercanos a ellas.
- ▶ Favorecer un mejor diálogo y comunicación entre ambos actores, lo que puede ayudar a canalizar una parte del ahorro interno a la inversión a largo plazo en empresas de nuestro país.



## Metodología

- ▶ La base del estudio fue una encuesta online cumplimentada por 61 inversores que acumulan más de 800 posiciones en fondos de Capital Privado y que gestionan unos 300.000 millones de euros.
- ▶ Esta encuesta online se completó con 59 entrevistas cualitativas a inversores, que ayudaron a poner en contexto sus respuestas.
- ▶ Los resultados de la encuesta son, salvo que se indique lo contrario, la fuente de los datos de los gráficos y tablas de este resumen ejecutivo.

- ▶ Adicionalmente se realizó un análisis de los principales estudios existentes sobre la rentabilidad del Capital Privado, sus fuentes de creación de valor y las lecciones que puede aportar al Gobierno Corporativo.

### Inversores participantes en el Estudio

	Número Inversores	Activos gestionados	Posiciones en Cap Privado
Inversor privado o Family office	20	40.500	174
Fondo de Pensiones	4	33.175	20
Entidad Aseguradora	17	59.975	59
Banca Privada	12	116.325	88
Multifamily Office / EAFI	6	36.975	413
Otros	2	15.500	69
<b>Total</b>	<b>61</b>	<b>302.450</b>	<b>823</b>



### Agradecimientos

Este estudio no habría sido posible sin el patrocinio de EY y el Global Corporation Center del IE Business School, la colaboración de, entre otros, Maite Ballester, Dominique Barthel, Inés Andrade, Enrique Centelles, María Jesús San Pablo, Daniel Herrero, Angel Santos, Juan Luis Ramírez, Juan Leach, Javier Ulecia, José Alberto Parejo, Roger Piqué, Rafael Juan y Seva, Nicolás Jimenez-Ugarte y Beatriz González, así como la de todos aquellos inversores que han cumplimentado la encuesta y participado en las entrevistas cualitativas.

# Perfil de los inversores encuestados

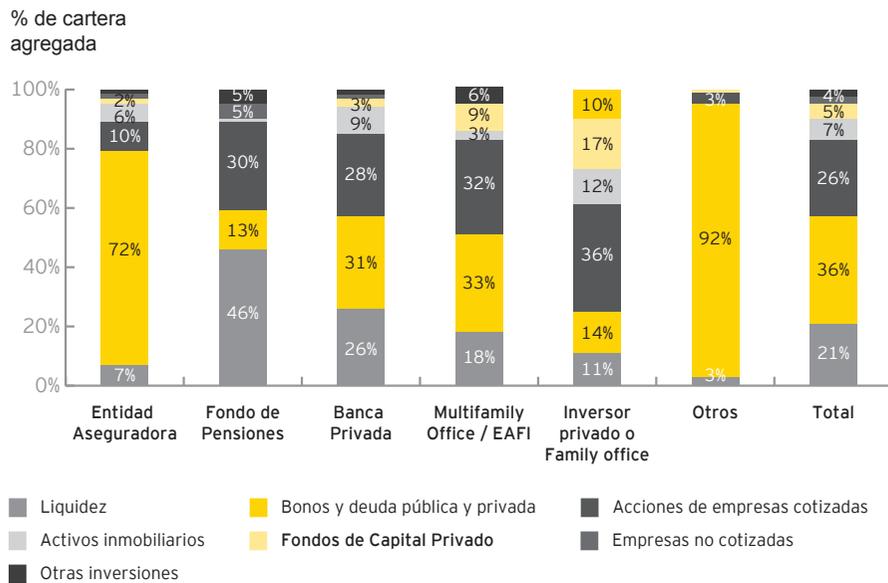


La cartera agregada de los inversores encuestados tiene un perfil muy conservador, con notable peso de los activos sin riesgo y relativamente poca presencia de inversiones en Capital Privado. Sin embargo la gran mayoría tienen una opinión muy favorable sobre este activo.

# Perfil de los inversores encuestados

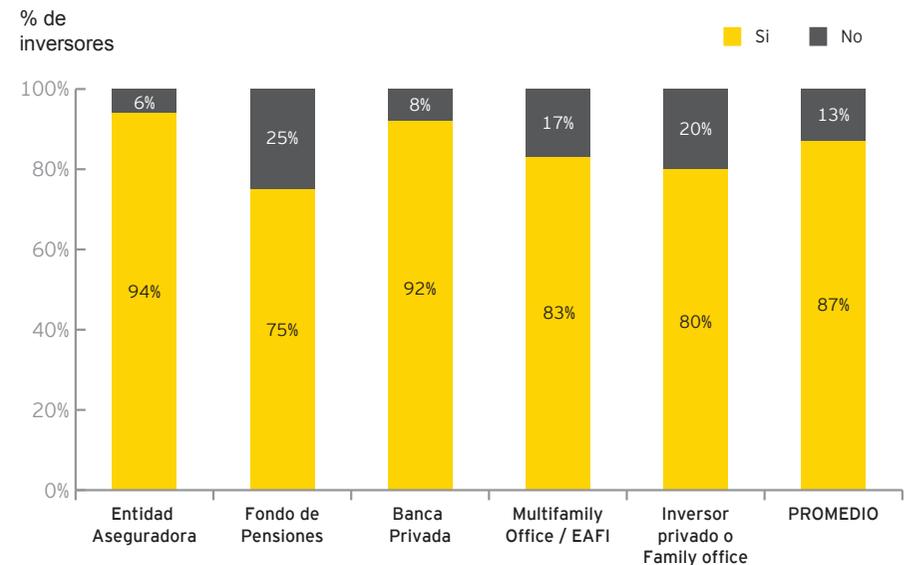


## Reparto de carteras por tipo de inversor



- ▶ Las carteras de los inversores encuestados tienen un notable sesgo hacia activos sin riesgo: 57% (liquidez más deuda).
- ▶ La inversión en fondos de Capital Privado es tan sólo el 5% del total, la mitad que en el resto de Europa y EEUU.
- ▶ Por tipo de inversor el peso varía sensiblemente: los family offices destinan en promedio un 17%, mientras que la banca privada e inversores institucionales tan sólo un 3% y 2% respectivamente del patrimonio asesorado.
- ▶ Esto contrasta con los inversores institucionales internacionales, que son los principales proveedores de recursos para el Capital Privado a nivel mundial.

## ¿Considera atractiva la inversión en Capital Privado?



- ▶ El 87% de los inversores encuestados considera atractiva la inversión en Capital privado, siendo la banca privada y aseguradoras los más positivos (92% y 94% respectivamente).
- ▶ Los inversores internacionales entrevistados por Preqin tienen una opinión similar, 84% tienen una percepción positiva. Este porcentaje era de tan solo un 59% hace dos años, lo que ilustra el buen comportamiento del activo y sus gestores en estos últimos años.

# Rentabilidad esperada de la inversión en Capital Privado

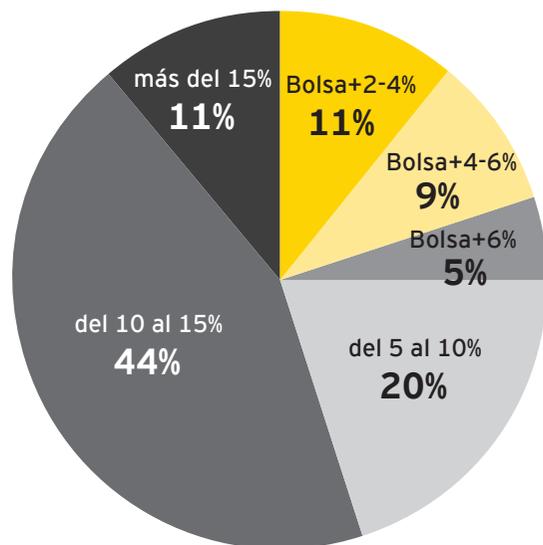


Los inversores encuestados son relativamente ambiciosos sobre la rentabilidad que esperan obtener en sus inversiones en Capital Privado, superior al objetivo que se fijan los inversores internacionales, y que probablemente solo conseguirán aquellos inversores que sepan invertir en fondos que sean mucho más rentables que la media del sector.

# Rentabilidad esperada de la inversión en Capital Privado

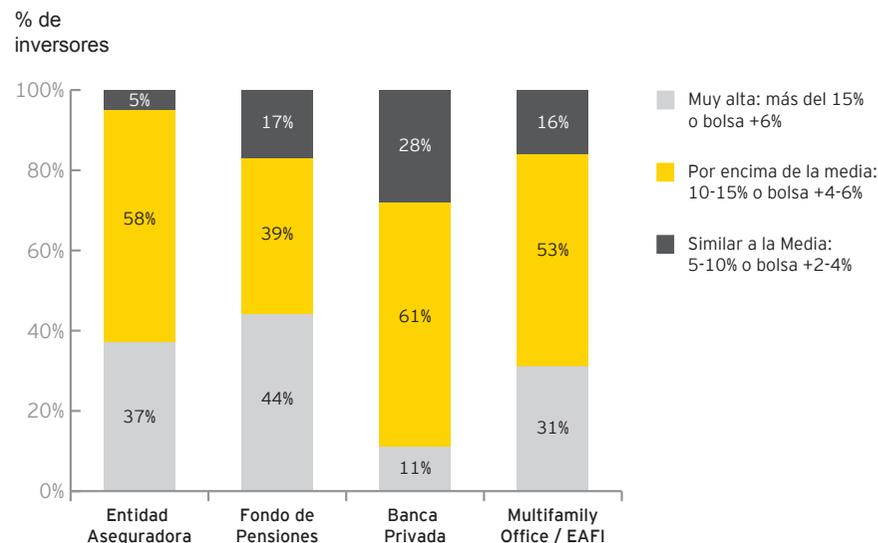


Rentabilidad anual esperada en las inversiones de Capital Privado (% del total de inversores)



- ▶ Tres cuartas partes de los inversores encuestados demandan al capital privado una rentabilidad absoluta, independiente de la evolución de los mercados cotizados ('la bolsa').
- ▶ Los inversores institucionales son los que aspiran a una rentabilidad menos elevada y menos vinculada a la de la bolsa.
- ▶ Banca privada y EAFIs son los que tienen más presente como referente de rentabilidad a los mercados de capitales.

Rentabilidad anual esperada en las inversiones de Capital Privado vs la media histórica



- ▶ El 70% de los inversores encuestados aspira a que sus inversiones en Capital Privado tengan un retorno superior al 10% o al de la Bolsa +4% anual, rentabilidad que sería superior a la que históricamente ha producido el activo a largo plazo.
- ▶ Los family offices son los inversores más exigentes con la rentabilidad de sus inversiones en Capital Privado, ya que sólo un 11% se conformaría con retornos similares a la media histórica.

# Asignación y evolución prevista de la inversión a Capital Privado

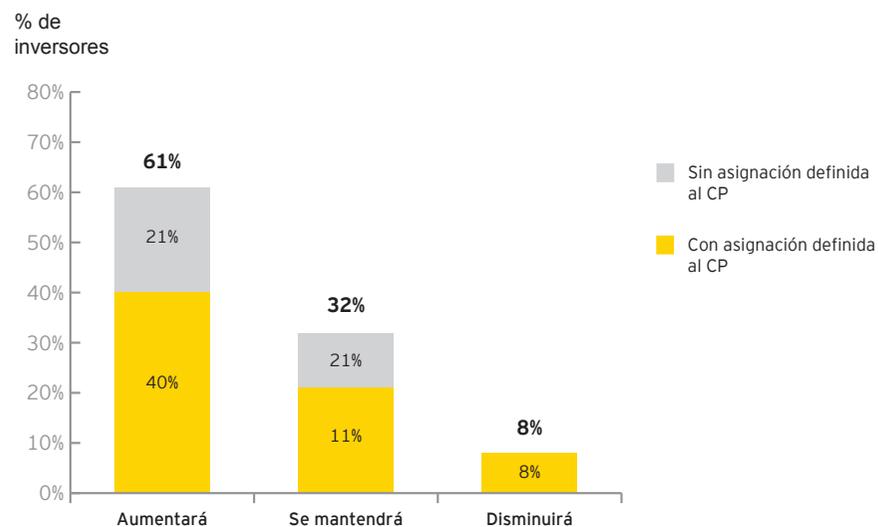


Más de la mitad de los inversores encuestados planean aumentar su exposición al Capital Privado. En base a las respuestas obtenidas se podría estimar un crecimiento de más de 2/3 sobre su nivel actual, llegando hasta el 8,5% de la cartera agregada, porcentaje ya más próximo a la media de países de nuestro entorno.

# Asignación y evolución prevista de la inversión a Capital Privado

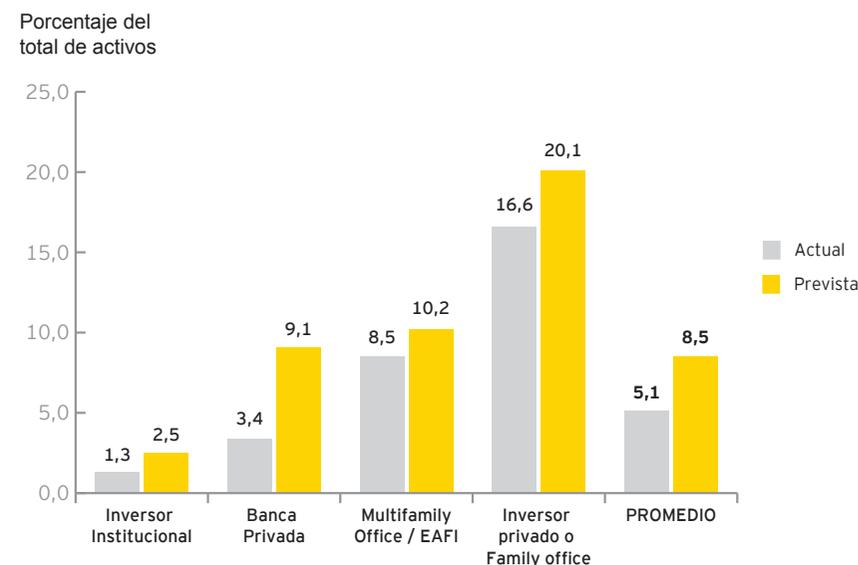


## El peso del Capital Privado en su cartera...



- ▶ Algo más de la mitad (58%) de los inversores tiene definida una asignación objetivo al Capital Privado.
- ▶ El 62% de lo encuestados prevén aumentar su inversión en Capital Privado, siendo los de más tamaño y con menor exposición al activo los más proclives: inversores institucionales y banca privada.
- ▶ Por el contrario todos los inversores que creen que disminuirán su asignación al Capital Privado son family offices (8% del total y 22% de su categoría). Esta diferencia está ligada al elevado peso que el activo tiene actualmente en sus carteras.

## Asignación actual y prevista a Capital Privado (Segmentación por tipos de inversores)



- ▶ La evolución del peso se espera que 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.
- ▶ Teniendo en cuenta este crecimiento previsto es probable que en términos absolutos la cantidad esté cerca de doblarse en un futuro próximo.
- ▶ Más de la mitad del crecimiento previsto proviene de banca privada, que considera que este activo debería ocupar un lugar más destacado en las carteras de sus clientes.

# Banca Privada, EAFIs y Capital Privado

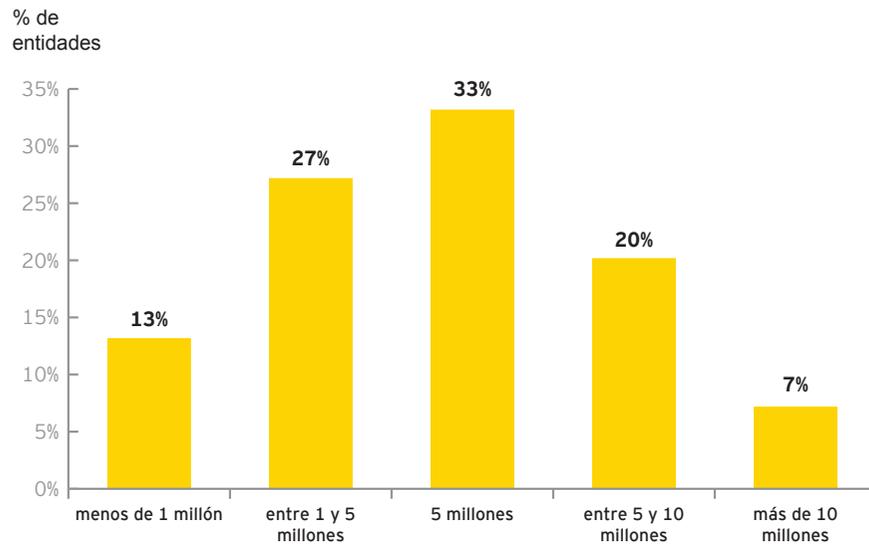


La mayor parte del crecimiento previsto de la inversión en Capital Privado por parte de inversores españoles se canalizará a través de Banca Privada y EAFIs. Ayudando a sus clientes a elegir una ruta de acceso al activo, proporcionarán un servicio de valor añadido y permitirán diversificar hacia inversiones de mayor rentabilidad esperada y más cercanas a la economía real.

# Banca Privada, EAFIs y Capital Privado

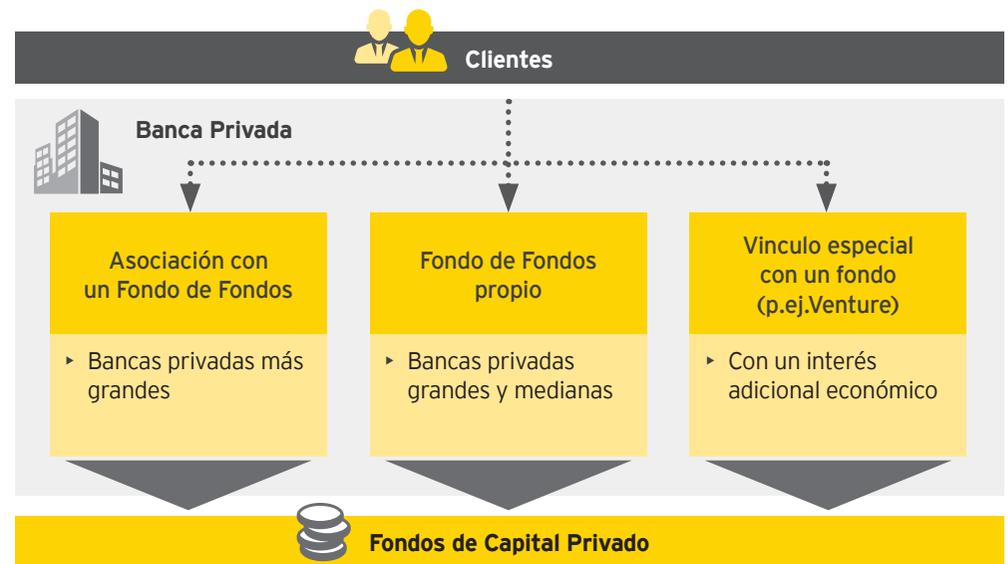


## Patrimonio líquido mínimo para invertir en Capital Privado (% de entidades que lo recomiendan)



- ▶ Las bancas privadas y EAFIs recomiendan la inversión en Capital privado, pero 'no a cualquier cliente'. El patrimonio mínimo para recomendar invertir en el activo varía entre las entidades, con una media en torno a los 5 millones de euros.
- ▶ La asignación recomendada al activo oscila entre el 8% y el 19%, con una media del 11,5%. En prácticamente todos los casos, el peso actual del activo en las carteras de los clientes de las bancas privadas y EAFIs es inferior al que éstas recomiendan.

## Principales rutas de acercamiento al Capital Privado por Bancas Privadas y EAFIs



Fuente: Elaboración propia en base a las entrevistas cualitativas realizadas a inversores

- ▶ La banca privada sigue principalmente tres rutas, no excluyentes, de acercamiento al Capital Privado. Así ofrece a sus clientes un producto diferencial y de valor añadido, de mayor rentabilidad esperada y con un atractivo 'no financiero' de diversificación hacia la economía real y empresas innovadoras.
- ▶ Para reducir el riesgo, la banca privada tiende a recomendar aquellas subclases del Capital Privado de menor dispersión de retornos, como fondos de fondos o fondos de deuda.

# Distribución de la inversión en Capital Privado

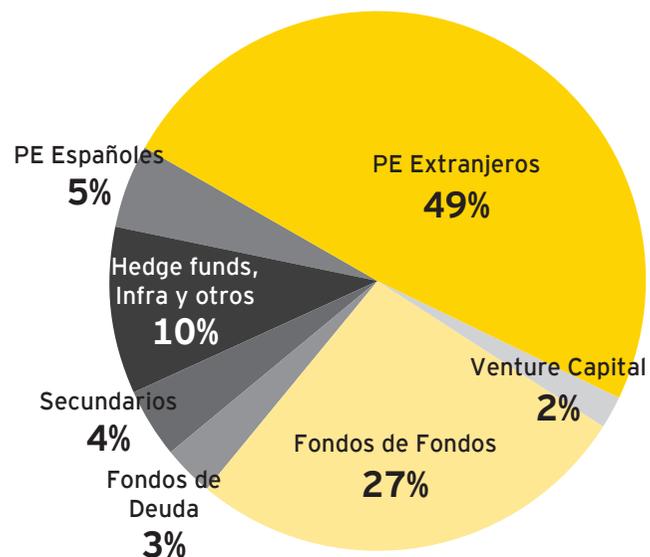


Sólo una pequeña parte de lo invertido en Capital Privado por los inversores encuestados se queda en España. Esto es un reflejo del mayor tamaño y diversidad de los fondos extranjeros, del peso de los fondos de fondos y de la importancia de la diversificación geográfica para los inversores al definir su asignación al activo. Es también llamativa la diferente composición de la cartera de Capital Privado de los family offices y del resto de inversores.

# Distribución de la inversión en Capital Privado

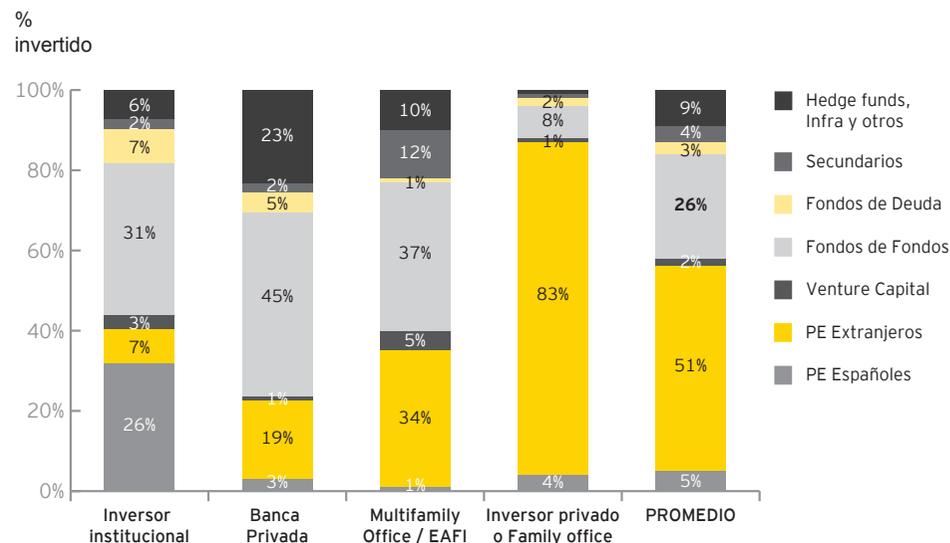


**Asignación a tipos de fondos de Capital Privado: Cantidad invertida**  
(% invertido en cada tipo de fondos sobre el total invertido en Capital privado)



- ▶ Los fondos de Private Equity extranjeros, que representan un 30% de las 813 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.
- ▶ La segunda categoría con más peso son los fondos de fondos, destino de la cuarta parte de la inversión citada.
- ▶ Sólo el 10% de lo invertido en Capital Privado por inversores españoles se ha destinado a fondos centrados en España, Private Equity (5% del total), Deuda (3%) o Venture Capital (2%).

**Reparto de la cantidad invertida entre tipos de fondos por cada categoría de inversor**  
(% invertido en cada tipo de fondos sobre el total invertido en Capital Privado)



- ▶ Los family offices encuestados están muy orientados a fondos de Private Equity extranjeros, que representan el 83% del total de su inversión en Capital Privado, frente al 24% para el resto de inversores y un 51% del promedio.
- ▶ Por el contrario, 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.
- ▶ Los inversores institucionales son los que, proporcionalmente, más han invertido en fondos de Private Equity españoles.

# Ventajas del Capital Privado para los inversores



La principal razón aludida por los inversores encuestados para justificar su creciente interés en el Capital Privado es que les permite diversificar hacia empresas no cotizadas. Esta característica intrínseca del activo está por delante de su buena relación riesgo rentabilidad, probablemente debido a la dispersión de retornos entre gestoras y añadas. La percepción de los atributos más interesantes del activo varía de manera sustancial entre los diferentes tipos de inversores.

# Ventajas del Capital Privado para los inversores



¿Cuáles cree que son los argumentos más relevantes en favor de la inversión en Capital privado?



- ▶ La principal ventaja percibida del Capital Privado, aludida por la casi totalidad de los inversores encuestados, es su *descorrelación con otros activos*, pues permite invertir en empresas no cotizadas.
- ▶ La *'buena relación riesgo-rentabilidad'* es mencionada por dos terceras partes de los inversores.
- ▶ El tercer factor es que la inversión en fondos de Capital Privado *'permite al inversor tener contacto con la economía real y con empresas o sectores dinámicos'*.

De los siguientes argumentos en favor de la inversión en Capital Privado ¿Cuáles 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 / descorrelación 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%

- ▶ Los family offices son los inversores que más valoran el que sus inversiones en capital privado *'les permitan tener contacto con la economía real'* y la posibilidad de coinversión.
- ▶ Los multifamily offices son los inversores que más importancia dan a la *'buena relación riesgo/rentabilidad'* del activo.
- ▶ La banca privada son los inversores que más destacan la *'consistencia de resultados de las gestoras'* y los inversores institucionales son los más sensibles a la *'alineación de intereses entre gestores de fondos e inversores'*.

# Percepción de las causas de creación de valor por el Capital Privado



Los inversores encuestados opinan que la creación de valor en sus inversiones en Capital Privado se debió principalmente a factores externos, o previos a la entrada del mismo en sus participadas, entre los que destaca el *'timing'* de la inversión, seguido por saber seleccionar y negociar las inversiones realizadas. No obstante, tres cuartas partes de inversores mencionaron algunas actuaciones estratégicas sobre las participadas como clave en la creación de valor por los gestores de fondos de Capital Privado.

# Percepción de las causas de creación de valor por el Capital Privado



¿Cuáles cree que son los argumentos más relevantes en favor de la inversión en Capital privado?



- ▶ La importancia que el 85% de los inversores encuestados da al *timing* en el éxito de sus inversiones de Capital Privado es consistente con la gran variabilidad de retornos entre sus añadas.
- ▶ La segunda razón es *'comprar a bajo precio'*, que va ligado a la capacidad de originación de los gestores y el ratio oferta/demanda de operaciones atractivas en su mercado.
- ▶ Las actuaciones estratégicas y sobre el negocio de las participadas son consideradas mucho más decisivas para obtener buenos retornos que la estructura financiera de las operaciones.

¿Qué 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%

- ▶ Los family offices son los inversores que más valoran el que sus inversiones en capital privado *'les permitan tener contacto con la economía real'* y la posibilidad de coinversión.
- ▶ Los multifamily offices son los inversores que más importancia dan a la *'buena relación riesgo/rentabilidad'* del activo.
- ▶ La banca privada son los inversores que más destacan la *'consistencia de resultados de las gestoras'* y los inversores institucionales son los más sensibles a la *'alineación de intereses entre gestores de fondos e inversores'*.

# Satisfacción con la inversión en Capital Privado

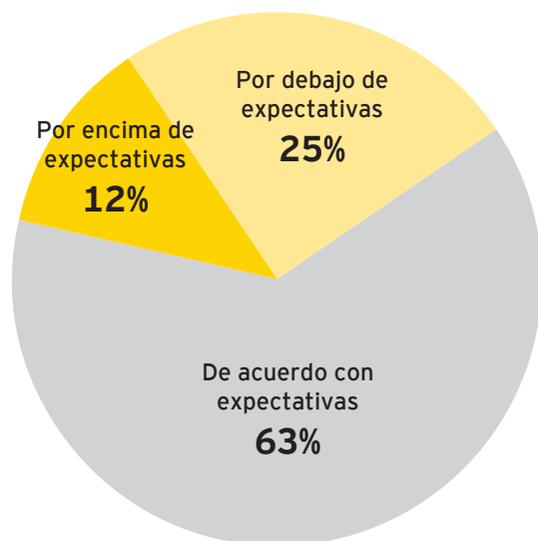


Los resultados obtenidos por los inversores no han sido muy favorables, no obstante los inversores siguen teniendo una opinión positiva sobre este activo.

# Satisfacción con la inversión en Capital Privado



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



- ▶ Los fondos de Private Equity extranjeros, que representan un 30% de las 813 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.
- ▶ La segunda categoría con más peso son los fondos de fondos, destino de la cuarta parte de la inversión citada.
- ▶ Sólo el 10% de lo invertido en Capital Privado por inversores españoles se ha destinado a fondos centrados en España, Private Equity (5% del total), Deuda (3%) o Venture Capital (2%).

	% de inversores de cada tipo que la mencionan			
	Total Inversores	Family Offices	Inversor institucional	B Privada, EAFIs
Tamaño medio activos gestionados (m euros)	4,356	5,261	5,342	5,041
Porcentaje promedio de su cartera total 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	<b>4.8</b>	20.7	21.5	17.1
Inversion en Fondos de PE españoles vs total de C Privado	<b>40%</b>	25%	5%	26%
Inversion en Fondos de fondos vs total de C Privado	<b>5%</b>	29%	31%	24%
Porcentaje que no tienen una opinión favorable del Capital Privado	15%	9%	0%	10%

- ▶ Los inversores más descontentos tienen un tamaño algo menor que el resto, mayor concentración de sus inversiones en España y menor peso del Capital Privado en su cartera total.
- ▶ Pero la característica diferencial más importante 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.

# Satisfacción con los diferentes tipos de Fondos de Capital Privado

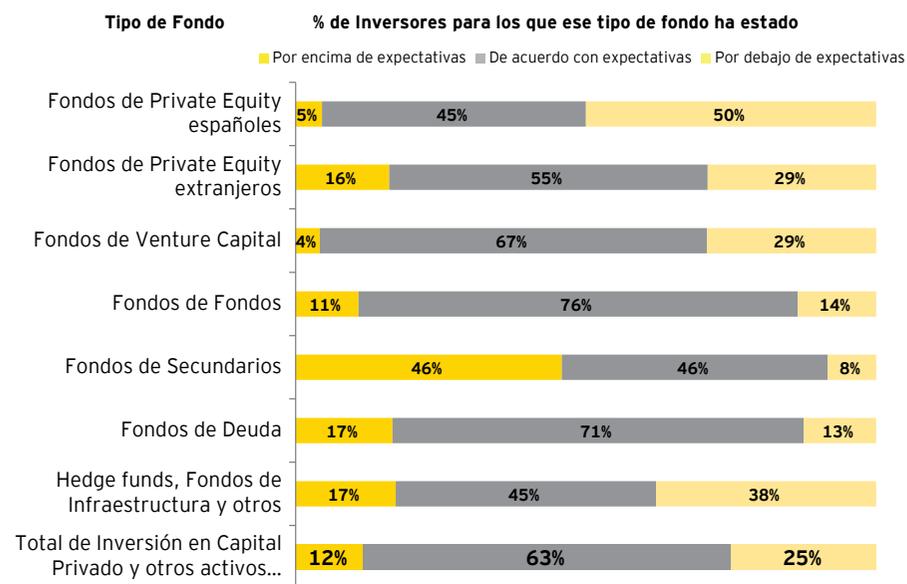


Hay una gran disparidad entre los resultados obtenidos por los inversores encuestados. Destaca una percepción muy positiva de los resultados obtenidos por los fondos de secundarios y una menos favorable de los fondos de Private Equity españoles.

# Satisfacción con los diferentes tipos de Fondos de Capital Privado



## Resultados vs expectativas - Tipos de fondos de Capital Privado



- ▶ Los fondos de Private Equity españoles es el segmento con el que están menos satisfechos los inversores encuestados: han estado por debajo de las expectativas de un 50% de ellos y las han superado sólo en un 5%.
- ▶ En cambio los fondos de secundarios han excedido las expectativas de un 46% de sus inversores.
- ▶ La segunda categoría más apreciada son los fondos de deuda, que han superado las expectativas de un 17% de los inversores y las han cubierto para un 71%.
- ▶ En tercer lugar los fondos de fondos, el tipo de fondo presente en las carteras de un gran número de inversores, han satisfecho o excedido las expectativas de un 87% de sus inversores.
- ▶ Los fondos de Private Equity extranjeros han cumplido las expectativas de un 55% de inversores, superándolas de un 16% y quedándose por debajo de un 29%.
- ▶ Los fondos de Venture Capital han satisfecho o superado las expectativas de un 71% de sus inversores.

## Valoración de tipos de Fondos de Capital Privado vs exposición a los mismos

	% de inversores de cada tipo que la mencionan						
	Fondos de Secundarios	Fondos de Deuda	Fondos de Fondos	Fondos de PE extranjeros	Fondos de Venture C	Hedge funds, Infra y otros	Fondos de PE españoles
Valoración	121	79	70	29	17	3	-45
% inversores con exposición	46%	46%	71%	60%	46%	56%	85%
Numero de posiciones	38	47	146	244	66	152	111

- ▶ Los fondos mejor valorados (secundarios y deuda) son los menos comunes.
- ▶ Los fondos de PE españoles son los presentes en más carteras y los que tienen peor valoración.

Nota: Valoración = (% excedido expectativas\*2 + % satisfecho expectativas\*1 - % no satisfecho expectativas\*2)\*100

# Percepción de los Fondos de Private Equity Españoles

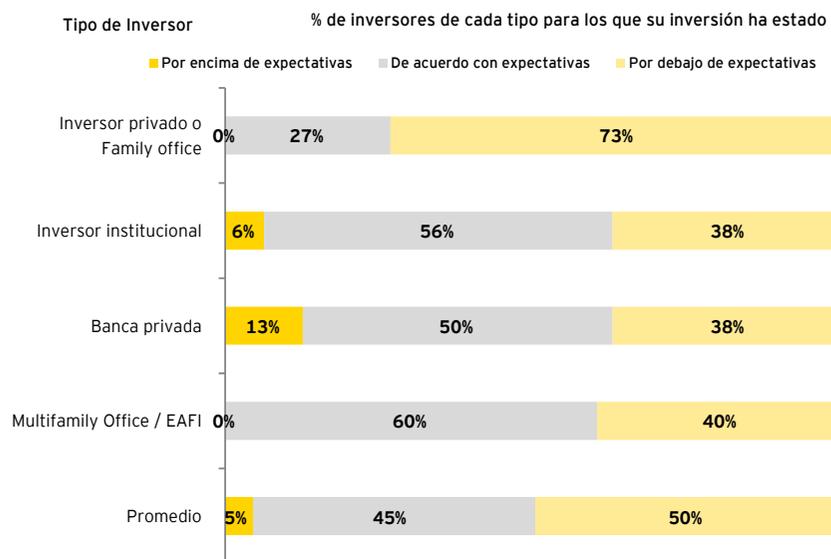


El gran auge del Private Equity en España fue previo a la crisis económica, cuyos efectos han lastrado los resultados de los fondos levantados entonces y no han satisfecho las expectativas de un buen número de inversores. Aunque ello no ha impedido la captación de fondos posteriores, es necesario un cambio de percepción para que los fondos de Private Equity españoles se beneficien del creciente interés de los inversores locales por el activo.

# Percepción de los Fondos de Private Equity Españoles



## Resultados vs expectativas Inversión en Fondos de Private Equity españoles



- ▶ Los family offices, inversores con mayor número de inversiones en fondos de PE españoles, son también los menos satisfechos con los resultados obtenidos (73% por debajo de expectativas).
- ▶ La baja rentabilidad, el retraso en desinvertir y, en menor medida, la inadecuada selección de las empresas participadas son las principales razones argumentadas.
- ▶ En las entrevistas cualitativas algunos inversores mencionaron una insuficiente alineación de intereses con las gestoras.

## Rentabilidad de Fondos de Private Equity Españoles

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

Fuente: Elaboración propia, con datos de Prequin (Pq) y de BBVA Capital Privado (BVCP)

- ▶ De los 15 fondos de PE españoles de los cuales hay datos públicos, sólo 2 han devuelto el capital a sus inversores tras 9 años en promedio. Sumando el valor de sus carteras su retorno conjunto sería de 1,28 veces coste, con una TIR de c. 3-5%.
- ▶ Muchos de los inversores consideran que esos resultados se han debido más al impacto de la fuerte crisis económica que a las actuaciones de las gestoras de los fondos.
- ▶ En consecuencia, 10 de las 15 gestoras ya han levantado 'fondos sucesores' por importes similares o superiores a los anteriores.

# Percepción de los Fondos de Fondos y Fondos de Private Equity Extranjeros

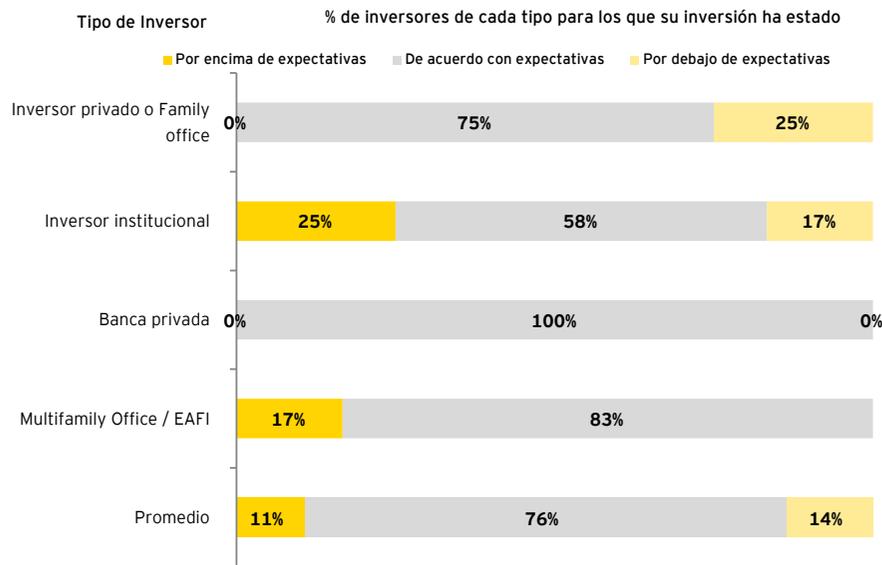


Los fondos de fondos pueden ser los grandes beneficiados de un incremento de asignación al Capital Privado por los inversores españoles. Esto es así porque son especialmente apreciados por los inversores que pueden ser responsables de la mayor parte de dicho aumento (Banca privada, EAFIs e institucionales). La inversión en fondos de Private Equity extranjeros seguirá estando protagonizada por los family offices y, en menor medida, por las EAFIs e inversores institucionales.

# Percepción de los Fondos de Fondos y Fondos de Private Equity Extranjeros

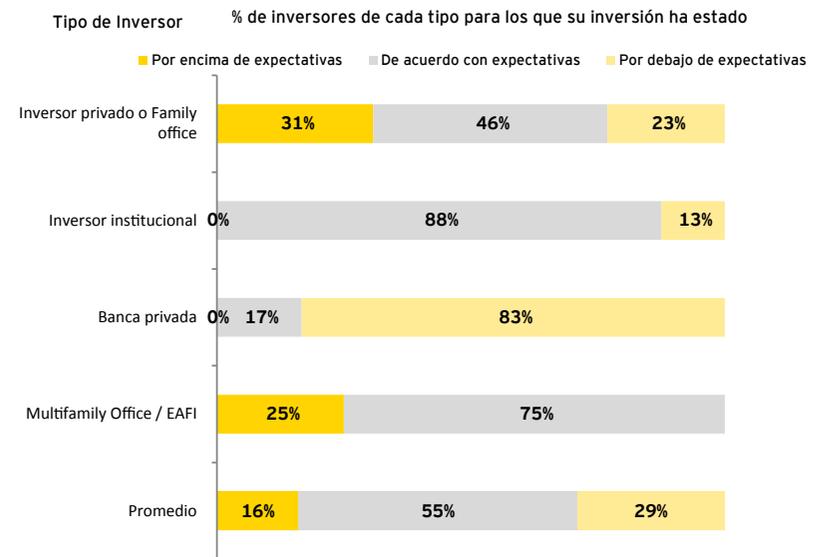


## Resultados vs expectativas Inversión en Fondos de Fondos



- ▶ Los resultados de los fondos de fondos han sido especialmente apreciados por la banca privada y multifamily offices, ninguna de las cuales expresa descontento con este activo.
- ▶ Por otro lado, los family offices son el grupo que tiene un mayor porcentaje de inversores para los que los fondos de fondos no han satisfecho sus expectativas, lo cual es coherente con ser el grupo para los que tienen un menor peso en su carteras.

## Resultados vs expectativas Inversión en Fondos de Private Equity Extranjeros



- ▶ Los family offices, grupo que más ha invertido en fondos de PE extranjeros, han tenido experiencias desiguales con el activo: han superado las expectativas de un 31% y han decepcionado las de un 23%.
- ▶ Aunque los resultados con este activo para la banca privada no han sido buenos, es la necesidad de un ticket mínimo por inversor lo que hace difícil que éstas aumenten su exposición, al que sus clientes acceden mejor vía fondos de fondos.

# Percepción de Fondos de Deuda y Fondos de Venture Capital

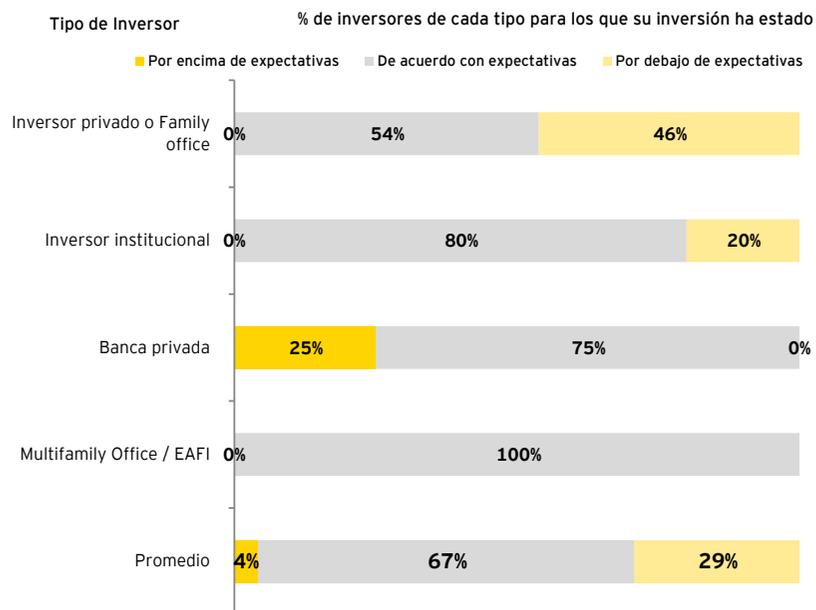


Los fondos de deuda y de Venture Capital tienen un peso relativamente menor en las carteras de los inversores encuestados, aunque de acuerdo con las percepciones existentes es previsible que aumente en el futuro. Los inversores institucionales y los family offices son los más proclives a incrementar su exposición a los fondos de deuda y la banca privada a los fondos de Venture Capital.

# Percepción de Fondos de Deuda y Fondos de Venture Capital

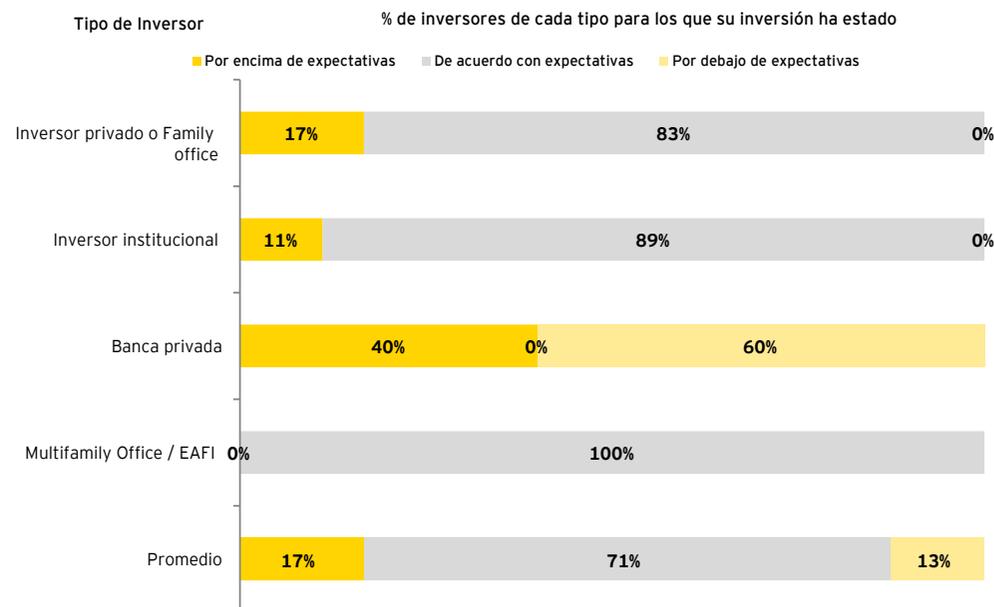


## Resultados vs expectativas Inversión en Fondos de Venture Capital



- ▶ La inversión en fondos de Venture Capital ha igualado o superado las expectativas de un 71% de los inversores, lo que es llamativo dado el mayor riesgo y volatilidad de sus inversiones.
- ▶ Los family offices son los que han tenido una experiencia más insatisfactoria, en un 46% de los casos, mientras que la banca privada tiene una opinión más positiva del activo.
- ▶ La banca privada aprecia el valor 'no financiero' de una inversión en Venture Capital, pues permite a sus clientes tener contacto con empresas innovadoras y sectores dinámicos.

## Resultados vs expectativas Inversión en Fondos de Deuda



- ▶ Casi todos los tipos de inversores encuestados están muy satisfechos con los resultados de los fondos de deuda a excepción de la banca privada.
- ▶ Esta ha tenido una experiencia muy desigual con un 60% por debajo de expectativas y un 40% por encima.
- ▶ La tendencia a la desintermediación financiera y la menor volatilidad de sus retornos hace previsible que los fondos de deuda capten recursos adicionales de los inversores españoles, especialmente entre los institucionales y los family offices.

# Percepción de las causas de incumplimiento de expectativas

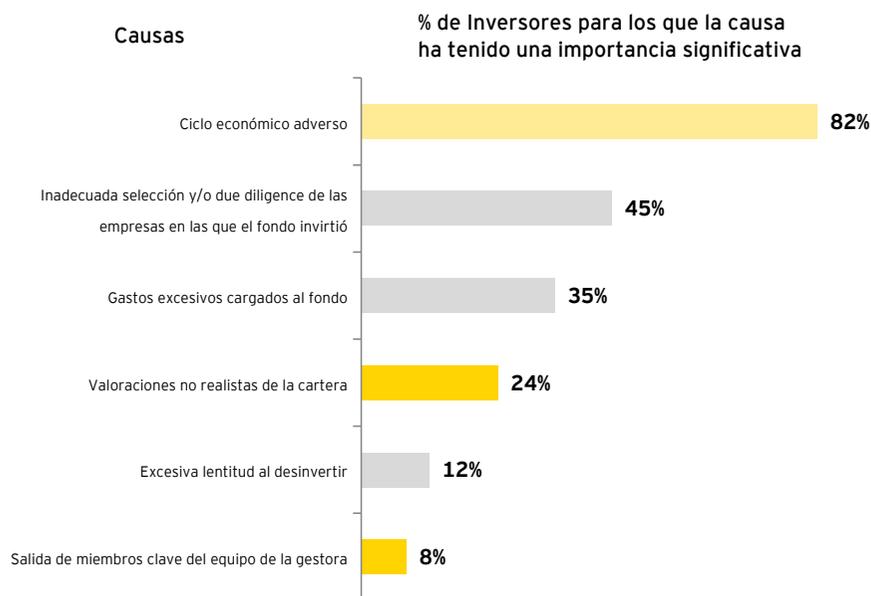


Los inversores encuestados son conscientes de la variabilidad de resultados entre añadas de fondos de Capital Privado y, sobre todo, del impacto determinante que la crisis económica ha tenido en sus resultados.

# Percepción de las causas de incumplimiento de expectativas



¿Qué ha causado que algunas inversiones en Capital Privado estén por debajo de sus expectativas?



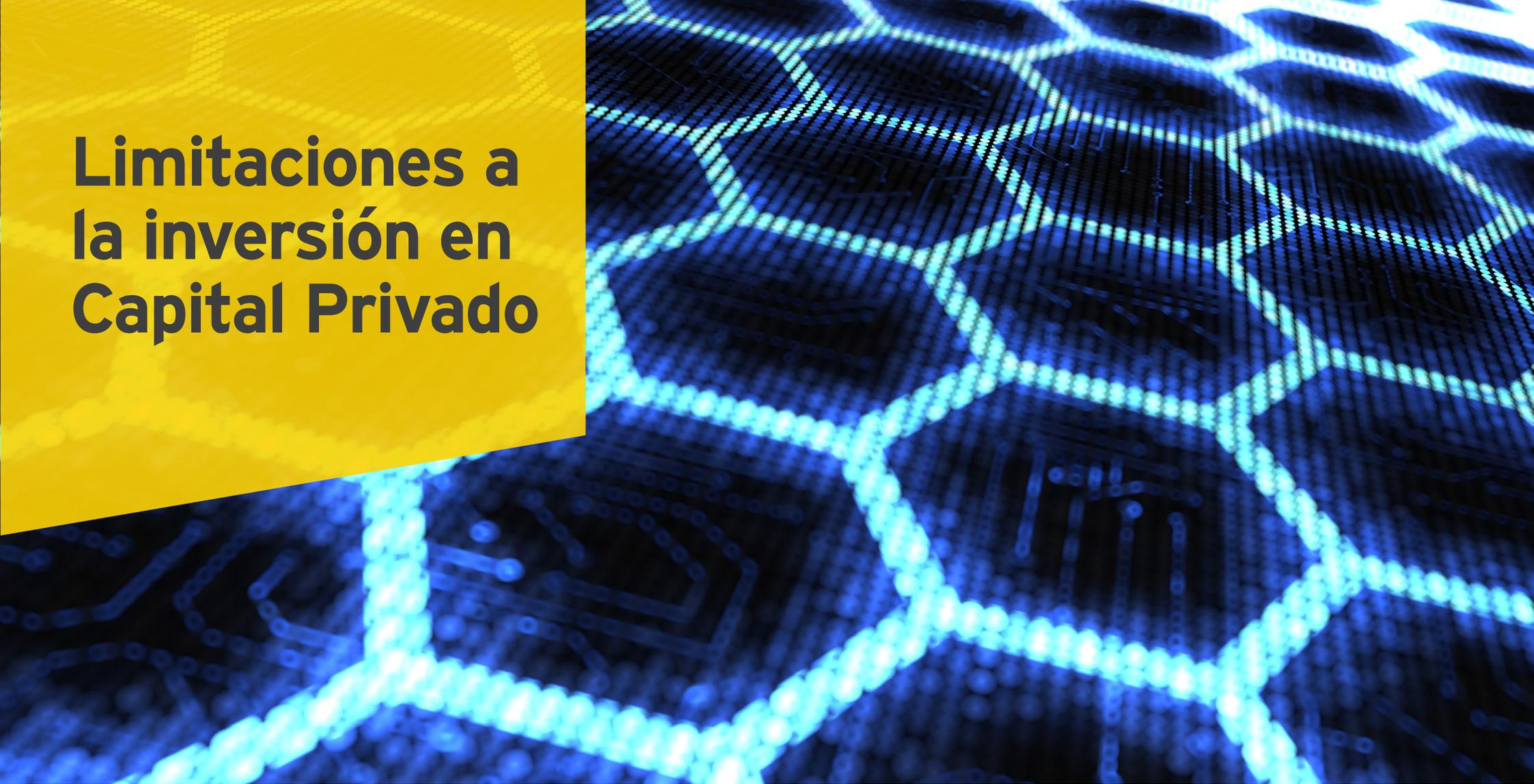
- ▶ Como cabría esperar, la principal causa de resultados insatisfactorios de los fondos de Capital Privado para los inversores encuestados ha sido la crisis económica.
- ▶ Las siguientes causas ya son más atribuibles a las gestoras de los fondos, bien a la hora de evaluar las inversiones, bien por escaso alineamiento con sus inversores.

¿Qué ha causado que algunas de sus inversiones en Fondos de Capital Privado hayan estado por debajo de sus expectativas?

	% de inversores de cada tipo que la mencionan				
	Promedio	Inv. privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifam 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%
Otros (indicar)	8%				

- ▶ 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, por el contrario, son 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 y los family offices son los que han percibido menos acierto de los gestores al seleccionar y analizar las inversiones, que es la segunda causa que ambos destacan.

# Limitaciones a la inversión en Capital Privado



Su falta de liquidez es la principal barrera al crecimiento del Capital Privado en las carteras de los inversores encuestados. A algunos inversores institucionales les impone restricciones regulatorias significativas y a todos ellos les hace más difícil la selección de fondos.

# Limitaciones a la inversión en Capital Privado



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



- ▶ La falta de liquidez es una característica intrínseca del Capital privado que es, con mucho, el factor que más limita su inclusión en las carteras todos los inversores.
- ▶ Aunque casi un 80% de los inversores querría ver comisiones de gestión menores, solo un 35% indica que su nivel actual reduce su interés en el activo. Probablemente ello se deba a la aceptación de una realidad difícilmente evitable y al entendimiento de que un buen resultado final para el inversor indica unos fees elevados o, en el caso de los fondos de fondos, una doble capa de fees.

En su opinión, ¿cuáles 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	Inv. privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifam 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%
Otras (indicar) Total	12%	13%	5%	17%	17%

- ▶ Los family offices son mucho más sensibles que el resto de inversores a la falta de control sobre las decisiones de inversión y a la dificultad de predecir flujos financieros.
- ▶ Tanto la banca privada como las EAFIS son muy sensibles al elevado tamaño mínimo para acceder a fondos atractivos, pero tienen posiciones opuestas respecto al nivel de los fees.
- ▶ Las principales limitaciones para los inversores institucionales son las legales y regulatorias y la falta de equipo especializado en Capital Privado.

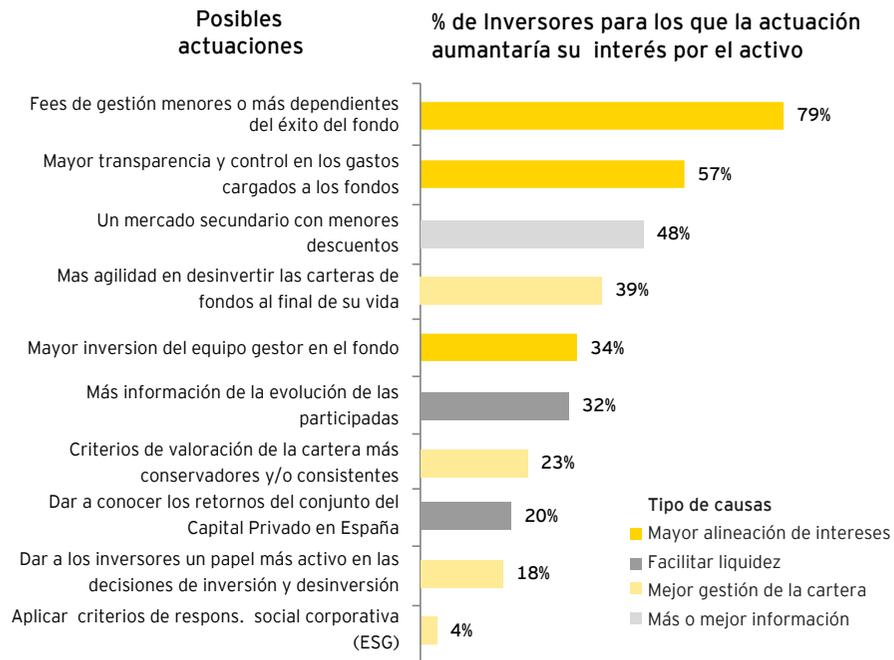
# Actuaciones de los gestores para incentivar la inversión en Capital Privado



Aunque una de las premisas centrales del Capital Privado es la alineación que consigue entre los accionistas y los directivos de las empresas, hay un buen número de inversores en Capital Privado que consideran que sus intereses y los de los gestores de los fondos podrían estar mejor alineados. Por ello, el que los fees de gestión se rebajaran o dependieran más del éxito de los fondos, sería la actuación de los gestores que más animaría a que los inversores encuestados aumentaran su inversión en Capital Privado.

# Actuaciones de los gestores para incentivar la inversión en Capital Privado

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



- ▶ Casi un 80% de los inversores opina que con menores fees o más dependientes del éxito de los fondos, invertirían más en ellos. En línea con buscar una mayor alineación de intereses, un 57% de los inversores querría ver más transparencia y control de gastos y un 34% más inversión del equipo gestor en el fondo.
- ▶ Un 48% de los inversores querría que los gestores de fondos colaborasen en la creación de un mercado secundario que mitigue su falta de liquidez, un 32% querría más información sobre la evolución de las participadas 'aunque vayan mal' y un 20%, sobre los retornos del conjunto del Capital Privado en España.

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

	% de inversores de cada tipo que la mencionan				
	Promedio	Inv. privado o Family office	Inversor institucional	Banca Privada	Multifam 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 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 criterios de respons. social corporativa (ESG)	4%	6%	0%	8%	0%

- ▶ Por tipo de inversor, la banca privada es la que menos cuestiona el nivel de los fees de gestión, mientras que el resto de inversores querrían que se redujeran o dependieran más del éxito del fondo.
- ▶ Los family offices es el grupo de inversores que más apuntan a la inversión de los gestores de los fondos, mientras que la banca privada tienen el mayor porcentaje de inversores que querría recibir más información.

# Causas de escepticismo respecto al Capital Privado

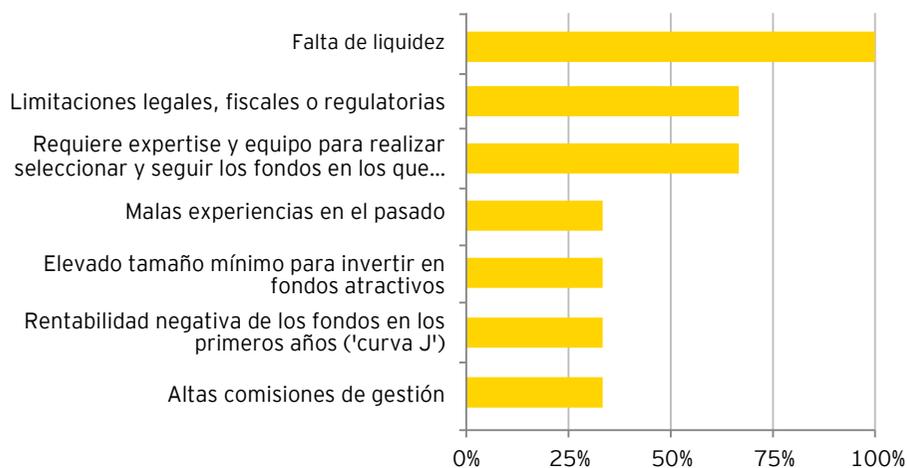


Los inversores escépticos con el Capital Privado se dividen en dos grupos principalmente: (i) aquellos que consideran que la rentabilidad final difícilmente compensa la iliquidez y que hay una desalineación de intereses con los gestores de los fondos, y (ii) los que quieren tener pleno control sobre las decisiones de inversión y desinversión. Adicionalmente hay otro grupo de inversores, principalmente institucionales, que no invierten por razones regulatorias o por falta de equipo.

# Causas de escepticismo respecto al Capital Privado



## ¿Por qué no invierte en Capital Privado?



- ▶ Los inversores 'escépticos' con el Capital Privado consideran que su rentabilidad real, 'cash on cash' es inferior a la frecuentemente anunciada y en cualquier caso no compensa por su iliquidez.
- ▶ Otras razones van hacia la insuficiente alineación de intereses, pues las 'gestoras ganan siempre' o están interesadas en dilatar la desinversiones.
- ▶ La segunda causa son las limitaciones legales o regulatorias, que afectan a inversores institucionales, y que está a la par de la falta de equipo para seleccionar los fondos en los que invertir.

## ¿Por qué prefiere la inversión directa en empresas a la inversión a través de fondos?



- ▶ Algunos inversores asumen el extra coste y esfuerzo relacionado con la inversión directa en empresas para poder intervenir en las decisiones de inversión, la desinversión y seguimiento.
- ▶ En coherencia con ello, el ahorro de comisiones de gestión no es una variable relevante para ellos, pues 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 todo el proceso inversor.



Se indican a continuación enlaces a las principales fuentes públicas conteniendo información sobre la evolución del Capital Privado, globalmente y en España, que incluyen los principales estudios académicos sobre su rentabilidad y atractivos.

### 1. Capital Privado como activo

#### Rentabilidad

- ▶ 2017 Preqin global Private Equity and Venture Capital report.
- ▶ The Risk and Return Characteristics of Institutional Buyout Fund Investments, Oliver Gottschlag, HEC Paris, January 2016.
- ▶ PERACS Alpha Benchmark Report - December 2015.
- ▶ 2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study, EVCA & Thomson Reuters, June 2014.
- ▶ INSEAD-PEVARA Private Equity Navigator, October 2016.
- ▶ "Private equity, public loss?" By Peter Morris. CSFI July 2010.
- ▶ BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2015.

#### Drivers de creación de valor

- ▶ How do private equity investors create value? A study of 2013 European exits, EY 2014.
- ▶ Value creation and the business cycle; Ian Roberts, Pantheon, October 2015.
- ▶ Value Creation in Private Equity, Capital Dynamics and the Technische Universität München, June 2014.

#### Impacto del Private Equity en la economía

- ▶ Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe, Frontier Economics, May 2013.

#### Evolución global de la inversión en Private Equity

- ▶ Preqin 2016 Private capital fundraising update.

- ▶ 2016 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report.
- ▶ Private equity growth in transition Evolve to meet tomorrow's challenges, Deloitte Center for Financial Services, May 2016.
- ▶ Preqin Investor Outlook: Private Equity H1 2017.

### 2. Lecciones del Capital Privado para el Gobierno Corporativo

- ▶ Eclipse of the Public Corporation, Michael Jensen, Harvard Business Review, September-October 1989.
- ▶ 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.
- ▶ What Do Private Equity Firms Say They Do?, Paul Gompers, Steven N. Kaplan, and Vladimir Mukharlyamov, Harvard Business School, working paper, April 2015.
- ▶ Leveraged Buyouts and Private Equity, Steven N. Kaplan and Per Stromberg, Journal of Economic Perspectives—Volume 23, Number 1, Winter 2009.
- ▶ Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity by Viral V. Acharya, Moritz Hahn and Conor Kehoe, January 2009.

### 3. El Capital Privado en España

- ▶ ASCRI: Informe del impacto del Capital Riesgo, 2011.
- ▶ ASCRI: Informe 2016 sobre el Capital Privado en España.
- ▶ BBVA Capital Privado, Informe Trimestral de Actividad y Valoración a 30/09/2016.

### Acerca de EY

EY es líder mundial en servicios de auditoría, fiscalidad, asesoramiento en transacciones y consultoría. Los análisis y los servicios de calidad que ofrecemos ayudan a crear confianza en los mercados de capitales y las economías de todo el mundo. Desarrollamos líderes destacados que trabajan en equipo para cumplir los compromisos adquiridos con nuestros grupos de interés. Con ello, desempeñamos un papel esencial en la creación de un mundo laboral mejor para nuestros empleados, nuestros clientes y la sociedad.

EY hace referencia a la organización internacional y podría referirse a una o varias de las empresas de Ernst & Young Global Limited y cada una de ellas es una persona jurídica independiente. Ernst & Young Global Limited es una sociedad británica de responsabilidad limitada por garantía (*company limited by guarantee*) y no presta servicios a clientes. Para ampliar la información sobre nuestra organización, entre en [ey.com](http://ey.com).

© 2017 Ernst & Young S.L.  
Todos los derechos reservados.

ED None

La información recogida en esta publicación es de carácter resumido y solo debe utilizarse a modo orientativo. En ningún caso sustituye a un análisis en detalle ni puede utilizarse como juicio profesional. Para cualquier asunto específico, se debe contactar con el asesor responsable.

[ey.com/es](http://ey.com/es)