

Perspectivas del Mercado de Transacciones en España, 2012-2013

Crisis y oportunidad





Índice

Presentación	4
Análisis y opinión	6
Resumen ejecutivo	9
Entorno macroeconómico	16
Expectativas del mercado de transacciones	18
Perspectivas del sector de <i>private equity</i> en España	26
Estrategias de inversión y desinversión	32
Financiación de las transacciones	40
Gestión financiera	47
Entorno tributario y jurídico-concursal	53
Ficha técnica del informe	58
Listado de participantes	62
Transacciones	64
Contactos	65

Presentación

El año 2012 está resultando ser más complicado de lo que hubiéramos deseado y podido prever. La elevada incertidumbre de los mercados de deuda en general, que está protagonizando los principales titulares de la prensa diaria internacional de los últimos meses, está posponiendo muchas decisiones de compra y venta de empresas.

En este contexto, la principal conclusión de nuestro informe es que el mercado de transacciones va a recuperar su actividad en 2013, momento en el que la mayoría de los participantes sitúa la recuperación, principalmente en el primer semestre.

La dificultad en la obtención de la financiación, máxime en el escenario actual, es el primer obstáculo identificado por los inversores para la realización de operaciones en España, con un 88% de respuestas. Otros factores que limitan la actividad del mercado de transacciones son la baja visibilidad de la futura evolución económica y el deterioro de la situación de las compañías.

Los participantes del informe destacan que, en los próximos meses, la actividad del mercado de transacciones en España se va a centrar en las operaciones derivadas de la reestructuración del sector financiero y las generadas por la desinversión de activos no estratégicos de grandes grupos, que tienen como objetivo reducir el exceso de deuda, tal y como el mercado se está comportando hasta ahora. A esto hay que añadir las potenciales privatizaciones de activos de las Administraciones Públicas

impulsadas por la necesidad de reducir la presión del déficit.

El sector financiero, a la vista de las reformas y los recientes acontecimientos, continuará con su proceso de consolidación y racionalización. Y con el fin de sanear sus cuentas, se espera una mayor actividad transaccional para deshacerse de activos inmobiliarios, activos *non-performing* y carteras industriales, y sacar del balance de los bancos y cajas el impacto de los dos primeros. Entendemos que la venta de activos inmobiliarios para reducir la elevada exposición de las entidades financieras españolas respecto del sector inmobiliario, supone un importante reto al que se enfrenta el sector financiero para su saneamiento.

Por lo que respecta al segmento de *private equity*, a pesar de la situación, se muestran optimistas en sus expectativas. Un 85% opina que el flujo de oportunidades de inversión de *private equity* durante 2012 será mayor o igual que el año anterior, lo que significa que existen potenciales operaciones interesantes. Sin embargo, los fondos se enfrentan a tres retos principales:

- La financiación de las operaciones (en muchos casos supone aportar más equity en cada operación o buscar fórmulas alternativas como *vendor loans* o la negociación previa con el sindicato de bancos de la compañía objeto de adquisición).
- La expansión internacional (ante las limitaciones de crecimiento del mercado español).

- La gestión de su cartera de participadas (con un claro enfoque hacia la reducción de costes de estructura).

En cuanto al segmento de empresas, la mayoría de directivos destaca el acceso a nuevos mercados y geografías como principal motivación para realizar una adquisición. Claramente las compañías más saneadas tienen en estos momentos una oportunidad única para realizar operaciones y ganar ventaja competitiva. Por el mismo motivo estamos también observando un creciente interés y una mayor actividad de grupos extranjeros, muchos de origen asiático, en adquisiciones de empresas españolas.

No cabe duda de que los fondos y las empresas con más visión e iniciativa serán los que marquen la pauta a seguir por el resto de los inversores y los que garanticen su liderazgo en el mercado.

Para finalizar, quisiera mostrar mi agradecimiento a todos los fondos de *private equity* y a las empresas que han participado en la encuesta aportando su opinión, así como a los profesionales de PwC que han contribuido a que este informe sea una realidad. A todos, gracias.

Esperamos que este informe resulte de interés y que aporte luz sobre las perspectivas del mercado de transacciones en un contexto altamente cambiante como el actual.



Malcolm Lloyd
Socio, responsable de Transacciones y Private Equity de PwC

Análisis y opinión

Crisis y oportunidad

Hace tiempo que nadie duda de que estamos en crisis. Técnicamente en recesión económica, líderes en paro, con un programa de austeridad forzado por el déficit y la deuda, soberana y del sistema. La incertidumbre es creciente y generalizada, incluso regulatoria. La reforma financiera parece permanentemente inacabada. Se habla de la siguiente vuelta de tuerca antes de empezar con la que tenemos entre manos... El acceso a la financiación, como bien señalan los panelistas, es limitado y, como quien dice, “ni está ni se espera”. Nuestra credibilidad como país, medida por la desgraciadamente popular y elevada prima de riesgo, está fuertemente mermada. En un cuadro insostenible, la bolsa se desmorona y cae a mínimos de hace 10 años, para intentar retomar el vuelo desde esos niveles.

El impacto en el mercado de M&A se traduce lógicamente en un panorama cada vez más sombrío, con datos que nos dicen que el número y volumen de transacciones mantiene su descenso imparable. Quizá por ello, el precio de las compraventas parece relativamente alto, al menos en función de las circunstancias y comparando con experiencias en otras épocas de crisis.

En este contexto, las perspectivas de recuperación de la economía española, tal y como constata el *Consenso Económico* de PwC son, si cabe, más débiles cada día. Vivimos inmersos en un clima depresivo, donde es charla de café si España será (o no) rescatada, cuándo, cómo y por quién. Parece el Cluedo con alto riesgo de convertirse en una profecía autocumplida, no exenta de múltiples agentes interesados. De ser

este el escenario, estaríamos a punto de entrar en territorio desconocido, y uno donde los reflejos y la capacidad de reacción, el fondo y la forma, serán claves para nuestra economía. España es un país importante y debe desplegar sus bazas como tal, de forma proactiva. Ayudas europeas bien dirigidas pueden favorecer la estabilidad y encauzar la recuperación. Pero tanto inacción como sobre reacción –y la cuenta creciente del rescate bancario sin tener claro de dónde vienen los fondos, puede ser un buen ejemplo de las dos cosas– pueden generar una inestabilidad tremendamente dañina para la confianza y valoraciones. En definitiva, pueden potencialmente provocar un parón en la economía y en las transacciones en particular.

Pero, entremos a considerar qué está pasando desde el punto de vista de las transacciones, como el indicador que son del dinamismo de una economía. Algunos rasgos que caracterizan nuestro entorno y su potencial evolución son los siguientes:

- Prevalen las transacciones en el sector financiero, tanto en número como en volumen. Esto es lógico en una industria que compatibiliza sufrir un proceso de concentración sin precedentes con la búsqueda de capital y el saneamiento de balance. En particular, son relevantes las operaciones de NPLs *non-performing loans*, donde los bancos venden a fondos especializados con objeto de sanear su balance.
- Adicionalmente la actividad de transacciones está razonablemente diversificada en otros sectores, donde destacan *utilities*, telecomunicaciones,

construcción y servicios, industria y hospitales.

- Esperamos también ver una transformación en el sector de *Real Estate*, que obviamente ha visto reducida su importancia en el PIB, pero sigue siendo relevante y es importante que se reconfigure, saliendo del balance de los bancos, reestructurando los especialistas existentes y dando cabida a nuevos participantes.
- A nivel corporativo, prácticamente en todos los sectores, se están produciendo múltiples operaciones de venta de activos/negocios *non-core* con el objetivo de reducir el exceso de deuda o simplemente de generar flexibilidad financiera, una característica valorada en alza en los últimos tiempos.
- Este proceso de monetización pensamos que se está extendiendo a activos de la Administración Pública, en particular a aquellos de infraestructuras cuyo riesgo retorno esté mejor calibrado y potencialmente su valor esté menos expuesto en el entorno actual.
- A la vez, empresas saneadas financieramente ven en estos momentos la oportunidad de realizar su transacción estratégica. El arte de lo imposible es hoy alcanzable. Desde PwC somos proactivos en presentar este tipo de retos, ofreciendo con un enfoque integrado una solución completa para nuestros clientes.
- También es notable el interés de las compañías españolas por internacionalizarse, en su búsqueda

de crecimiento y diversificación.

Igualmente ya es frecuente encontrar en muchos procesos de venta a compradores asiáticos, desde el Medio Oriente, hasta India, China, Japón o Corea. Disponer de capacidades internacionales contrastadas es fundamental a la hora de gestionar un proceso de venta en estos momentos.

- Seguiremos viendo un volumen importante de refinanciaciones con una mayor propensión a buscar soluciones definitivas y no temporales. Un ejemplo pueden ser las carteras de participadas de las cajas de ahorros, ya con el tiempo de descuento agotado, como catalizador de transacciones incluso si se reconocen minusvalías. Las empresas que entran en concurso, a diferencia de lo que ocurre en otros lugares de nuestro entorno europeo, como por ejemplo Alemania, continúan teniendo escasas posibilidades de reestructuración/venta.
- El acceso a financiación se ha convertido en ventaja competitiva. En este sentido, creemos que el mercado innovará para dar cabida a nuevas formas de financiación que sustituyan a la inexistente financiación bancaria o la complementen cuando esta se restablezca. Nuestra apuesta en este sentido es clara y tenemos un equipo especializado que ofrece este servicio.
- El segmento de capital riesgo continúa padeciendo el deterioro de la economía en sus participadas, dificultando ventas del portfolio. Las operaciones de compra son limitadas, dado el escaso número de buenas oportunidades y lo competitivo del mercado, bien con industriales, bien con otros fondos ávidos por compañías

y equipos gestores de calidad. Algunas casas han decidido replegarse y otras centrarse en estrategias *buy-and-build*. La naturaleza de largo plazo del capital riesgo requerirá que pase algún tiempo, hasta el test del levantamiento del próximo fondo. Entonces se clarificará la reestructuración de la industria, que, ante la falta de alternativas de financiación, sea deuda bancaria o capital, es hoy más que nunca un actor fundamental en el desarrollo de nuestro tejido empresarial.

- Las bajas valoraciones en bolsa pueden también convertirse en una fuente de transacciones. La prensa explicita cómo numerosas compañías del Ibex se sienten “OPAbles”. Es cierto que la dificultad del mercado de deuda no facilita este tipo de operación, pero sí creo que veremos operaciones, particularmente de corte industrial.

La economía tiene ciclos y los españoles, una tendencia pendular. Pasamos de la euforia al pesimismo con facilidad. La realidad es que estamos en crisis, pero el resto del mundo crece a un ritmo razonable y esto son buenas noticias. La recuperación será difícil y lenta. Pero tal vez debamos tener una actitud más centrada, ajustarnos el cinturón, que en ello estamos todos, y mejorar nuestra competitividad. Tenemos las capacidades para hacer los cambios que necesitamos y salir reforzados. Hemos iniciado el camino con la reforma laboral, la financiera y el control presupuestario. Quiero pensar que solo podemos aprovechar la oportunidad que tenemos por delante. Visualicemos el éxito de nuestro esfuerzo, como si fuera una profecía que se autocumple.



Ángel Bravo Olaciregui
Socio, responsable de Corporate Finance de PwC

Resumen ejecutivo

PwC ha preparado la segunda edición del estudio sobre *Perspectivas del Mercado de Transacciones en España* con el objetivo de intentar anticipar el comportamiento del mercado de fusiones y adquisiciones M&A para 2012 y 2013. Para ello, se ha realizado una encuesta a los principales actores del sector: gestores de fondos de capital riesgo y de *private equity*, grupos corporativos y otros inversores financieros para poder contar con su opinión sobre las expectativas del mercado.

Esta segunda edición se ha realizado con las conclusiones de prácticamente 100 cuestionarios, que recogen la visión de socios y directores de inversión de fondos de *private equity* significativos en términos de volumen de inversión y de directivos de empresas activas en operaciones de fusión y adquisición. El resultado de la información contenida en este informe es, por tanto, un relato consistente con el escenario económico y con la actividad del mercado de transacciones en España.

La principal conclusión que podemos extraer del informe es que el mercado español de fusiones y adquisiciones mantendrá una actividad discreta hasta, por lo menos, 2013, momento en el que la mayoría de los encuestados sitúa el fortalecimiento de la actividad transaccional, especialmente en el primer semestre.

A este respecto se observan diferencias significativas según el tipo de inversor, a pesar de que en ambos casos la mayoría de los encuestados coinciden en situar la recuperación de la actividad inversora en 2013, un 29% de los fondos se muestra confiado en que la recuperación se produzca en 2012, frente al 16% del colectivo de empresas.

El informe sigue la misma estructura de la encuesta, cuyas principales conclusiones se resumen a continuación. Adicionalmente, se ha incluido un epígrafe específico sobre *private equity* que recoge la visión de los profesionales de los fondos en cuanto al panorama actual y las expectativas del sector.

Entorno macroeconómico

- Para prácticamente todos los encuestados, el momento coyuntural de la economía española es malo o muy malo.
- La crisis financiera, el desempleo, la falta de crecimiento y el déficit constituyen los principales riesgos que condicionan las perspectivas de la coyuntura económica a corto y medio plazo.

Expectativas del mercado de transacciones

- Prevalece la prudencia y hasta 2013 no se espera la recuperación del mercado español de transacciones.
- Los fondos tienen expectativas más positivas que las empresas. Casi un tercio sitúa la dinamización de la actividad transaccional en este año.
- Ambos colectivos coinciden en situar la recuperación del mercado de transacciones en Europa antes que en España.
- En línea con lo anterior, no se espera una gran actividad inversora. Salvo un 29% que espera invertir este año más que en 2011, el resto de encuestados se muestra en general más cauto.
- No obstante, las previsiones de inversión difieren dependiendo del tipo de inversor. Los fondos de *private equity* se muestran más propensos a invertir este año frente al segmento empresas, más condicionado por la situación económica a la hora de realizar sus inversiones.
- Respecto a la desinversión, paradójicamente más de la mitad de los inversores planea desinvertir más o igual que el año pasado, aunque la realidad es que muchos procesos de desinversión se están demorando a la espera de una coyuntura más favorable.
- La mayoría de los inversores sigue valorando negativamente el atractivo de España para la localización de inversiones en comparación con otros países europeos, no cabe duda de que influenciados por la situación general.
- La inmensa mayoría opina que el contexto actual de elevada incertidumbre afectará negativamente al mercado de transacciones en España.
- El 75% de los entrevistados se muestra confiado en la reactivación del mercado de transacciones en España impulsado por las reformas aprobadas. A este respecto se muestran más cautas las empresas y mucho más confiados en el cambio los fondos de *private equity*.
- La dificultad en la obtención de la financiación es, una vez más, el principal freno para acometer operaciones por parte de los inversores.
- La baja visibilidad de la futura evolución económica para los fondos y el deterioro de la situación de las compañías para las empresas son otros aspectos desincentivadores de la inversión apuntados por los panelistas.
- La desinversión de la cartera industrial de las entidades de crédito supone la principal fuente de oportunidades para nuevas operaciones para más de la mitad de los encuestados. No obstante, los fondos otorgan una importancia similar a las oportunidades derivadas de la desinversión de negocios no estratégicos de grandes grupos.
- Centrándonos en el sector financiero, las fusiones de las cajas de ahorros y bancos son las potenciales oportunidades que van a acaparar el mayor número de operaciones en los próximos meses. Le siguen la venta de activos inmobiliarios y la de activos *non-performing*. Sin embargo, se aprecian importantes diferencias dependiendo del tipo de inversor.
- Los fondos otorgan mayor peso a otro tipo de operaciones, como la venta de activos *performing*, la entrada de inversores en el capital de las entidades financieras, así como la venta de carteras industriales, en línea con el creciente interés del segmento *private equity* por las

oportunidades del sector financiero, sector históricamente excluido de su foco de interés.

- Las empresas, además de las fusiones entre entidades, consideran la venta de activos inmobiliarios y de activos *non-performing* como otras oportunidades del sector financiero.
- En líneas generales, las ampliaciones de capital y la adquisición de mayorías

son los tipos de operaciones que veremos más en el corto y medio plazo.

- No obstante, para los fondos de *private equity* la adquisición de minorías toma un protagonismo que en años anteriores no se contemplaba, como consecuencia del paulatino cambio de los patrones de inversión del que está siendo objeto el sector a raíz de la crisis financiera.

Perspectivas del sector de *private equity* en España

- Los fondos se muestran en general más optimistas en sus expectativas que las empresas. La inmensa mayoría espera que el flujo de oportunidades en 2012 sea mayor o por lo menos igual que durante 2011.
- En lo que se refiere al número de fondos con presencia o interesados en España, no se espera que varíe con respecto a años anteriores.
- El modelo de negocio del sector ha cambiado como consecuencia de la crisis financiera, incluso en gran medida, para más de un tercio de los encuestados.
- Una vez más, la focalización de los fondos en una gestión activa de la cartera de participadas y el menor apalancamiento de las operaciones

destacan como los principales cambios que afectan al sector.

- Otros cambios que han modificado los patrones de inversión de los fondos son las operaciones en minoría, la asunción de menores retornos y riesgos y una mayor cooperación con inversores industriales.
- Sanidad, tecnología y servicios son las industrias que más interés suscitarán para los fondos en los próximos meses, en línea con lo que está sucediendo en el mercado.
- En relación a la Directiva sobre las Gestoras de Fondos Alternativos (AIFM, según sus siglas en inglés), no hay una respuesta clara por parte de los fondos y respecto a cómo les está afectando. En general, la mayoría no lo considera un aspecto decisivo ni importante.

Estrategias de inversión y desinversión

- Los equipos internos de fondos y empresas son los principales originadores de las oportunidades analizadas, con el 64 y 59%, respectivamente.
- Por otra parte, los fondos suelen contar con asesores de M&A a la hora de considerar sus oportunidades de inversión, mientras las empresas se muestran más reticentes a ello.
- El acceso a nuevos mercados se posiciona como principal objetivo de las estrategias de M&A para la mitad de los encuestados. Es la consecuencia lógica de las compañías para sortear los efectos de la crisis en España.
- El incremento de valor para el accionista continúa siendo, asimismo, un factor decisivo como objetivo de las estrategias de inversión, especialmente para los fondos. Mientras, las empresas se inclinan más por la estrategia de internacionalización como principal objetivo de sus estrategias de inversión.
- El aumento de valor para los accionistas sigue siendo el principal indicador de éxito de una transacción. No obstante, los fondos y las empresas difieren a este respecto. Mientras que para la mayoría de los fondos el principal indicador de éxito de una operación es el incremento de valor para los accionistas, seguido de lograr una tasa de retorno predeterminada, las empresas valoran más la importancia estratégica.
- La venta a un inversor industrial prevalece como la estrategia más habitual de desinversión para los próximos meses.
- El sector financiero supone la industria en la que las organizaciones encuestadas centrarán sus inversiones este año. Otras industrias activas serán consumo, industria farmacéutica y biotecnológica.
- Se observa una mayor concienciación por parte de los fondos respecto a las empresas en los aspectos relacionados con el cambio climático, las emisiones de CO₂ y la inversión responsable. En general, las segundas se implican menos en materia de sostenibilidad.
- Adicionalmente, para la mayoría de los fondos, la adopción de los Principios de Inversión Responsable establecidos por Naciones Unidas para el sector de *private equity* podría favorecer, hasta cierto punto, la actividad de *fundraising* o captación de fondos del sector.

Financiación de las operaciones

- La financiación de las operaciones continúa siendo una barrera insalvable para acometer transacciones, según se desprende de los resultados de la encuesta, y se espera que en 2012-2013 la situación, lejos de mejorar, empeore o no varíe.
- En todos los aspectos contemplados relativos a la disponibilidad de crédito para operaciones y las condiciones de financiación, las respuestas son del mismo signo, con un marcado tono negativo para ambos tipos de inversores.
- Mientras que los fondos se muestran más pesimistas que las empresas en todo lo relativo a la disponibilidad de crédito, en lo referente a las condiciones son las empresas las que se muestran menos esperanzadas en una mejora de las mismas.
- Las ampliaciones de capital se perfilan como las fuentes de financiación más frecuentes en los próximos meses. La emisión de bonos pierde peso respecto al informe anterior por la situación económica.
- La mayoría de los fondos opina que la deuda *mezzanine*, instrumento financiero importante en los años del boom económico para la financiación de operaciones, disminuirá o no variará en los próximos meses.
- Respecto a las entidades financieras activas en el mercado de *private equity*, la mayoría de los fondos cree que el número se situará entre cinco y diez entidades. Y consideran que la actividad de las cajas de ahorros en la financiación de operaciones desaparecerá como consecuencia del proceso de consolidación del sector financiero.

Gestión financiera

- La mayoría de los encuestados se han volcado en los últimos años en la gestión de su cartera de participadas para sortear los efectos de la crisis.
- La reducción de costes de estructura continúa siendo la principal medida aplicada por los equipos directivos para preservar la rentabilidad de las compañías en 2011 y 2012.
- Los recortes en el presupuesto de gastos y una mayor actividad en la gestión de cobros han sido las principales medidas adoptadas para preservar la liquidez de las compañías en 2011 y 2012 por parte de los directivos encuestados.
- Respecto al incumplimiento de *covenants* o condiciones financieras, la situación ha registrado una importante mejoría respecto a la edición anterior del informe. Cerca de un tercio de los encuestados reconoce haber incumplido, o estar próximo a incumplir, las condiciones de financiación de sus participadas y haberse visto obligado a renegociar *covenants* en 2011. En esos casos, la situación ha afectado a menos del 15% de la cartera de participadas y únicamente el 8% afirma que la situación ha afectado a entre el 15 y el 40% de su cartera.
- En estos supuestos de ruptura de *covenants*, el endurecimiento de las condiciones en cuanto a tipos de interés y comisiones, seguido de un acuerdo de *standstill* o *waiver*, han resultado ser los principales acuerdos resultantes para la mayoría de los inversores.
- Entre las principales causas apuntadas por los inversores como origen del menor rendimiento de sus inversiones, los fondos resaltan la infravaloración del impacto del ciclo económico, mientras las empresas se inclinan por el estrechamiento de márgenes.
- Pese a lo anterior, la mayoría de los inversores se muestra optimista y estiman un crecimiento moderado para su *portfolio* de compañías participadas para el conjunto de 2012.

Entorno tributario y jurídico-concursal

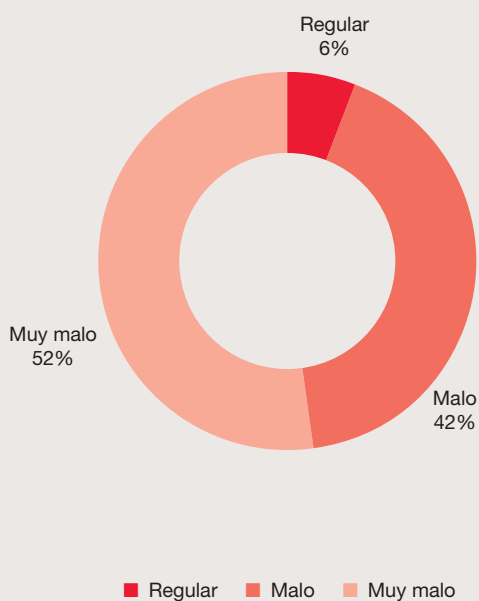
- No se aprecia consenso a la hora de valorar el entorno tributario en cuanto a normativa y relaciones con la Administración, en el contexto de operaciones de fusión y adquisición.
- Los fondos son más críticos que las empresas a la hora de valorar la situación desfavorable del entorno tributario.
- Entre las acciones más urgentes propuestas para mejorar el entorno tributario español para transacciones, los fondos abogan por una reducción general de la presión fiscal, mientras que las empresas consideran necesaria una reforma legislativa en materia de imposición directa en beneficio de la seguridad jurídica.
- Respecto a las modificaciones fiscales en materia de Impuesto sobre Sociedades, previas a la última reforma fiscal, la mayoría de los encuestados considera que tendrán impacto en las operaciones que se realicen este año, pero con distinta intensidad.
- No obstante, y en nuestra opinión, algunas de las nuevas medidas aprobadas con posterioridad a la realización de la encuesta, y en concreto sobre la limitación a la deducibilidad fiscal de los gastos por intereses financieros, hubiese provocado un resultado distinto. Creemos que probablemente la mayoría de los encuestados hubiesen optado por contestar que las medidas aprobadas sí tendrán un impacto considerable en las operaciones que se realicen este año.
- Respecto al entorno jurídico concursal en las operaciones de fusión y adquisición, no hay una respuesta mayoritaria clara y se registra una elevada abstención.
- En relación a las medidas propuestas para mejorar el entorno jurídico concursal español en el contexto de transacciones de empresas, destaca facilitar los acuerdos preconcursales.

Entorno macroeconómico

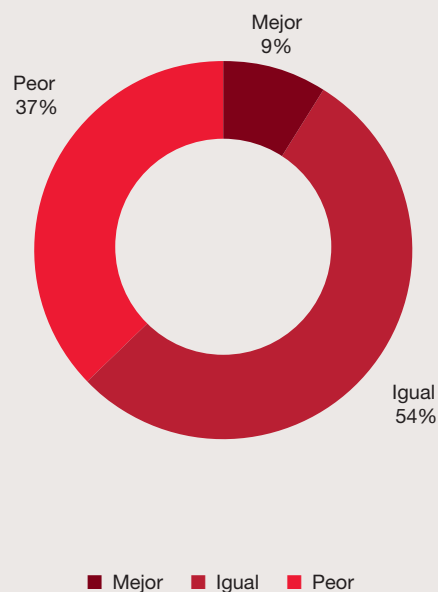
El resultado de la información de este epígrafe es fiel reflejo de la actual situación económica. Para prácticamente todos los encuestados, el momento coyuntural de la economía española es malo o muy malo y, salvo para un 9%, las perspectivas para la conclusión del año 2012 no son muy halagüeñas. En este sentido, un 54% prevé que será igual, mientras que un 37% considera que será incluso peor que el año anterior. En este tema, existe cierto consenso entre los dos colectivos encuestados, entidades *private equity* y empresas, sin que se aprecien diferencias.

Sin duda, la crisis financiera, el desempleo y la falta de crecimiento, constituyen los principales riesgos que condicionan las perspectivas de la coyuntura económica a corto y medio plazo. El déficit es otro de los aspectos comentados por más de la mitad de los encuestados en la identificación de riesgos.

¿Cómo calificaría el momento coyuntural de la economía española?



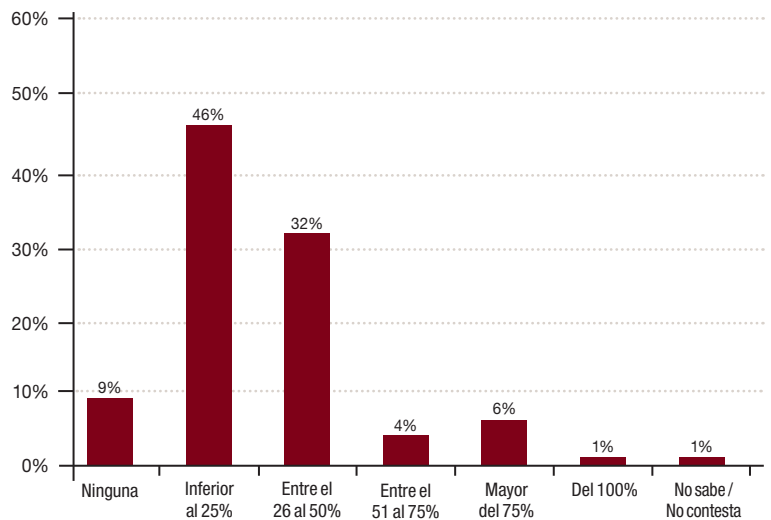
¿Cómo cree que será la situación en el conjunto de 2012?



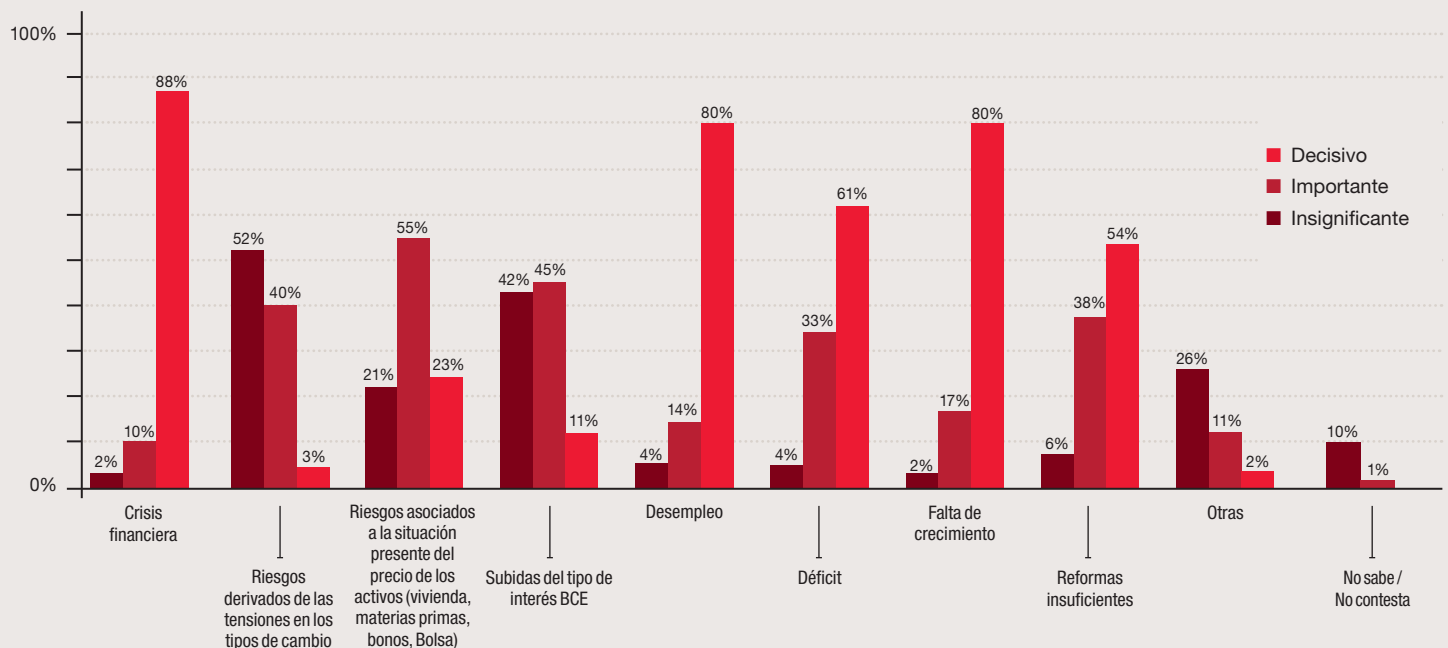
¿Qué porcentaje de probabilidad le otorga a una potencial intervención de las autoridades económicas de la Unión Europea en una hipotética situación de rescate de la economía española?

En el momento de realizar la encuesta, un 55% de los encuestados se muestra esperanzado y le otorga una probabilidad inferior al 25%, o nula, a un potencial rescate de la economía española por parte de la Unión Europea. Este dato, sin embargo, es matizado por un 32% que incrementa la probabilidad de rescate hasta el 50%, cifra que sube a un 38% en el caso de los fondos.

Consideramos que los acontecimientos de las últimas semanas podrían haber tenido un impacto negativo en la percepción de los encuestados sobre esta pregunta.



¿Cuáles son los principales riesgos que condicionan las perspectivas a corto plazo de la coyuntura económica española? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



Expectativas del mercado de transacciones

Mercado de Transacciones en España

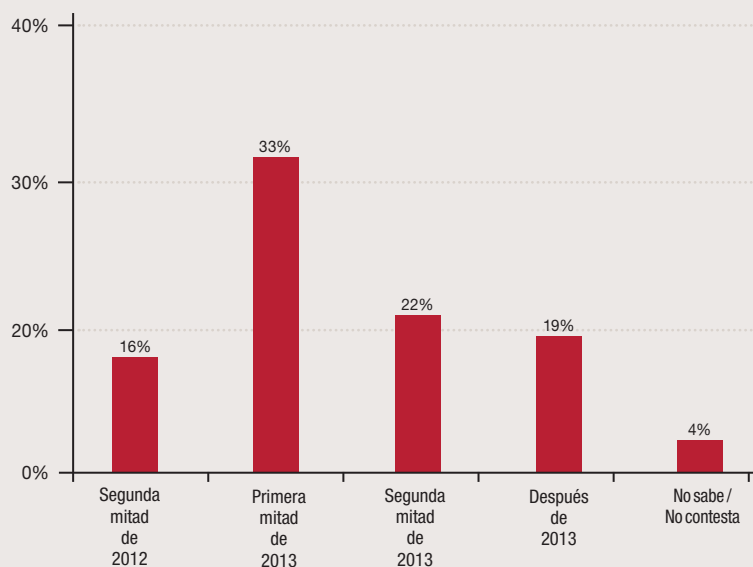
A pesar de que somos conscientes de la dificultad que entraña hacer predicciones en el actual escenario económico, preguntamos al panel de encuestados por sus expectativas respecto a la evolución del mercado de transacciones en España y Europa.

Al igual que en la edición anterior de este informe, los encuestados son prudentes en relación a este aspecto: el 55% prevé que el mercado de transacciones en España se recuperará a partir de 2013, la mayoría en el primer semestre del año. Un 19% tiene aún peores expectativas y prevé un fortalecimiento de la actividad posterior al año 2013.

Por el contrario, un 21% se muestra optimista y opina que la reactivación del mercado de transacciones se producirá en 2012, principalmente en el segundo semestre.

En este aspecto, se observan diferencias significativas dependiendo del tipo de inversor. De esta forma, un 29% de los fondos se muestra confiado en que la recuperación se produzca este año, frente al 16% del colectivo de empresas. Aunque, en ambos casos, la mayoría de los encuestados, un 52% de los fondos y un 56% de las empresas, coincide en situar la recuperación de la actividad inversora en 2013.

Respecto al mercado español, espera que el mercado se recupere en...

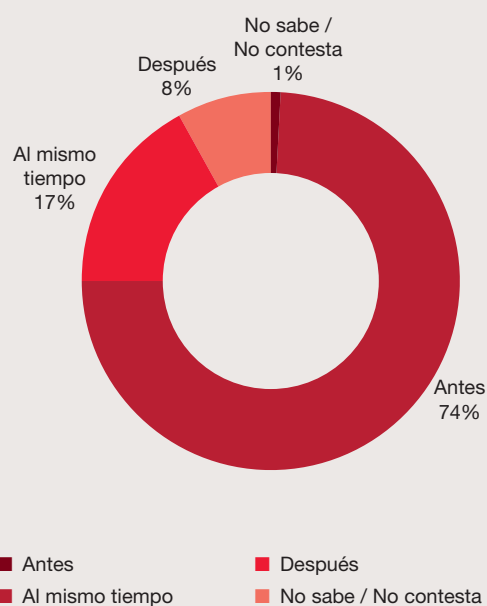




Mercado de Transacciones en Europa

Por lo que respecta al mercado europeo, ambos colectivos esperan que la recuperación y el fortalecimiento de la actividad se produzca antes que en España, por lo que podemos deducir que tendrá lugar a finales de 2012.

Respecto a Europa y en comparación con el mercado español, espera que el mercado europeo se recupere...



Inversión y desinversión: previsiones

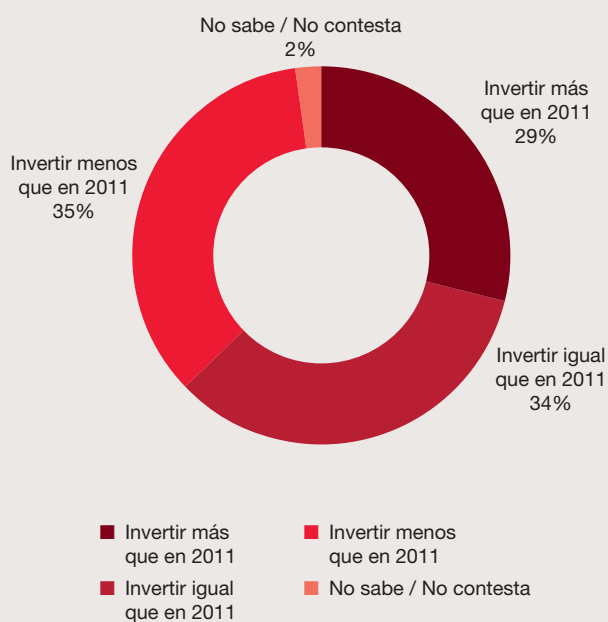
Respecto a las previsiones de inversión para el conjunto de 2012, en torno al 69% prevé invertir igual o menos que el año pasado, aunque un 29% espera invertir más. Por tipo de inversor, el colectivo de *private equity* se muestra más proclive a invertir este año igual o más que en 2011, mientras que tan solo un 12% espera invertir menos que en 2011. Por su parte, más de la mitad del segmento de empresas espera invertir menos este año que el año pasado, mostrándose más cauto a la hora de hacerlo, mientras que el resto espera invertir más o igual que en 2011.

Un año más, queda patente la vocación inversora del segmento de *private equity*, que se muestra más

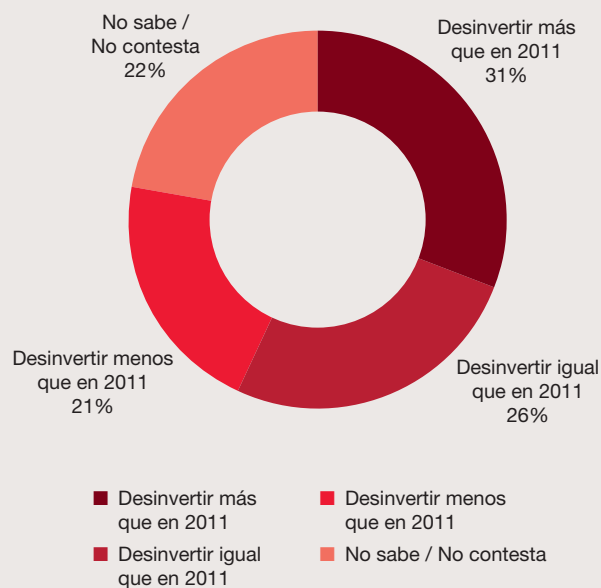
propenso a invertir en este año frente al colectivo de empresas, más condicionado por la situación económica a la hora de realizar sus inversiones.

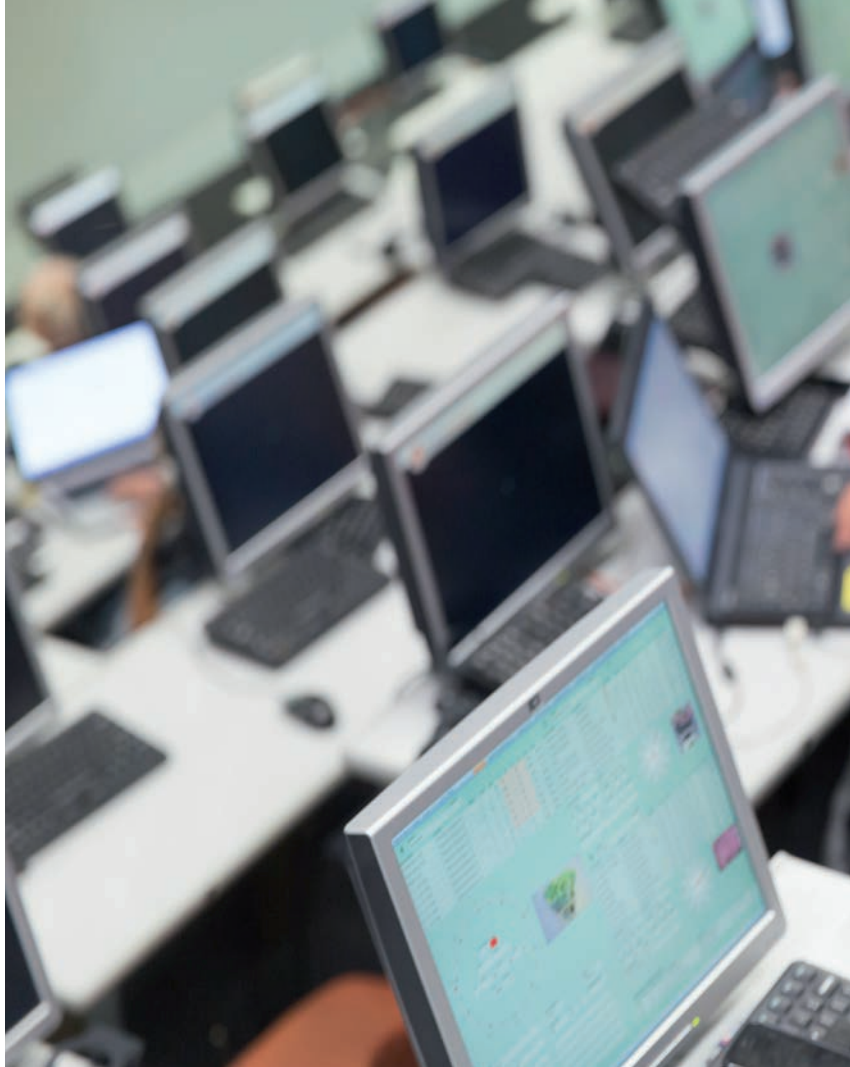
Respecto a la desinversión, existe consenso en los planes de los panelistas a este respecto: un 57% espera desinvertir este año más o igual que en 2011, no apreciándose divergencias si analizamos los resultados por tipo de inversor. Esta conclusión hay que matizarla, porque la realidad nos demuestra que muchos procesos de desinversión se están posponiendo a la espera de unas condiciones coyunturales más favorables. De esta forma, muchos fondos están alargando el período de permanencia en cartera de muchas participadas.

Con respecto a 2011, ¿considera su organización invertir en España este año...?



Con respecto a 2011, ¿considera su organización desinvertir en España este año...?



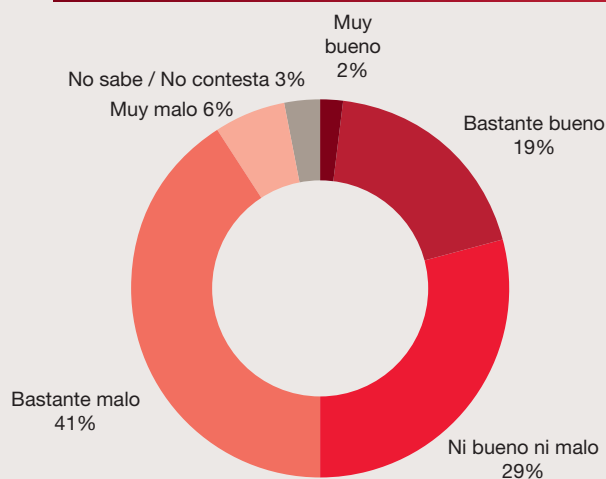


España como localización de inversiones en un contexto de incertidumbre

La mayoría de los inversores, el 47%, valora como bastante malo o muy malo el atractivo de España para la localización de inversiones en comparación con otros países europeos.

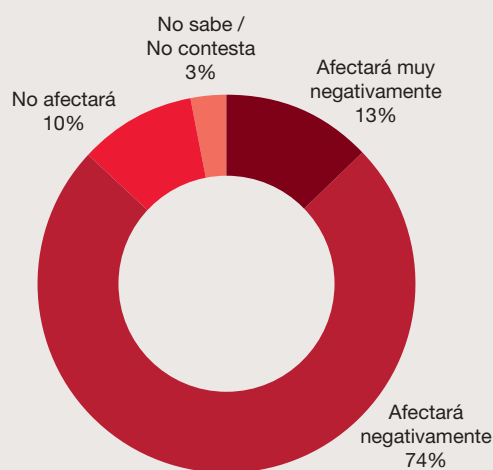
Y un abrumador 87% opina que el contexto actual de elevada incertidumbre afectará negativamente o muy negativamente al mercado de transacciones en España durante este año.

En comparación con otros países europeos, ¿cómo valoraría el atractivo de España para la localización de inversiones?



■ Muy bueno
 ■ Bastante bueno
 ■ Ni bueno ni malo
 ■ Bastante malo
 ■ Muy malo
 ■ No sabe / No contesta

En un contexto de elevada incertidumbre, ¿cómo cree que esta situación puede afectar al mercado de transacciones en España este año?

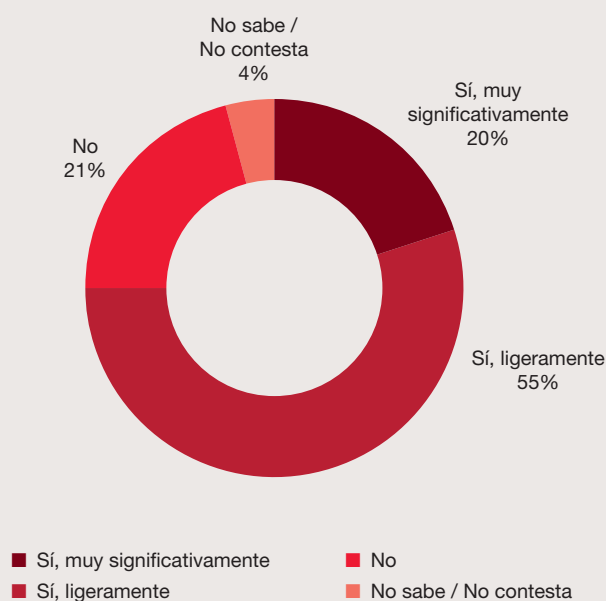


■ Afectará muy negativamente
 ■ Afectará negativamente
 ■ No afectará
 ■ No sabe / No contesta



Sin embargo, la gran mayoría, un 75%, considera que las reformas aprobadas por el Gobierno podrán dinamizar la actividad del mercado de transacciones en España. Afirmación que difiere entre los fondos de *private equity* y las empresas, mostrándose mucho más confiados en el cambio y en las reformas los primeros que los segundos, un 84% frente a un 68%, como aspecto dinamizador del mercado de transacciones.

En el escenario actual, ¿cree que las reformas aprobadas por el Gobierno podrán dinamizar la actividad del mercado de transacciones en los próximos meses?

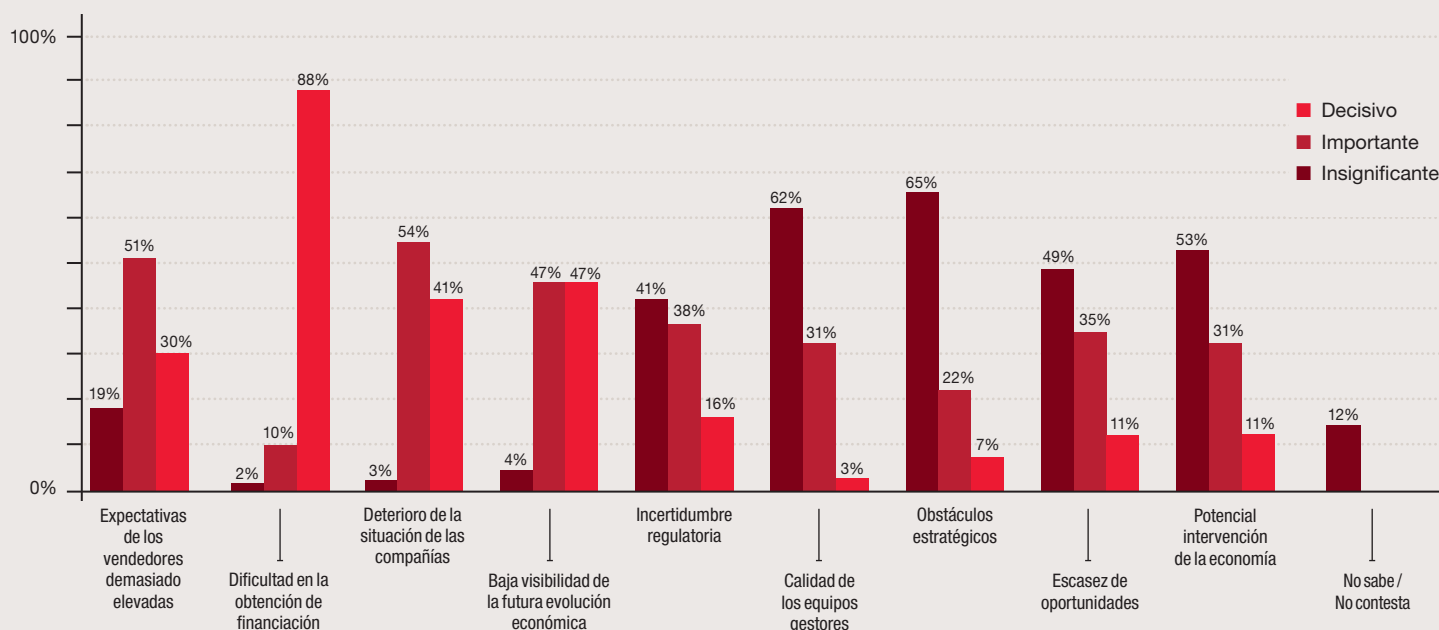


Obstáculos a la inversión

Un año más, la dificultad en la obtención de la financiación se muestra de forma abrumadora, con un 88% de respuestas, como el principal freno para la realización de operaciones de fusiones y adquisiciones en España. En segundo término, y a cierta distancia respecto al anterior, los inversores apuntan a la baja visibilidad de la futura evolución económica, 47%, y al deterioro de la situación de las compañías, 41%, como principales obstáculos que afectan este año al mercado de transacciones.

A pesar del consenso en esta pregunta, en segundo término, los fondos otorgan mayor importancia al deterioro de la situación de las compañías como freno a la actividad inversora, 51%, mientras que para el segmento de empresas cobra más relevancia la baja visibilidad de la futura evolución económica, 50%, como aspecto desincentivador de la inversión.

¿Qué factores considera que son los principales obstáculos en España para la realización de operaciones de fusión y adquisición este año? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).

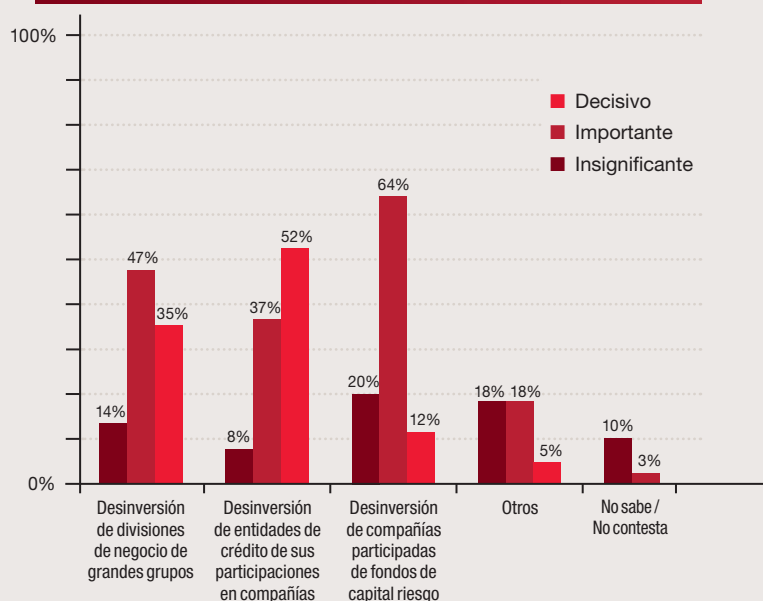


Tipos de oportunidades

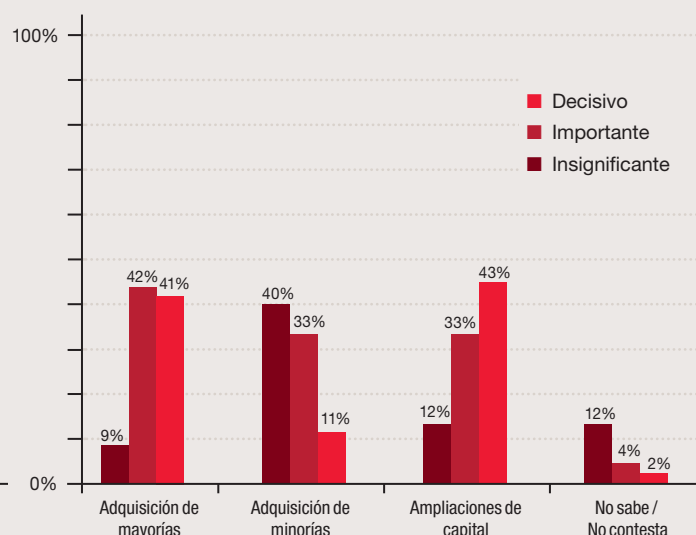
Entre las potenciales oportunidades para nuevas transacciones, más de la mitad de los directivos encuestados, 52%, sitúa la desinversión de las participaciones en compañías por parte de las entidades de crédito como principal fuente de oportunidades para nuevas operaciones. Le sigue la desinversión de divisiones de negocio no estratégicas de grandes grupos, con un 35% de respuestas. Por colectivos, los fondos otorgan una importancia similar a las oportunidades derivadas de la desinversión de grandes grupos, así como a las desinversiones de la cartera industrial de entidades de crédito y para el segmento empresas esta última presenta una mayor oportunidad.

Respecto al tipo de operación, las ampliaciones de capital y la adquisición de mayorías, con un 43% y un 41% respectivamente, son las que acaparan la mayoría de las respuestas. Cabe destacar que para el segmento de *private equity* la adquisición de minorías adquiere un protagonismo que antes no se contemplaba. Esto supone un dato revelador de los cambios que está sufriendo el mercado de *private equity*, históricamente vinculado a la adquisición de mayorías y que, dada la situación del mercado, está cambiando sus patrones de inversión contemplando otras fórmulas.

De las potenciales oportunidades para nuevas transacciones que se indican a continuación, ¿qué tipo de oportunidad considera que será más frecuente este año? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



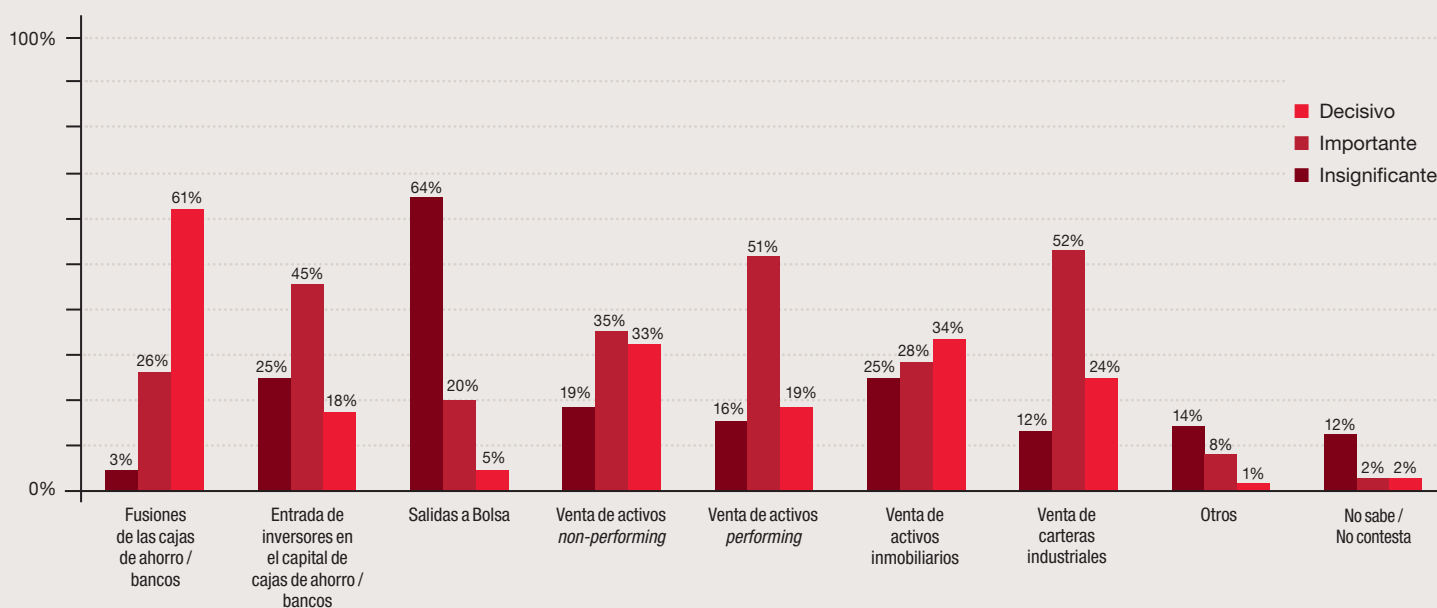
Respecto al tipo de operación.



Centrándonos en las potenciales oportunidades del sector financiero para nuevas transacciones, las fusiones de las cajas de ahorros y los bancos se perfilan como las más frecuentes en este año. Le siguen la venta de activos inmobiliarios y la de activos *non-performing*. En este punto se observan divergencias importantes dependiendo del tipo de inversor. Mientras para el segmento empresas las fusiones de las cajas de ahorros y los bancos es la principal oportunidad del sector financiero, los fondos le otorgan un menor peso y consideran otros tipos de operaciones, como la venta de activos

performing, la entrada de inversores en el capital de las entidades financieras, así como la venta de carteras industriales. Asimismo, las empresas consideran la venta de activos inmobiliarios y de activos *non-performing* como otras potenciales oportunidades del sector financiero.

Respecto a las potenciales oportunidades del sector financiero para nuevas transacciones que se indican a continuación, ¿qué tipo de oportunidad considera que será más frecuente durante este año? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



Perspectivas del sector de *private equity* en España

Hemos dedicado un epígrafe especial para conocer las expectativas de los socios y directores de inversión de entidades de *private equity* con respecto a su sector. Esta sección ha sido planteada únicamente, por tanto, a los fondos de *private equity*.

Expectativas de la inversión en *private equity*

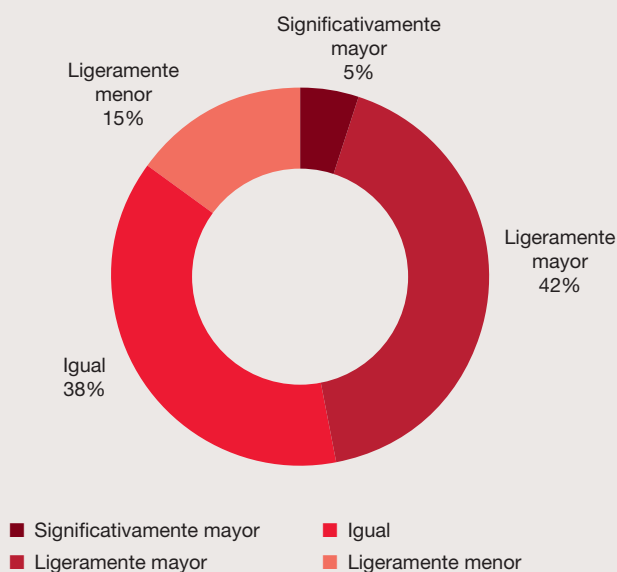
Los fondos de *private equity* se muestran optimistas en sus expectativas. Un 85% opina que el flujo de oportunidades de inversión de *private equity* durante 2012 será mayor o igual que en 2011. Tan solo un 15% cree que será ligeramente menor.

Fondos

El 62% de los fondos encuestados considera que durante este año el número de fondos con presencia o interesados en España será mayor o similar, frente a un 38% que cree que será menor.

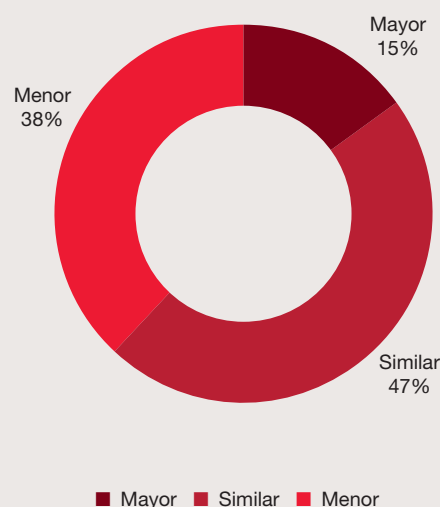
En su opinión, y en comparación con 2011, cree que el flujo de oportunidades de inversión de *private equity* durante 2012 será...

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



Considera que durante el próximo año el número de fondos con presencia o interesados en España será...

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



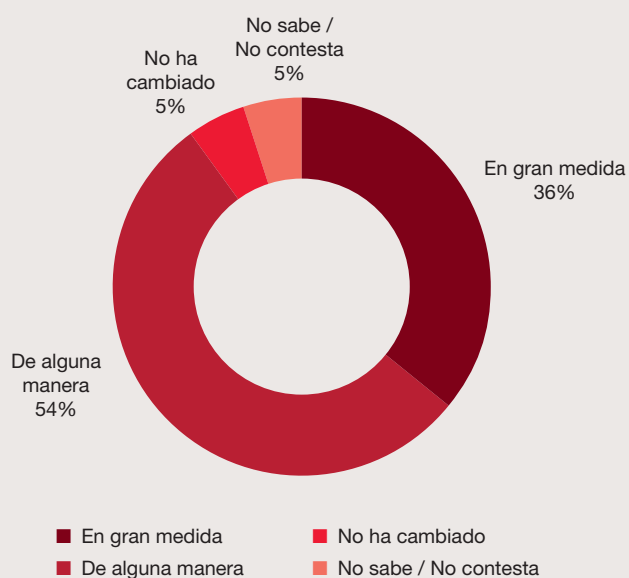
Modelo de negocio, principales cambios

La mayor parte de los encuestados considera que el modelo de negocio del *private equity* ha cambiado como consecuencia de la crisis de los últimos años. De hecho, el 36% considera que lo ha hecho en gran medida.



Como consecuencia de la crisis financiera de los últimos años, ¿considera que el modelo de negocio del *private equity* ha cambiado a nivel global?

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



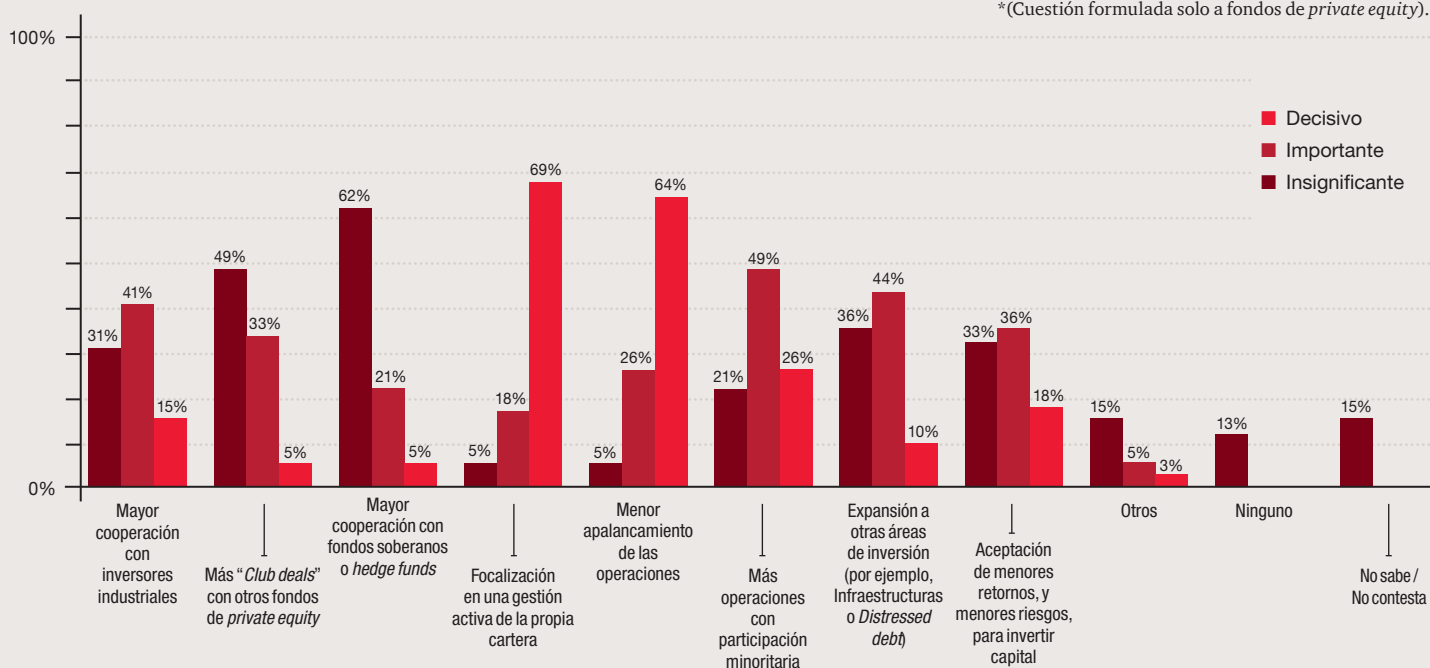


Al igual que en la edición anterior del informe, la focalización de los fondos en una gestión activa de la propia cartera y esta unida al menor apalancamiento de las operaciones destacan como los principales cambios que afectan al sector de *private equity*.

En un segundo término y a bastante distancia de las anteriores, los fondos esgrimen más operaciones con participación minoritaria (26%), la aceptación de menores retornos y menores riesgos para invertir en capital (18%), así como una mayor cooperación con inversores industriales (15%), como otros aspectos que están cambiando el modelo de negocio del sector.

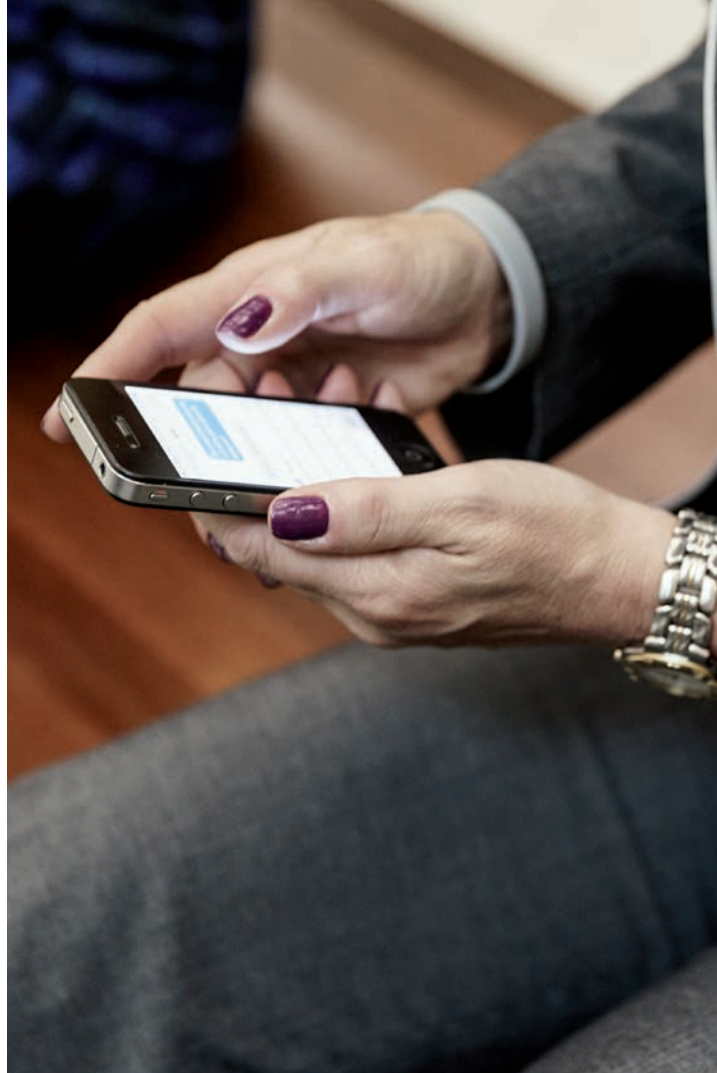
¿Qué cambios, si es el caso, considera que han ocurrido en el sector de *private equity* o van a ocurrir en el futuro? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



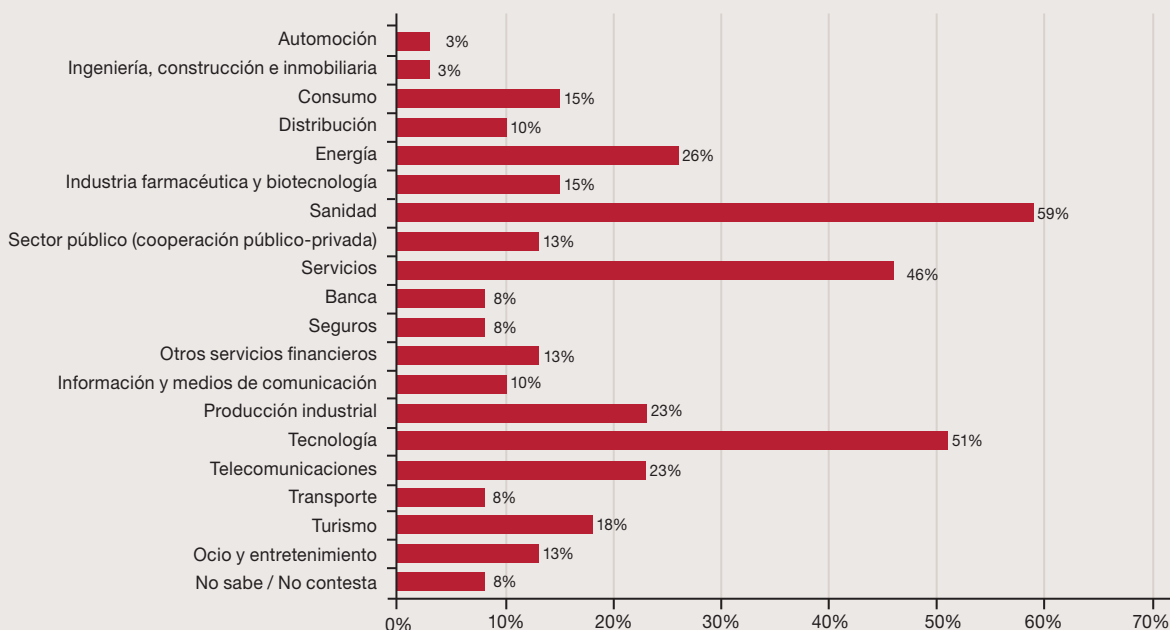
Industrias de interés para inversiones de *private equity*

Sanidad, seguido de tecnología y servicios, son las industrias que más interés suscitarán para la inversión de *private equity* en los próximos meses, en línea con lo que está sucediendo en este mercado. Cabe resaltar la presencia de los denominados fondos buitres especializados en estos sectores. En el lado contrario se sitúan los sectores de automoción e ingeniería, construcción e inmobiliario, donde los fondos prevén estar menos activos.



En su opinión, ¿en cuál de las siguientes industrias estará más activo el sector de *private equity* en el próximo año? Seleccione 3 industrias.

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



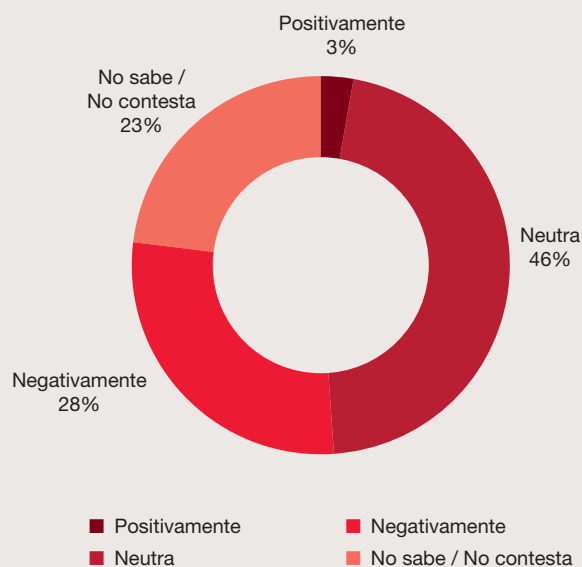
Directiva sobre las Gestoras de Fondos de Inversión Alternativos (Alternative Investment Fund Managers – AIFM)

En esta edición del informe hemos querido introducir temas que están afectando al sector, como la directiva aprobada en 2010 por la Comisión Europea sobre las Gestoras de Fondos de Inversión Alternativos, AIFM según sus siglas en inglés. Casi la mitad de los encuestados tiene una opinión neutra con respecto a cómo se está viendo afectado el sector por la nueva directiva, mientras que un 28% cree que la nueva directiva sí está afectando al sector

negativamente. Hay que destacar una relativamente elevada respuesta de los que no tienen una opinión al respecto.

¿De qué forma considera que el sector de *private equity* se está viendo afectado por la directiva aprobada en 2010 por la Comisión Europea sobre las Gestoras de Fondos de Inversión Alternativos (AIFM, *Alternative Investment Fund Managers*)?

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).

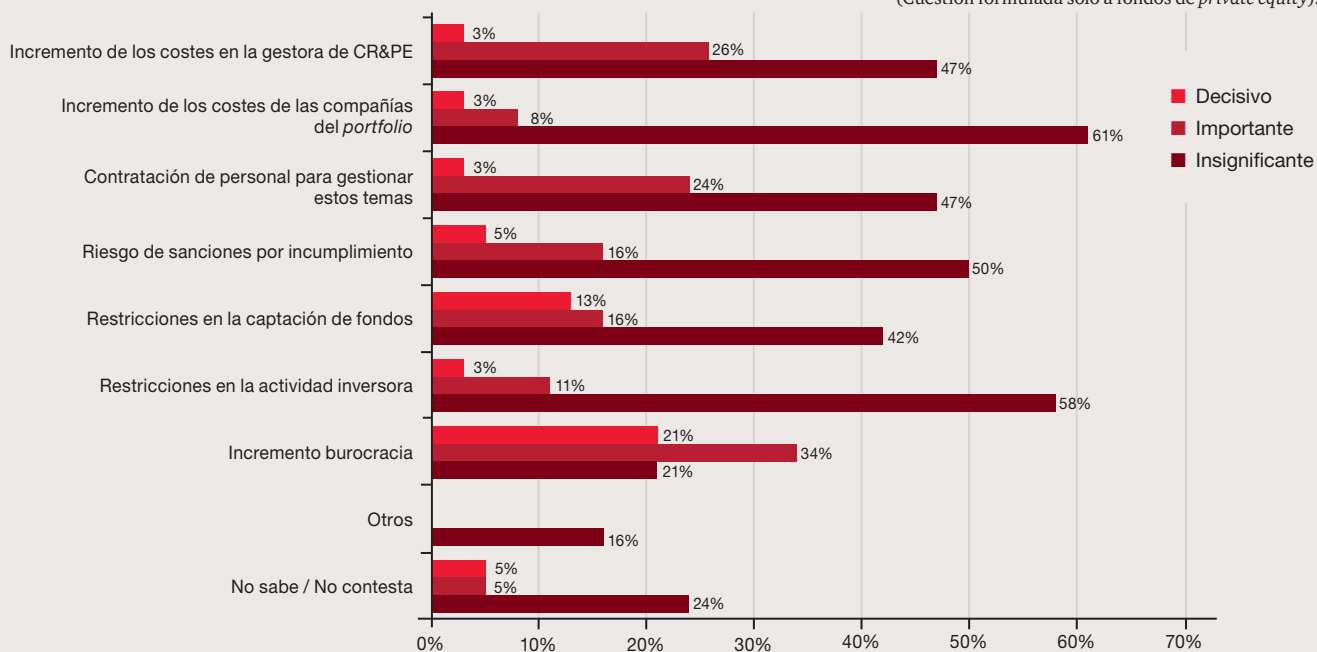


Preguntados por cómo está afectando a sus fondos la nueva directiva, la mayoría no lo considera un aspecto decisivo ni importante y opina que supone un incremento de burocracia y restricciones a la captación de fondos. En última instancia se cree que la nueva directiva está afectando a un incremento de los costes de las compañías del *portfolio* y que suponen restricciones en la actividad inversora.



En su opinión, ¿cómo cree que está afectando a su fondo la nueva directiva aprobada? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



Estrategias de inversión y desinversión

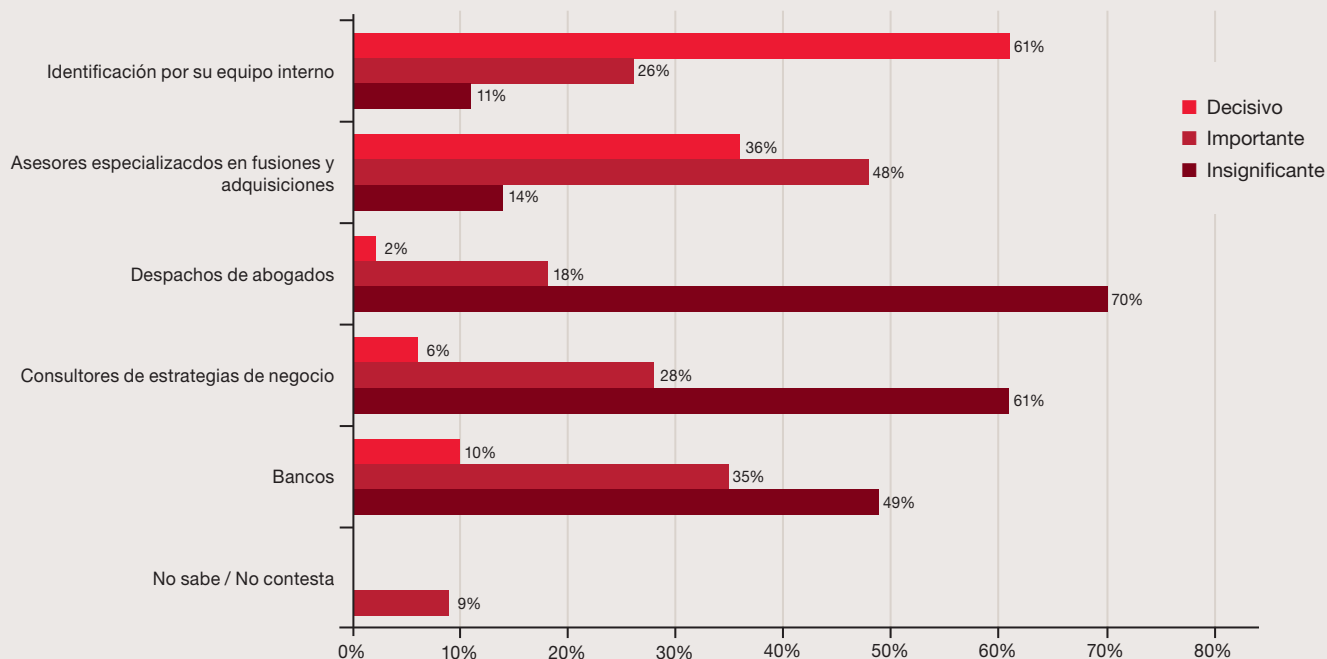
En este epígrafe queremos analizar las estrategias empleadas en sus procesos de inversión y desinversión por parte de los fondos de private equity y de las empresas.

Origen de las oportunidades de inversión

Las oportunidades de inversión analizadas en las organizaciones se originan de forma interna y por asesores especializados en fusiones y adquisiciones. Existe una gran coincidencia a la hora de identificar a sus propios equipos internos como el principal originador de las oportunidades de inversión, 64% para los fondos y 59% para las empresas.

Sin embargo, se observan diferentes comportamientos entre ambos tipos de inversor en cuanto a la intervención de asesores especializados en fusiones y adquisiciones –M&A– en la presentación de oportunidades de inversión. En esta edición del informe, las empresas siguen siendo significativamente más reticentes a contar con asesores especializados en M&A como origen de las oportunidades que analizan, 20%; sin embargo, los fondos sí que cuentan con especialistas en M&A a la hora de considerar sus oportunidades de inversión, 64%.

¿Cuál es el origen de las oportunidades de inversión que se conocen y/o analizan en su organización?
(1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).

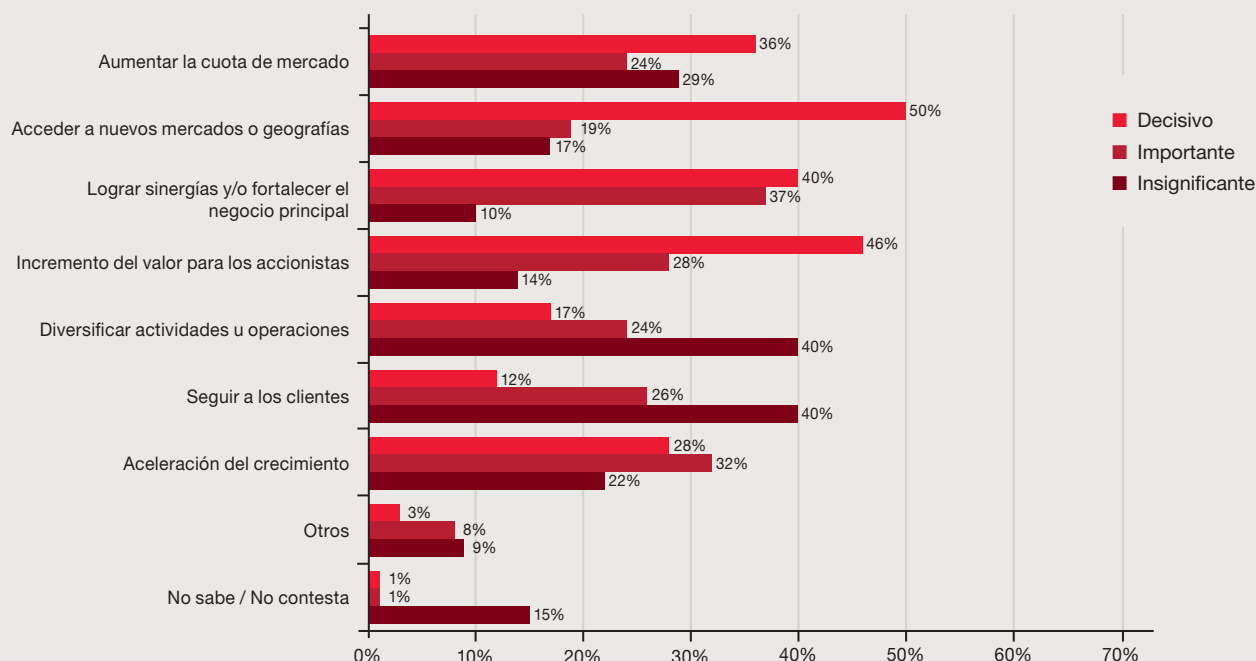


Objetivo de las estrategias de M&A

En la edición de este año, la mitad de los encuestados coincide en señalar el acceso a nuevos mercados o geografías como el principal objetivo de las estrategias de fusiones y adquisiciones, como salida a las dificultades que presenta la economía española, si bien el incremento de valor para el accionista sigue siendo un factor decisivo como objetivo de las estrategias de los encuestados. Otros objetivos importantes mencionados por nuestro panel son lograr sinergias y/o fortalecer el negocio principal y aumentar cuota de mercado.

No obstante, a pesar del consenso obtenido en las respuestas, los fondos y las empresas difieren en la identificación del principal objetivo de sus estrategias de inversión. Así, mientras que para el 66% de los fondos el incremento de valor para los accionistas constituye un factor decisivo de su estrategia de inversión, para el 49% de las empresas cobra mayor relevancia el acceso a nuevos mercados o geografías, máxime en el momento actual, donde la internacionalización de las empresas constituye una ventaja competitiva determinante para la supervivencia de muchos negocios.

¿Cuál es el objetivo principal de la estrategia de fusiones y adquisiciones seguida por su organización en los últimos años? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).

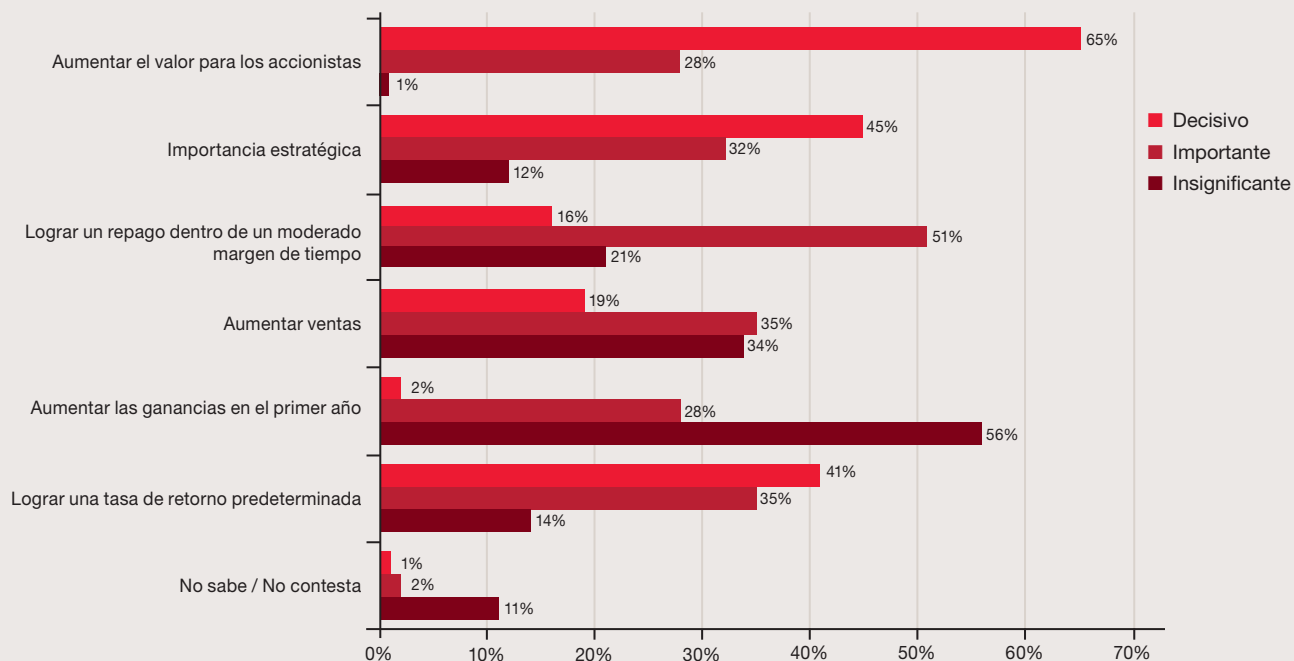


Indicadores de éxito de las operaciones

Un año más, aumentar el valor para los accionistas constituye el principal indicador de éxito de una transacción. La importancia estratégica y lograr una tasa de retorno predeterminada son otros indicadores valorados por los encuestados.

De nuevo se observan diferencias dependiendo del tipo de inversor. La mayoría de los fondos coinciden en mencionar el valor para los accionistas como principal indicio de éxito de una operación, seguido de lograr una tasa de retorno predeterminada. Para las empresas, la importancia estratégica constituye un factor decisivo del éxito de sus transacciones, seguido muy de cerca de aumentar el valor para los accionistas.

¿Cuáles considera que son los principales indicios de éxito de una operación de fusión y/o adquisición?
(1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).

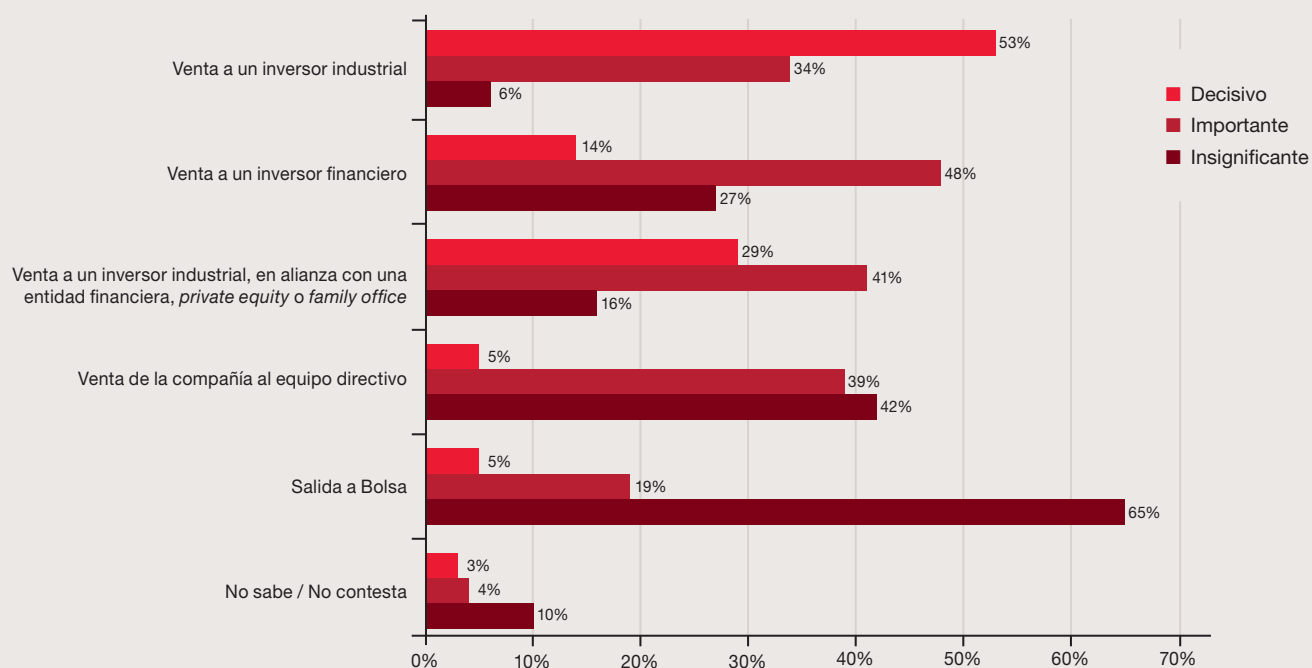


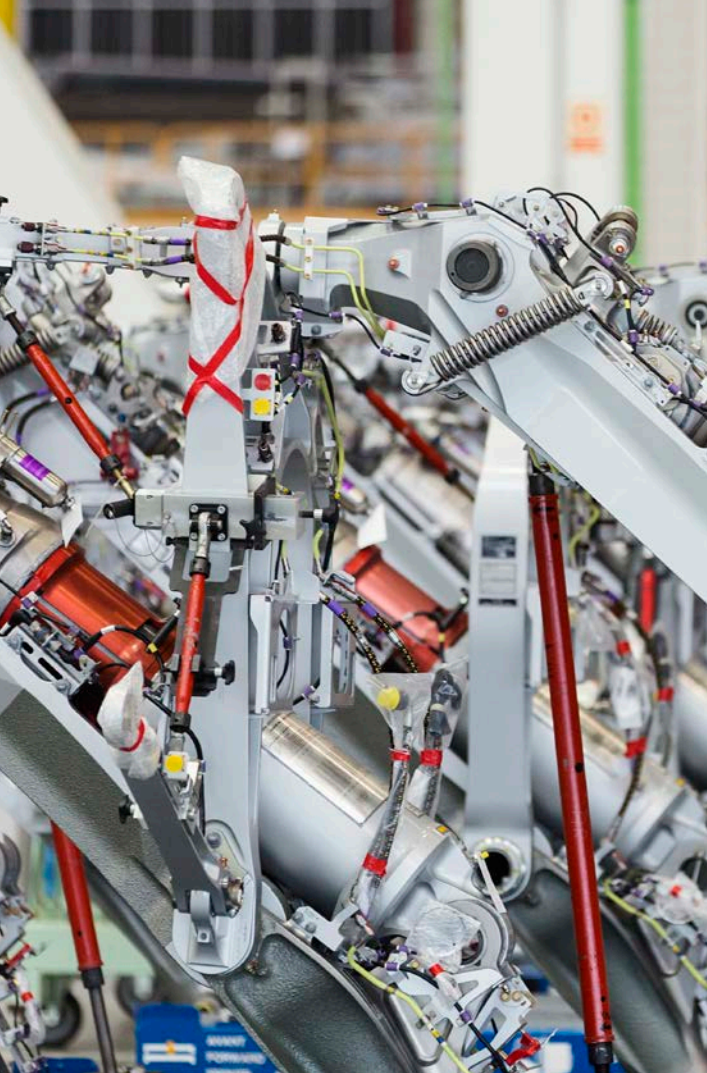
Estrategias de desinversión

Al igual que en la edición anterior, la venta a un inversor industrial destaca como la estrategia más habitual de desinversión para los próximos meses junto con una alianza con una entidad financiera, *private equity* o *family office*. Esta estrategia es mucho más valorada por los fondos que por las empresas. Y un año más, la venta a un inversor financiero no supone una opción de estrategia de desinversión para ambos colectivos. Una respuesta claramente condicionada por el entorno actual.

La salida a Bolsa y la venta de la compañía al equipo directivo no son en estos momentos opciones de desinversión contempladas por los entrevistados, en consistencia con la situación de los mercados bursátiles y las trabas a la financiación de operaciones que hacen muy difíciles las operaciones de *Management Buy Out* – MBOs.

¿Cuál cree que va a ser la estrategia de desinversión más frecuente este año en España? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



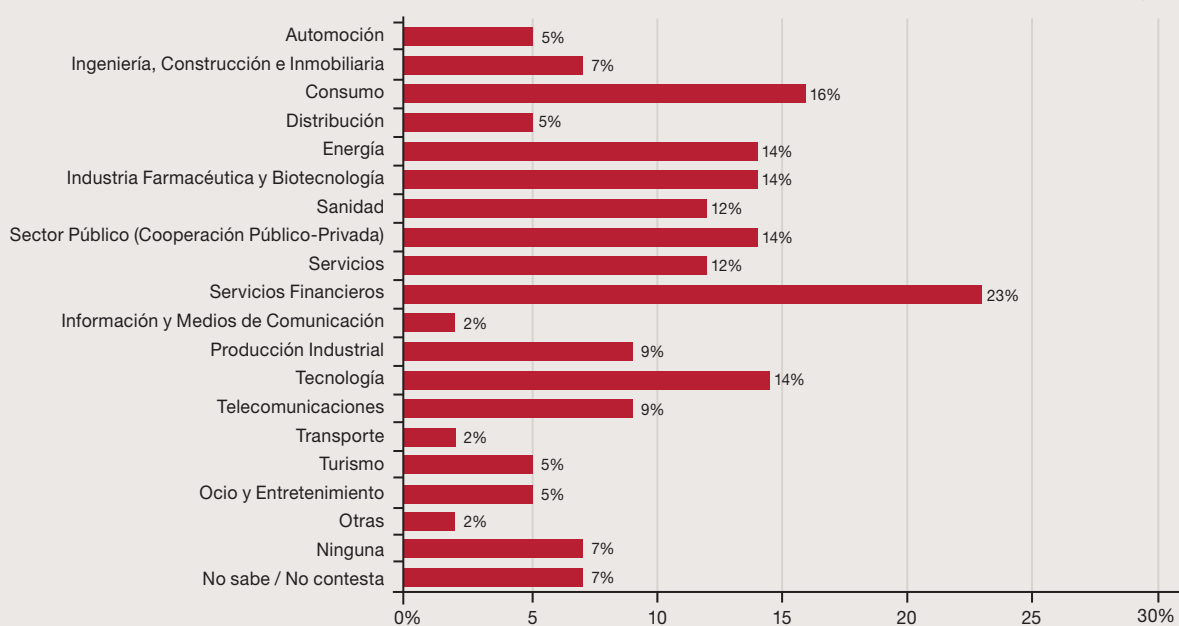


Industrias

El sector financiero, con un 23% de las respuestas, constituye la industria en la que las organizaciones encuestadas centrarán sus adquisiciones en este año. Consumo 16%, energía 14%, industria farmacéutica y biotecnología 14% y sector público 14% , mediante operaciones de cooperación público-privada, son otros sectores destacados en los que las organizaciones encuestadas van a centrar sus esfuerzos inversores.

En su opinión, ¿en cuál de las siguientes industrias estará más activa su organización en cuanto a adquisiciones en 2012? Seleccione 3 industrias.

*(Cuestión formulada solo al segmento empresas).



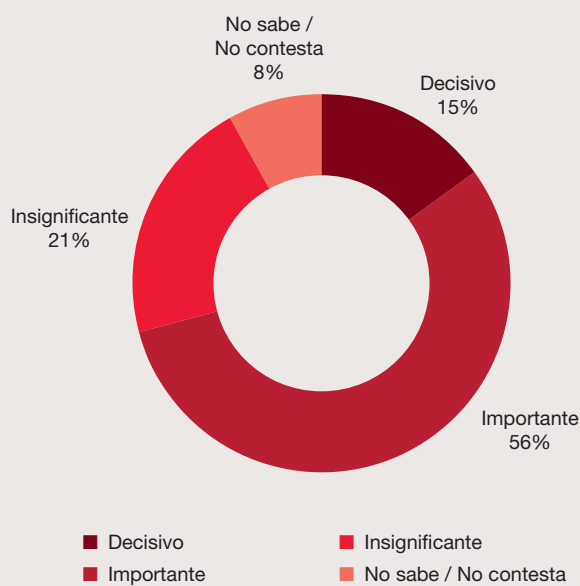


Desarrollo sostenible e inversión responsable

Nos hemos querido sumar a la nueva corriente sobre desarrollo sostenible e inversión responsable porque somos conscientes de la creciente importancia que estos temas están adquiriendo entre los fondos de *private equity* y empresas. Para dos tercios de los fondos encuestados, los aspectos relacionados con el cambio climático, las emisiones de CO₂ y la inversión responsable son aspectos importantes, 56%, o decisivos, 15%. Sin embargo, para un no despreciable 21% estos temas aún son insignificantes y no son considerados en sus inversiones.

Respecto al desarrollo sostenible, ¿qué importancia tienen para su organización los aspectos de sostenibilidad (cambio climático, emisiones de CO₂, inversión responsable, etc.)?

*(El siguiente gráfico recoge solo las respuestas de los fondos de *private equity*).

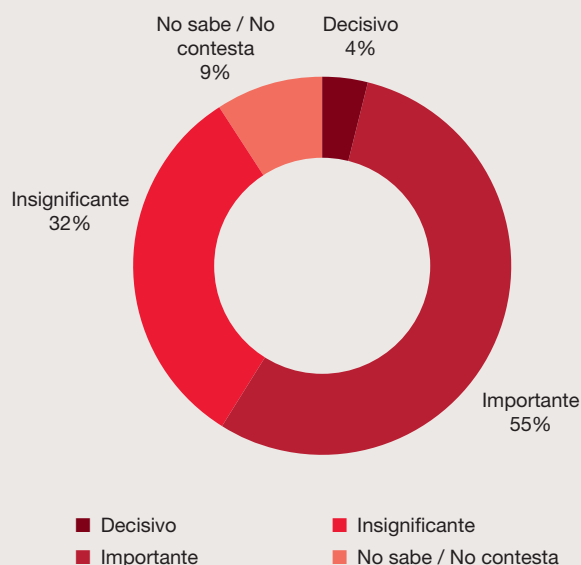




Al plantear a los directivos del segmento de empresas la importancia que tienen para su organización los aspectos de sostenibilidad a la hora de invertir en una compañía, más de la mitad, un 55%, lo califica como importante. Sin embargo, el 32% afirma abiertamente que son temas insignificantes y no son tenidos en cuenta. Se aprecia, por tanto, una mayor concienciación por parte de los fondos en relación a este aspecto, que esperamos influya en el segmento de empresas.

Respecto al desarrollo sostenible, ¿qué importancia tienen para su organización los aspectos de sostenibilidad (cambio climático, emisiones de CO₂, inversión responsable, etc.) a la hora de invertir en una compañía?

*(El siguiente gráfico recoge solo las respuestas del segmento empresas).



En línea con lo anterior, para el 59% de los fondos la adopción de los Principios de Inversión Responsable establecidos por Naciones Unidas para el sector de *private equity* puede favorecer la captación de fondos, pero hasta cierto punto. Por el contrario, un 15% cree que la adopción de los principios PRI, según sus siglas en inglés, no afectan de ninguna manera a su actividad de *fundraising*. Y una minoría, el 8%, cree que afecta en gran parte. Estamos plenamente convencidos de que este porcentaje se irá incrementando en la medida en que cada vez más inversores institucionales exijan a las gestoras de *private equity* la adopción de los principios de

inversión responsable como condición para aportar fondos, tal y como está sucediendo en otros países en los que la inversión responsable está más desarrollada, como Reino Unido y Francia.

¿Considera que la adopción de los Principios de Inversión Responsable establecidos por Naciones Unidas para el sector de *Private Equity* puede favorecer la captación de fondos?

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



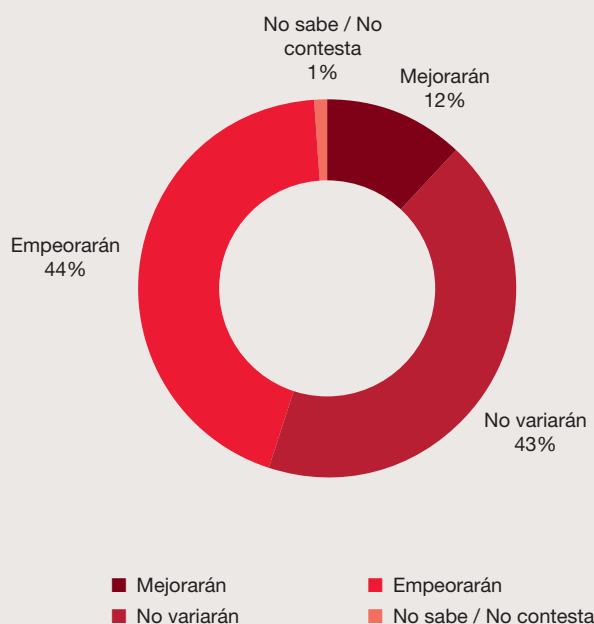
Financiación de las transacciones

Las respuestas de esta sección de la encuesta coinciden plenamente con el epígrafe Expectativas del Mercado de Transacciones, donde destacaba la dificultad en la obtención de financiación como principal obstáculo para el mercado de transacciones en España, con una superioridad indiscutible con respecto al resto de opciones planteadas. Así queda patente el pesimismo de los inversores entrevistados sobre un aspecto crítico a la hora de realizar transacciones y que está limitando la actividad transaccional.

Esta restricción crediticia está llevando a algunos fondos a asumir riesgo de financiación y a fondear

toda la operación con *equity* con la esperanza de poder refinanciar parte de la inversión una vez cerrada la operación. Los fondos que son capaces de asumir este riesgo tienen una ventaja competitiva clara contra los que no disponen de esta flexibilidad. Otra forma de promover operaciones de M&A es negociar con el sindicato de bancos deudores de la compañía, antes de iniciar el proceso de venta, las condiciones bajo las que accederían a continuar en la compañía aunque se produjera un cambio de control. Este tipo de operaciones, en las que el comprador no tiene que preocuparse de buscar la financiación para la adquisición, tienen una probabilidad alta de salir adelante y maximizan el precio de adquisición.

En 2012-2013, considera que las condiciones de los créditos para operaciones (en general)...

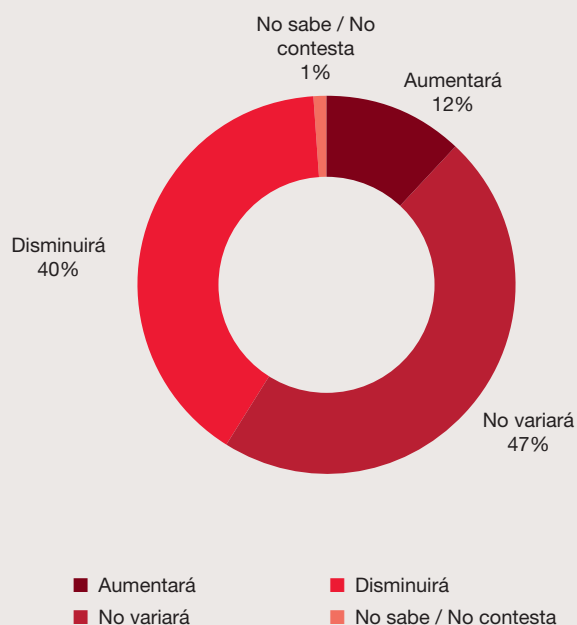


Disponibilidad de crédito para operaciones

Una gran mayoría de los encuestados señala que la financiación de las transacciones en general en 2012-2013 empeorará o no variará, frente a un 12% que opina que mejorará. En todos los aspectos contemplados, las respuestas son del mismo signo, con un marcado tono negativo. Analizándolas por tipo de inversor, podemos apreciar un sentimiento más pesimista por parte de los fondos de *private equity*. Así, mientras la mitad de los fondos encuestados opina que la financiación de las operaciones empeorará, el porcentaje se reduce a un 40% para el segmento de empresas.

De esta forma, en relación al volumen otorgado, la disponibilidad de crédito para operaciones no variará o disminuirá para el 87%. En este aspecto, los fondos también se muestran más pesimistas al considerar un 47% que el volumen otorgado disminuirá, frente al 35% de las empresas encuestadas.

En relación al volumen otorgado.

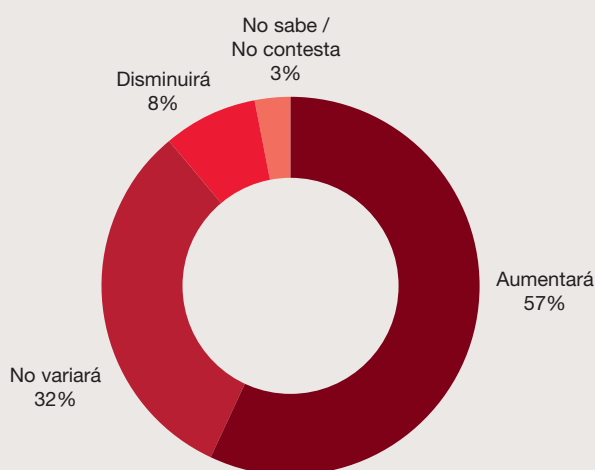


Condiciones de financiación

Si consideramos el precio de la deuda, más de la mitad de los encuestados, un 57%, apunta a que aumentará, mientras que el 32% no aprecia variación.

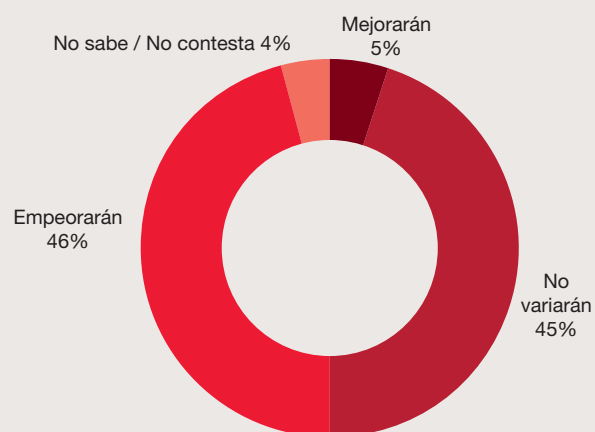
En relación a las condiciones en términos de garantías, *covenants*, etc., salvo una pequeña parte de los encuestados, el 5%, que se muestra más optimista, el 91% cree que empeorarán o no variarán. A este respecto, sí que observamos variación en las respuestas dependiendo del tipo de inversor. De esta forma, mientras el 59% de los fondos cree que las condiciones no variarán, el 57% de las empresas están convencidas de que empeorarán.

En relación al precio de la deuda...



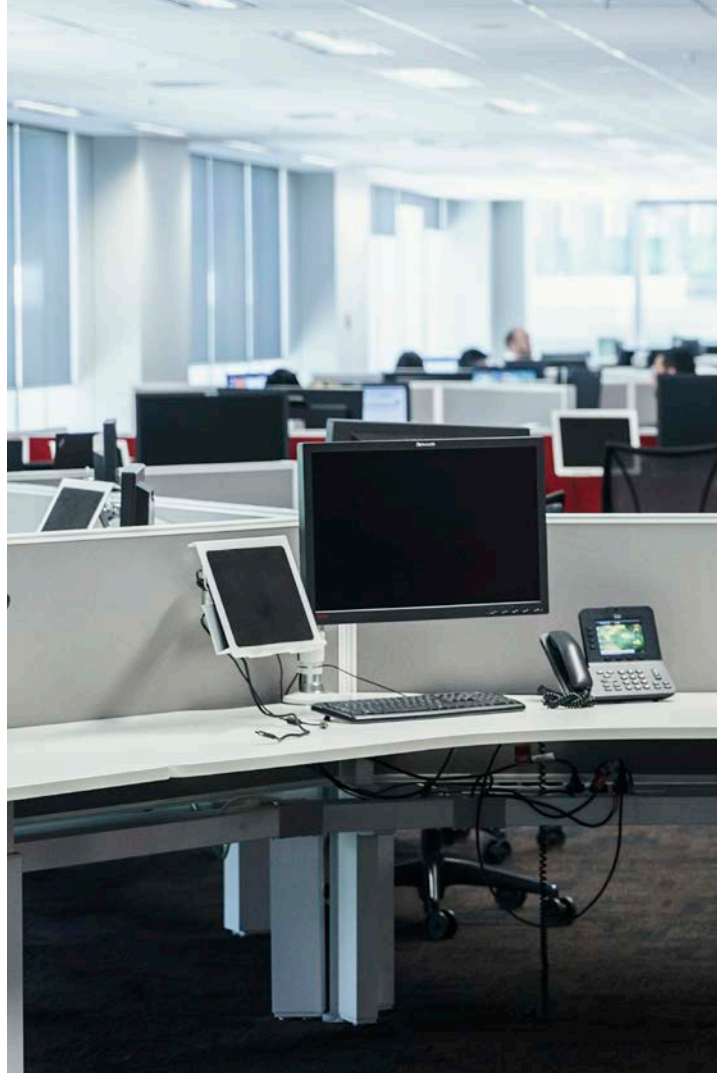
■ Aumentará
■ No variará
■ Disminuirá
■ No sabe / No contesta

En relación a las condiciones (garantías, *covenants*, etc.).

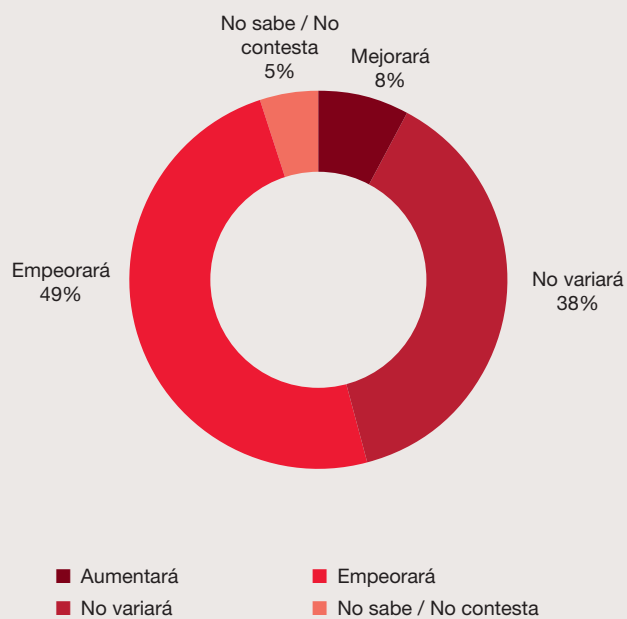


■ Mejorarán
■ No variarán
■ Empeorarán
■ No sabe / No contesta

Si tenemos en cuenta el aseguramiento de operaciones, la mitad considera un claro empeoramiento mientras que el 38% cree que no variará. Por colectivos, es el segmento empresas el que se muestra más pesimista, con un 57% de las respuestas frente al 44% en el caso de los fondos.



En relación al aseguramiento de operaciones.

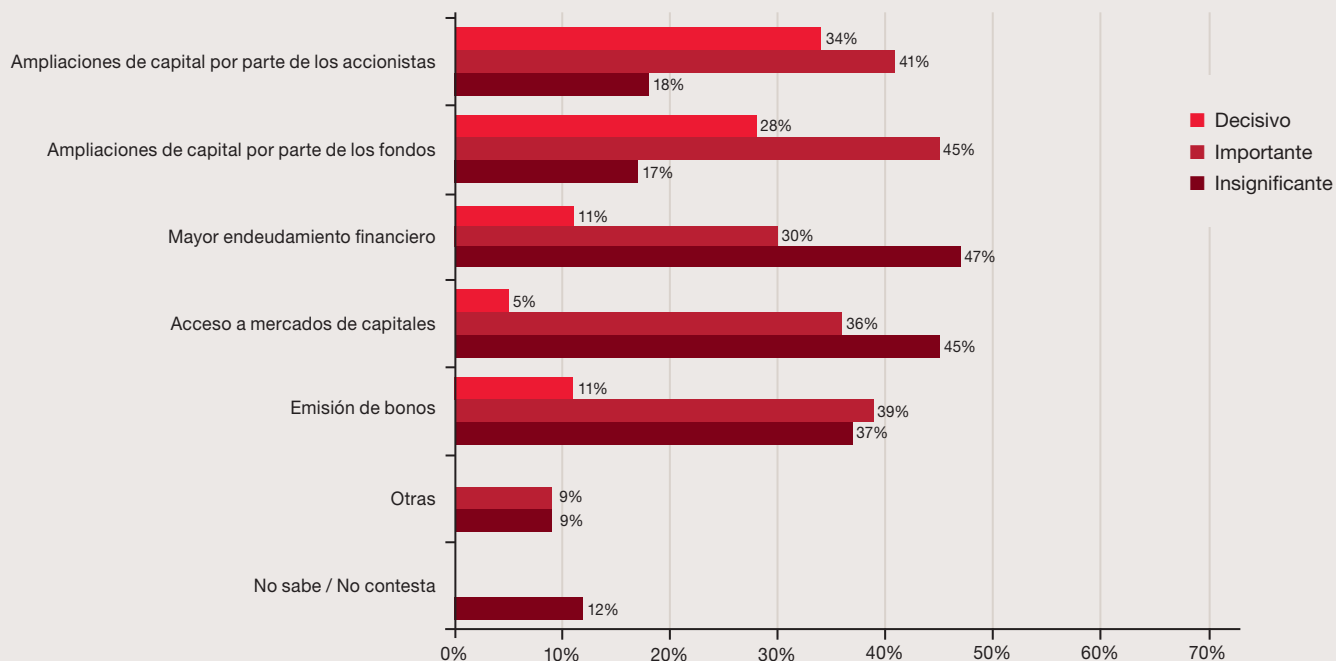


Fuentes de financiación

Al igual que en la primera edición de nuestro informe, las ampliaciones de capital, por parte de los accionistas y de los fondos, se perfilan como las fuentes de financiación más frecuentes para el próximo año. La emisión de bonos, sin embargo, pierde peso respecto al informe anterior, fundamentalmente debido a la coyuntura económica de nuestro país. Sin embargo, hay una nueva serie de inversores llamados fondos de crédito, que tienen mucha liquidez y están lentamente reemplazando a la banca como financiador tradicional. Estos fondos

pueden ofrecer términos de financiación muy flexibles aunque exigen cupones elevados (normalmente por encima del 10%).

¿Qué fuentes de financiación considera que serán más frecuentes en el conjunto de 2012?
(1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



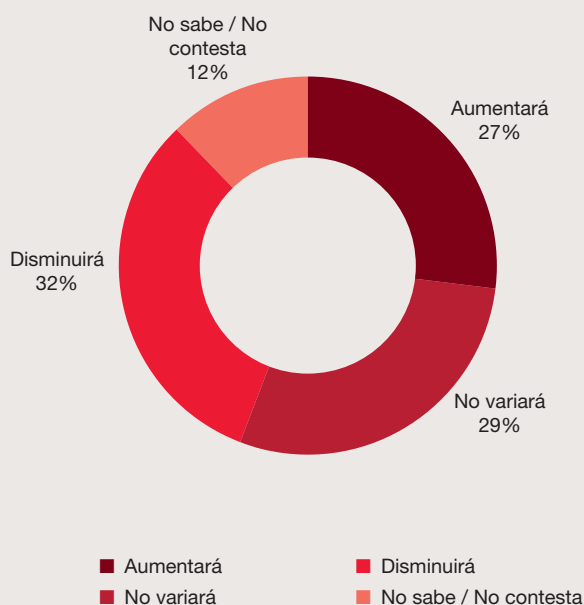
Otros instrumentos financieros: deuda *mezzanine*

A diferencia de los años del boom económico, en los que la deuda *mezzanine* se utilizó como un instrumento importante en la financiación de operaciones, el 61% de los encuestados considera que este año este tipo de deuda disminuirá o no variará. No obstante, un no despreciable 27% cree que aumentará. En parte, el menor uso de la deuda *mezzanine* está justificado por la escasa actividad en el mercado de M&A, que hace que los fondos tengan dificultad en invertir sus fondos levantados y con períodos de inversión que están llegando a su fin en

la mayoría de los casos. Esta pregunta, dado el tipo de financiación tan concreta, únicamente se ha formulado al segmento de fondos de *private equity*.

La deuda *mezzanine* se utilizó en los años del boom económico como un instrumento financiero importante en la financiación de operaciones de *private equity*. Considera que en 2012 la utilización de la deuda *mezzanine*...

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



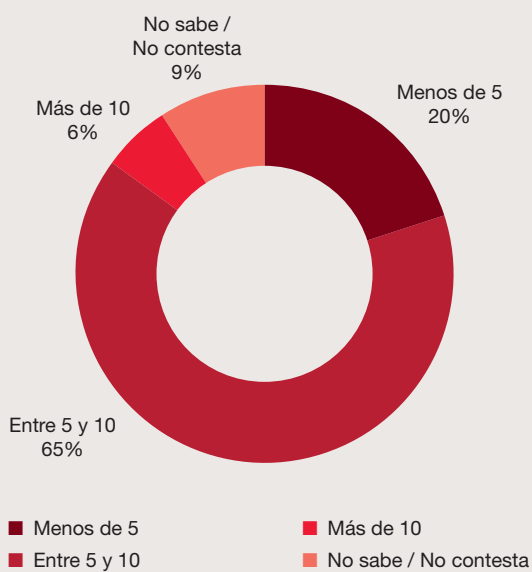


Las entidades financieras en la financiación de operaciones

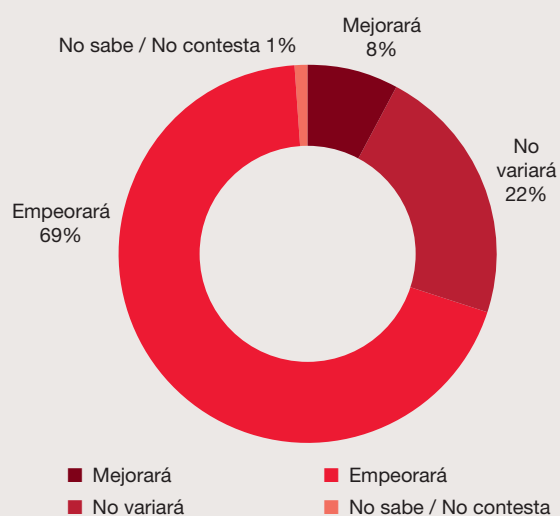
La mayoría de los encuestados cree que entre cinco y diez entidades financieras estarán activas en el mercado de *private equity* este año. Y se muestran muy claros al considerar que en el conjunto de 2012 la actividad de las cajas en la financiación de operaciones empeorará como consecuencia del proceso de consolidación del sector financiero español iniciado en 2011 y que está reduciendo el número de cajas existentes. Esta cuestión únicamente se ha planteado a los fondos de *private equity*.

En su opinión, ¿cuántas entidades financieras estarán activas en el mercado de *private equity* en el conjunto de 2012?

*(Cuestión formulada solo a fondos de *private equity*).



En 2011 el sector financiero español entró en una fase de consolidación con la reducción del número de cajas de ahorros existentes. Considera que en el conjunto de 2012 la actividad de las cajas en la financiación de operaciones...



Gestión financiera

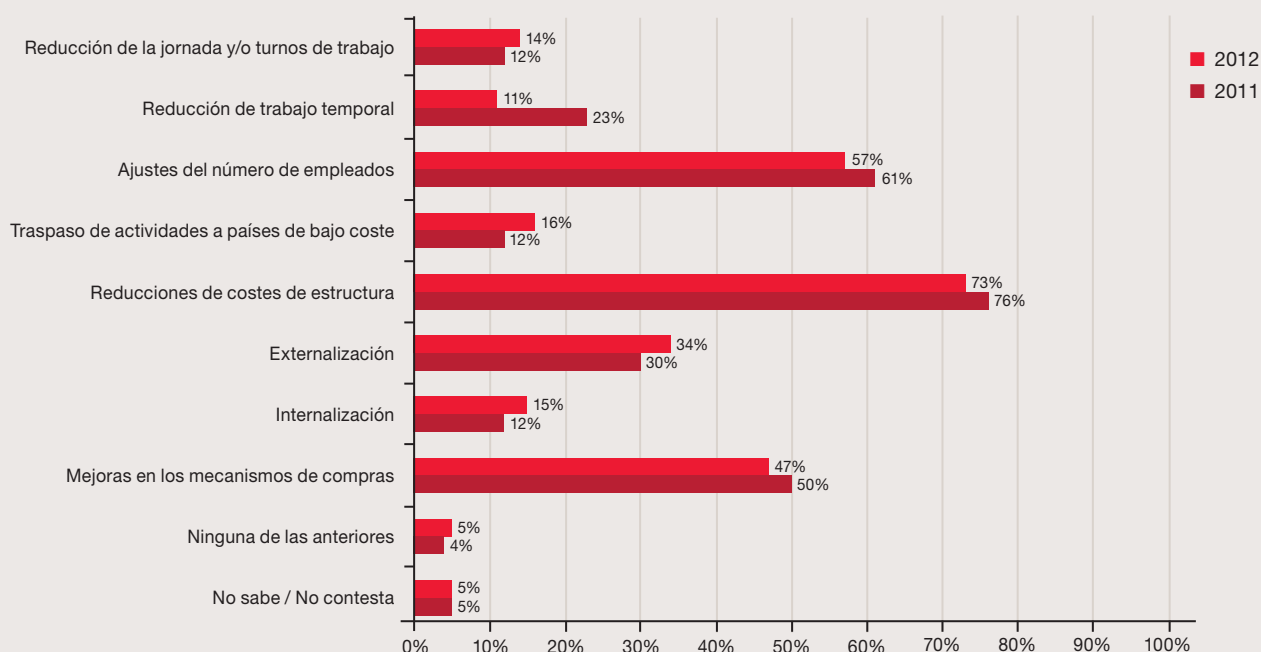
Un año más, e influenciados por el deterioro de la situación económica, los encuestados se han volcado en la gestión financiera de sus compañías y/o cartera de participadas, para sortear los embates de la crisis y conservar la rentabilidad y liquidez.

Medidas adoptadas para preservar la rentabilidad

La reducción de costes de estructura ha sido con un 76%, la principal medida aplicada por los equipos directivos para preservar la rentabilidad de sus compañías en 2011 y 2012. Otras medidas implantadas en 2011 han sido los ajustes del número de empleados y la implantación de mejoras en los

mecanismos de compras. Estas iniciativas continuarán a lo largo de 2012 y años sucesivos, mientras persista el clima económico actual. La externalización, por su parte, cobra mayor protagonismo especialmente para el segmento de fondos de *private equity*.

¿Cuáles de las siguientes medidas han sido adoptadas para preservar o mejorar la rentabilidad de sus compañías participadas en 2011? ¿Y su previsión para el conjunto de 2012? (Indique un máximo de 3).

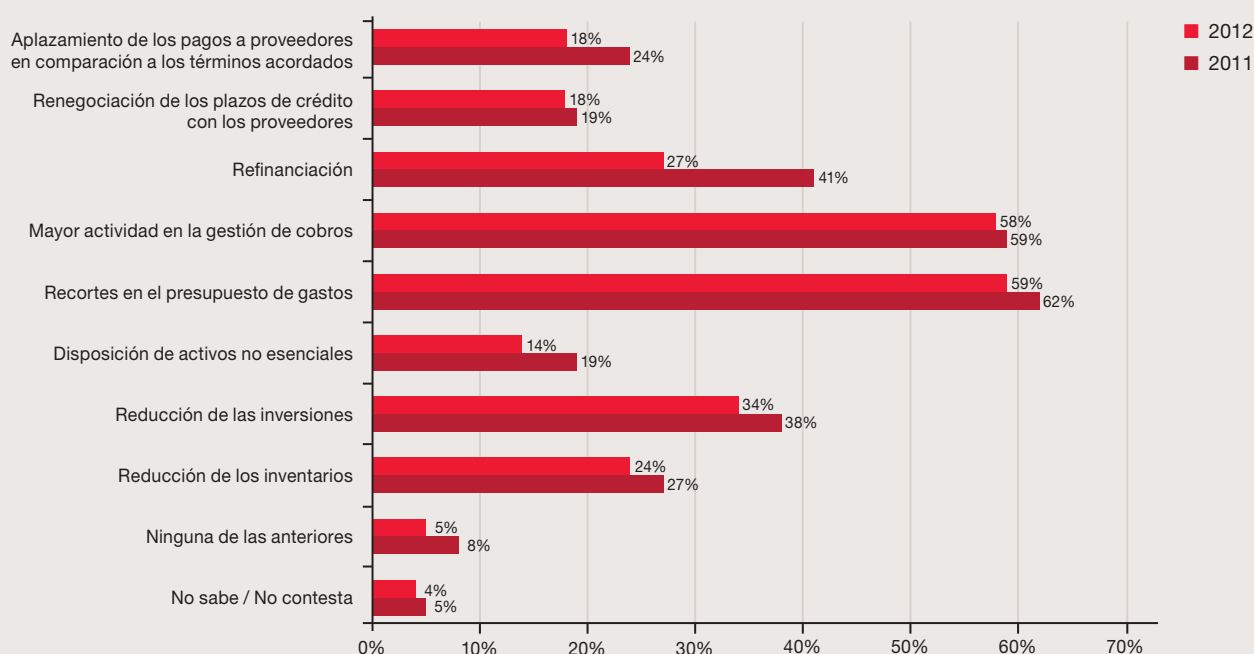


Medidas adoptadas para preservar la liquidez

Los recortes en el presupuesto de gastos y una mayor actividad en la gestión de cobros han sido las principales medidas adoptadas por parte de los encuestados para preservar la liquidez de las compañías en 2011 y 2012. Les siguen las refinanciaciones y la reducción de las inversiones como medidas adicionales implantadas en 2011 y 2012, si bien en 2012 las refinanciaciones ceden terreno ante la reducción de inversiones.

Mientras que para los fondos una mayor actividad en la gestión de cobros fue la medida más implantada durante 2011, para las empresas fueron los recortes en el presupuesto de gastos. Cabe resaltar las refinanciaciones como medida adicional más implantada en el segmento de empresas en ese año, aunque en 2012 las empresas se están centrando más en la gestión de cobros y los fondos en los recortes del presupuesto de gastos.

¿Cuáles de las siguientes medidas adicionales han sido adoptadas para preservar o mejorar la liquidez de sus compañías en 2011? ¿Y su previsión para el conjunto de 2012? (Indique un máximo de 3).

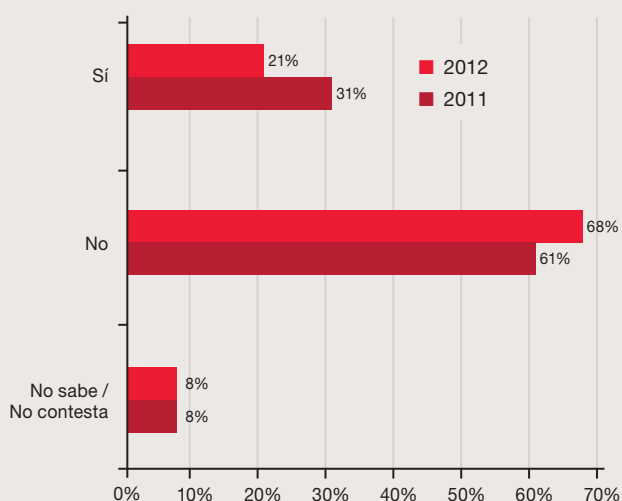


Covenants bancarios

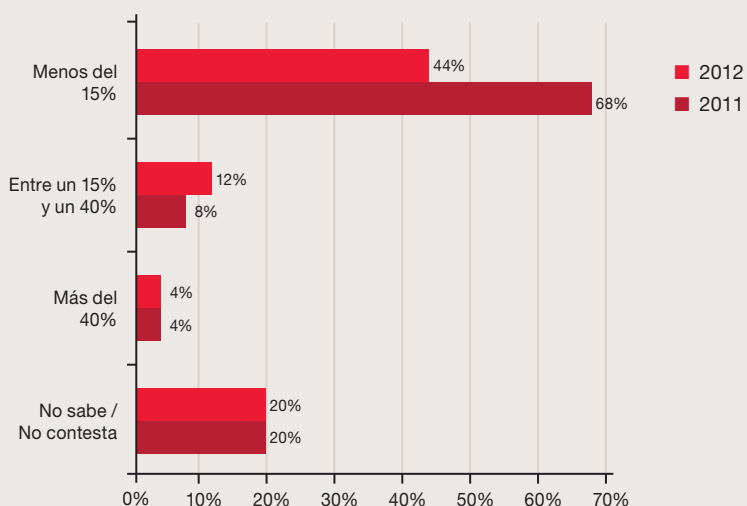
En la edición de 2010 del informe, casi un 90% de los encuestados reconoció haber incumplido *covenants* por parte de algunas compañías de su cartera de participadas. La situación ha registrado una gran mejoría desde entonces, tal y como se desprende de los resultados de la encuesta. De esta forma, solo el 31% de los encuestados afirma haber incumplido o estar próximo a incumplir las condiciones de financiación de sus participadas y haberse visto obligado a renegociar *covenants* en 2011. Este porcentaje se reduce al 21% para el conjunto de 2012.

En estos casos, la situación ha afectado a menos del 15% del *portfolio* de compañías de los fondos *private equity*, y tan solo el 8% afirma que esta situación ha afectado entre un 15 y un 40% de su cartera de participadas.

Por favor, indique si durante 2011 alguna de sus compañías participadas incumplió las condiciones de financiación y se vio obligada a renegociar *covenants*. ¿Y las perspectivas para el final de 2012?



En caso afirmativo, ¿qué porcentaje de su *portfolio* de compañías incumplió en 2011 uno o más *covenants* bancarios o necesitó negociar con sus proveedores financieros? ¿Y su previsión para el conjunto de 2012?

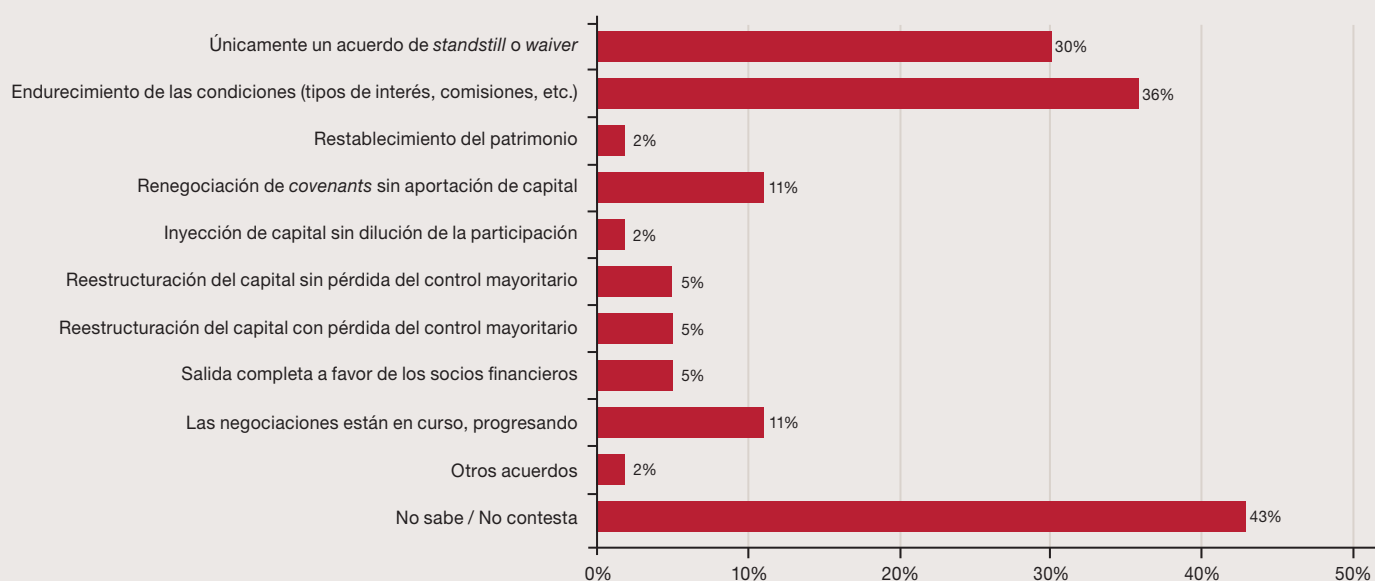




En los supuestos de incumplimiento o renegociación de *covenants* por parte de las compañías participadas en 2011, el endurecimiento de las condiciones en cuanto a tipos de interés y comisiones, seguido de un acuerdo de *standstill* o *waiver*, fueron los principales acuerdos resultantes para la mayor parte de los encuestados. Cabe destacar un elevado porcentaje de no respuesta, atribuido principalmente al segmento empresas.

Centrándonos en el segmento *private equity*, los acuerdos resultantes se concentraron principalmente en un acuerdo de *standstill* o *waiver* y el endurecimiento de las condiciones. En tercer lugar, pero alejado de las anteriores, los fondos resaltan la renegociación de *covenants* sin aportación de capital.

En el supuesto de incumplimiento o renegociación de *covenants* por parte de sus compañías participadas en 2011, los acuerdos resultantes fueron... (Indique un máximo de 3).

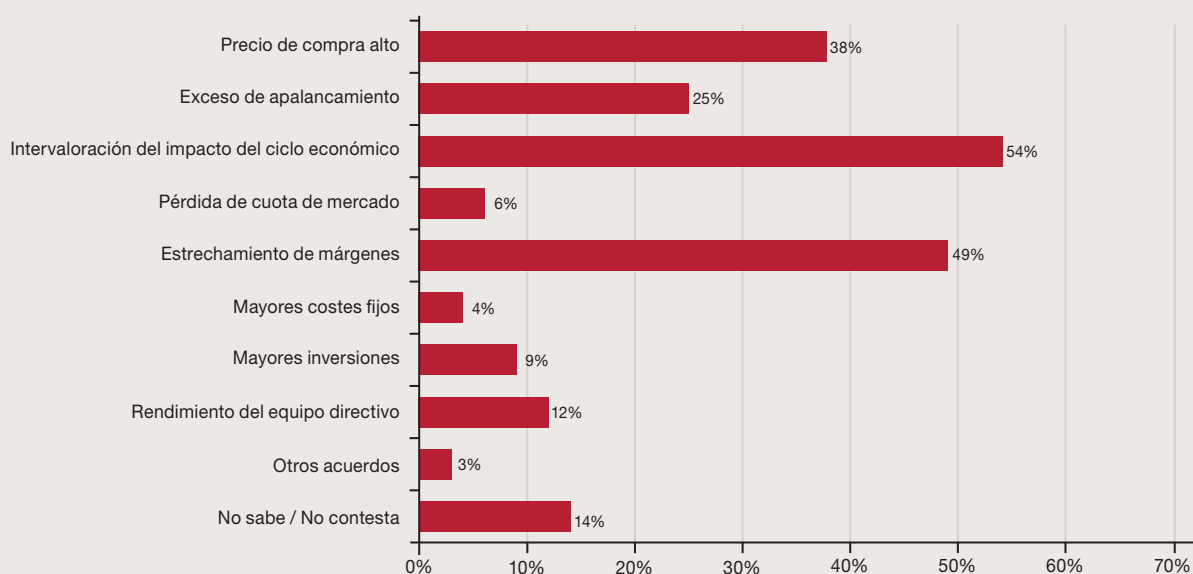


Principales causas del menor rendimiento de las inversiones

La infravaloración del impacto del ciclo económico y el estrechamiento de márgenes se perfilan como las principales causas que esgrimen los encuestados en las inversiones del *portfolio* de compañías participadas cuyo rendimiento está por debajo del esperado. Un precio de compra alto y un exceso de apalancamiento constituyen otras razones apuntadas.

Analizando las respuestas por tipo de inversor, vemos que algo más de dos tercios de los fondos resaltan la infravaloración del impacto del ciclo económico como principal causa de un rendimiento inferior al esperado por parte de sus participadas, mientras que para el segmento empresas fue el estrechamiento de márgenes lo que ha originado un rendimiento por debajo del esperado. Le sigue en orden de importancia, un precio de compra elevado y la infravaloración del impacto de la crisis.

En las inversiones de su cartera de compañías participadas cuyo rendimiento esté por debajo del esperado, ¿cuál cree que ha sido la principal causa? (Señale un máximo de 3).

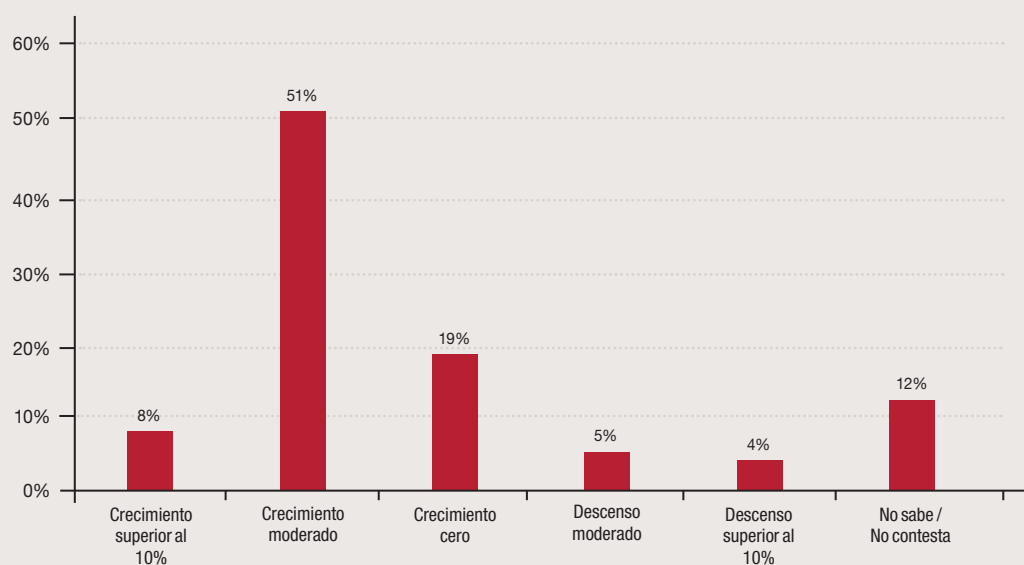


Previsión de crecimiento medio de la cartera de participadas en 2012

A pesar del contexto, más de la mitad de los encuestados se muestra esperanzado y apunta a un crecimiento moderado para su cartera de participadas para 2012, aunque un 19% augura un crecimiento cero.

Si analizamos los resultados de esta pregunta por tipo de inversor, encontramos diferencias importantes. De esta forma, mientras que para el 73% de los fondos la previsión del crecimiento medio de su cartera de participadas es moderado, el segmento empresas tiene expectativas variadas, desde un 15%, que espera un crecimiento superior al 10%, hasta el 8%, que espera un descenso superior al 10%, aunque predomina la respuesta de crecimiento moderado, un 32% del segmento.

¿Cuál cree que va a ser la previsión de crecimiento medio de su cartera en el conjunto de 2012?



Entorno tributario y jurídico-concursal

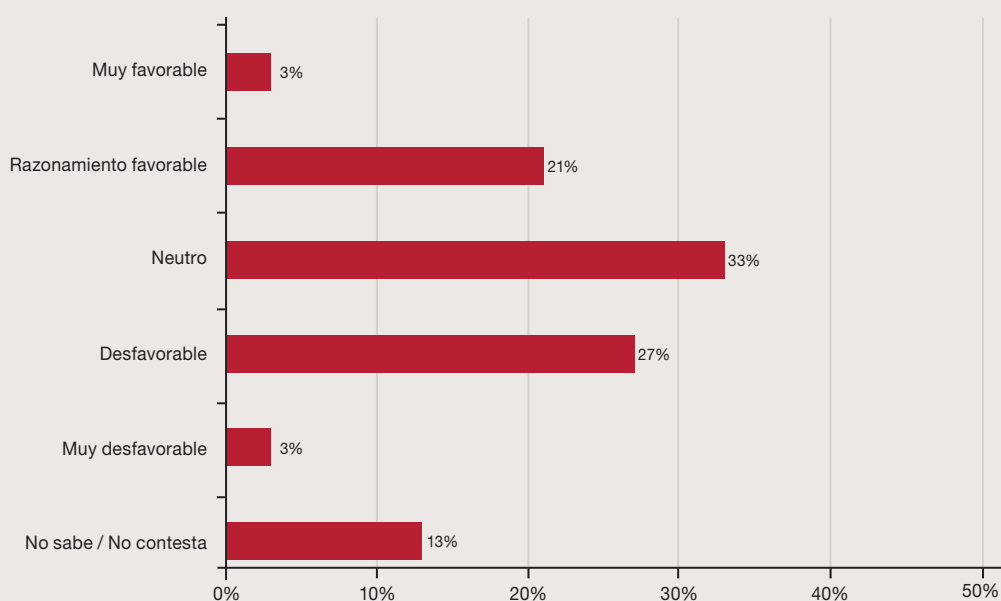
En esta segunda edición del informe se ha querido valorar la opinión de los encuestados sobre el entorno tributario y jurídico-concursal de las operaciones de fusiones y adquisiciones o de *private equity* en España.

Entorno tributario en el contexto de operaciones de fusión y adquisición

No se aprecia consenso a la hora de valorar el entorno tributario en cuanto a normativa, relaciones con la Administración, en el contexto de operaciones de fusión y adquisición, ni en respuesta ni en tipo de inversor. Mientras que un tercio de los encuestados responde de forma neutra, un 30% valora de forma

desfavorable o muy desfavorable el entorno tributario actual para este tipo de operaciones. Un 24%, por su parte, hace una valoración más positiva.

En el contexto de operaciones de fusiones y adquisiciones o *private equity*, ¿cómo valora el entorno tributario de España en cuanto a normativa, relaciones con la Administración?



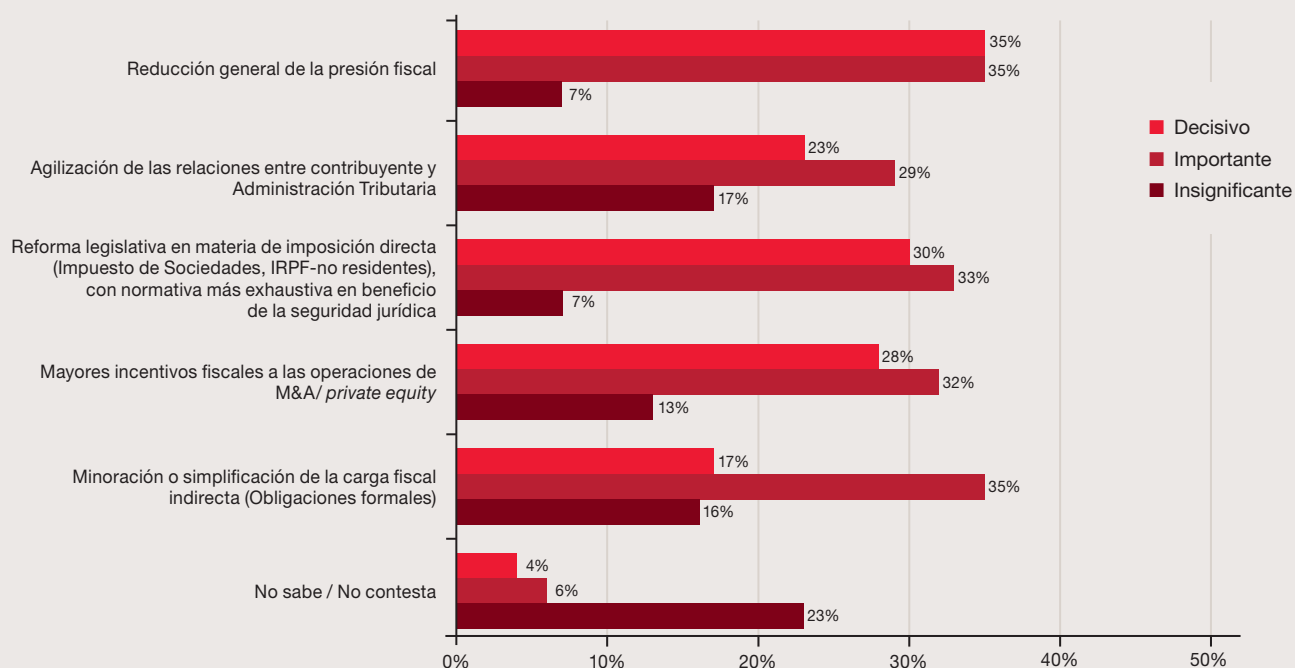
Por tipo de encuestados, los fondos y las empresas difieren en la valoración del entorno tributario; así, los primeros son más críticos a la hora de valorar la situación desfavorable o muy desfavorable del entorno tributario actual, 34%, frente al 24% de las empresas.

Entre las acciones más urgentes para mejorar el entorno tributario español para las operaciones de fusión y adquisición, destacan la reducción general de la presión fiscal, seguida por una reforma legislativa en materia de imposición directa (Impuesto sobre Sociedades, IRPF-no residentes) con normativa más exhaustiva en beneficio de la

seguridad jurídica. Otra acción resaltada por los encuestados es la aplicación de mayores incentivos fiscales a este tipo de operaciones.

Por tipo de encuestado, mientras que los fondos abogan por una reducción general de la presión fiscal, las empresas consideran necesaria una reforma legislativa en materia de imposición directa en beneficio de la seguridad jurídica.

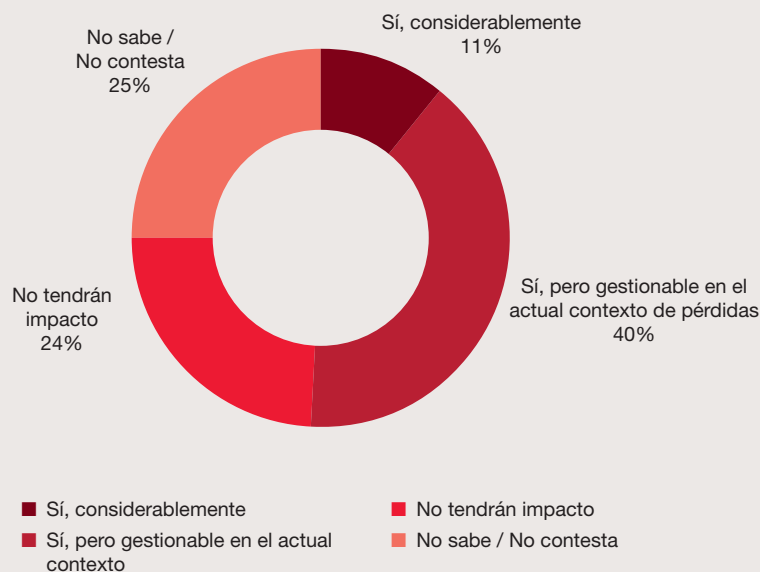
En el caso de que lo considere oportuno, ¿cuáles serían a su juicio las acciones más urgentes para mejorar el entorno tributario español para las transacciones? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



Respecto a las novedades fiscales en materia de Impuesto sobre Sociedades (Real Decreto-ley 9/2011) sobre restricción a la compensación de bases imponibles negativas, en la determinación de los pagos a cuenta y en la amortización del fondo de comercio internacional, la mitad de los encuestados considera que tendrán impacto en las operaciones e inversiones que realice este año pero con distinta intensidad. Mientras que un 40% considera que el impacto es gestionable en el actual contexto de pérdidas, el 11% cree que tendrá un impacto considerable. Por el contrario, un 24% no cree que tenga impacto. Cabe resaltar el elevado índice de no respuesta.

En nuestra opinión, algunas de las nuevas medidas aprobadas mediante el Real Decreto-ley de fecha 30 de marzo, posterior a la realización de la encuesta y, en particular, la limitación a la deducibilidad fiscal de los gastos por intereses financieros, hubiese provocado un resultado distinto en dicha respuesta. Consideramos altamente probable que un mayor porcentaje de los encuestados hubiese optado por responder que dichas medidas, de forma conjunta con las ya aprobadas por el Real Decreto-ley 9/2011, sí que tendrían un impacto considerable en las operaciones e inversiones que se realicen este año.

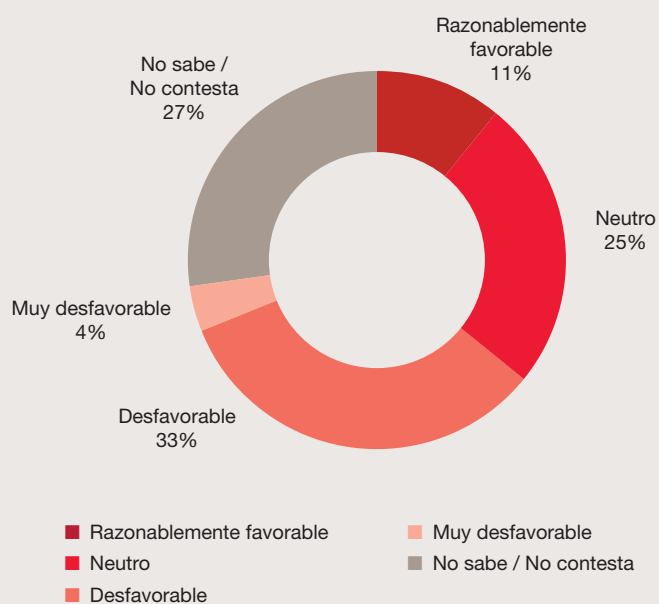
¿Cree que el (R-DL 9/2011) tendrá impacto en la determinación de los pagos a cuenta y en la amortización del fondo de comercio interna?



Entorno jurídico-concursal en el contexto de operaciones de fusión y adquisición

En lo que respecta al entorno jurídico-concursal en las operaciones de fusión y adquisición, el 33% de encuestados tiene, en general, una valoración más desfavorable. Mientras, el 25% responde de forma neutra. En esta pregunta también se observa una elevada abstención, que en el segmento empresas alcanza un 38%.

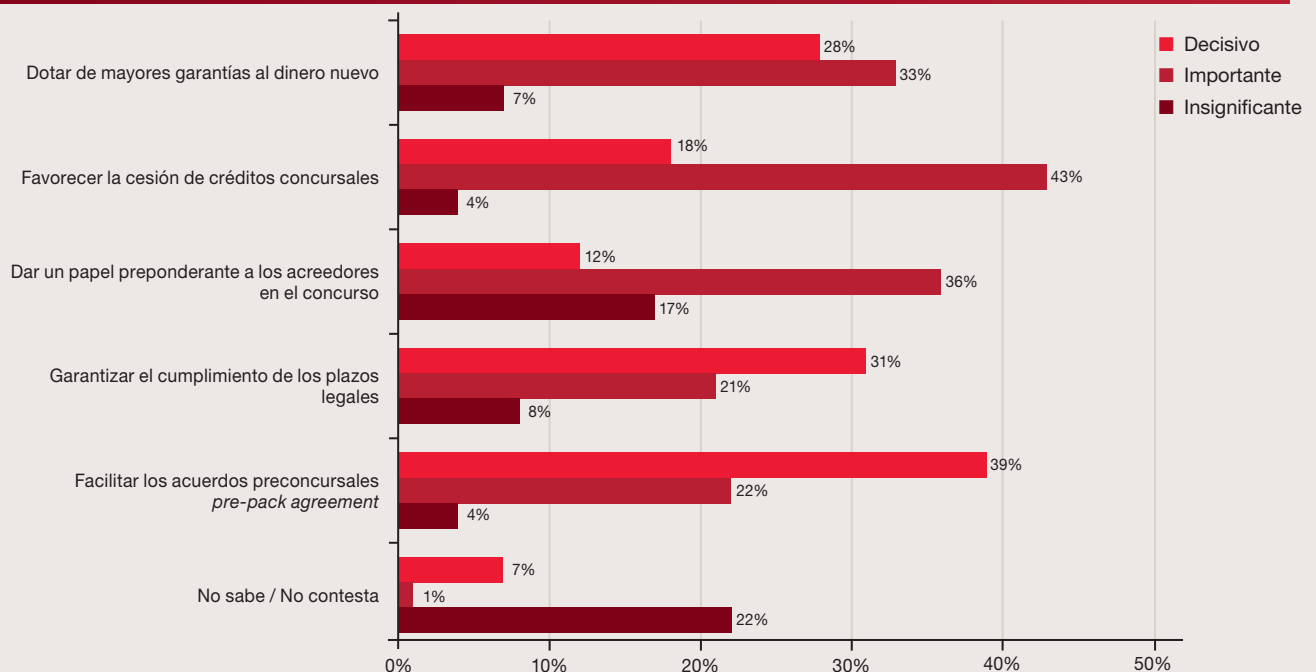
En cuanto a operaciones de fusiones y adquisiciones o *private equity*, ¿cómo valora el entorno jurídico concursal de España en cuanto a normativa y práctica?



Las acciones más urgentes comentadas por los encuestados para mejorar el entorno jurídico concursal español para las operaciones son facilitar los acuerdos preconcursales *pre-pack agreement*, seguido de garantizar el cumplimiento de los plazos legales y dotar de mayores garantías al dinero nuevo. Por el contrario, dar un papel preponderante a los acreedores en el concurso y favorecer la cesión de créditos concursales son las acciones propuestas con menos peso para los encuestados.



En caso necesario, ¿cuáles serían a su juicio las acciones más urgentes para mejorar el entorno jurídico-concursal para las transacciones? (1 = insignificante; 2 = importante; 3 = decisivo).



Ficha técnica del informe

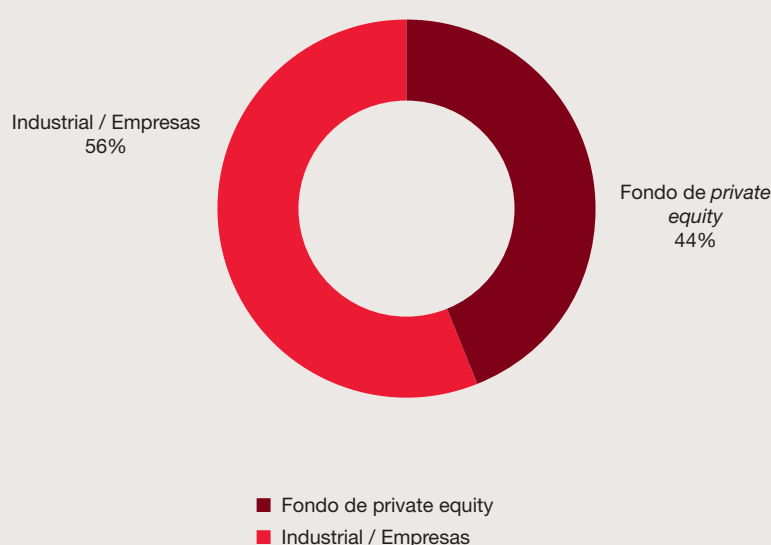
La segunda edición del *Informe de Perspectivas de Transacciones en España, 2012-2013* es el resultado de una investigación realizada a través de una encuesta elaborada por un grupo de profesionales de la división de transacciones y del equipo de expertos de *private equity* de PwC, todos ellos con una extensa experiencia en el ámbito de las transacciones.

El cuestionario se ha dividido en ocho secciones con un total de 38 preguntas, 47 en el caso de los fondos *private equity*, y se ha dirigido a socios y directores de inversión de entidades de este tipo, así como a directivos de empresas y entidades financieras activas en la adquisición de compañías. El estudio se

ha elaborado exclusivamente con las respuestas de los 97 cuestionarios contestados en plazo, entre los meses de octubre de 2011 y marzo de 2012, de un total de 79 de fondos de *private equity* y empresas, cuya relación de participantes se detalla al final de este informe.

El desglose de las 97 contestaciones es el siguiente: 54 empresas y 43 fondos de *private equity*.

Tipo de encuestado.



Empresas

El desglose del segmento de empresas es como sigue: un 51% de multinacionales españolas, seguido de un 39% de empresas nacionales y un 10% de multinacionales extranjeras con presencia en España.

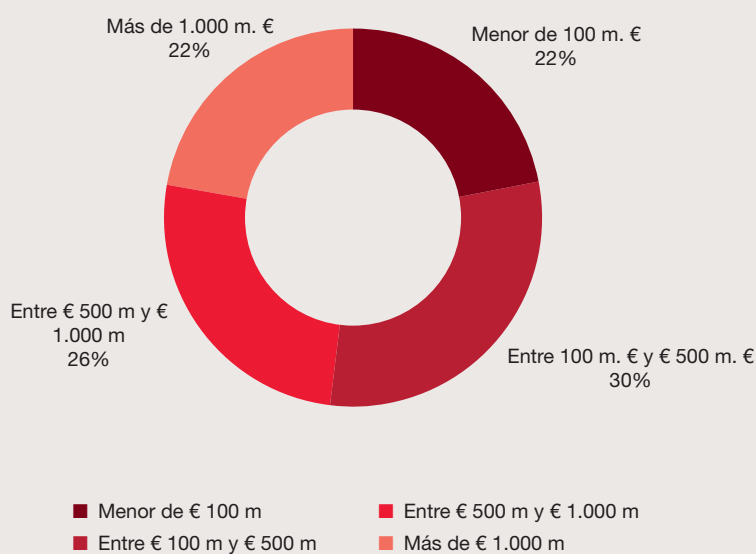
El 22% factura más de 1.000 millones de euros, el 26% entre 500 y 1.000 millones de euros, el 30% entre 100 y 500 millones de euros y la facturación del 22% es inferior a 100 millones de euros. Existe un amplio reparto sectorial de este colectivo, aunque predomina el sector industrial.



Su compañía es...

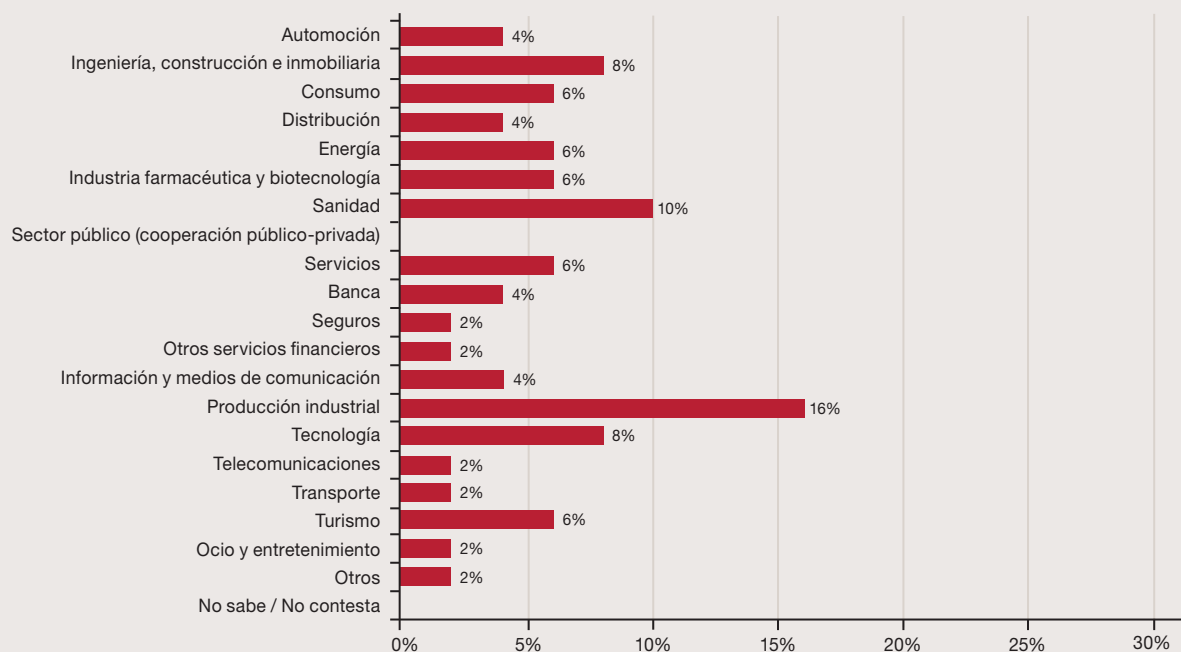


Con una facturación en el último año de (millones de €).





Sector de actividad...

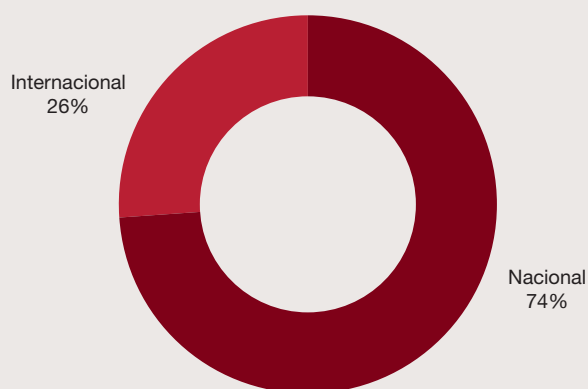




Private equity

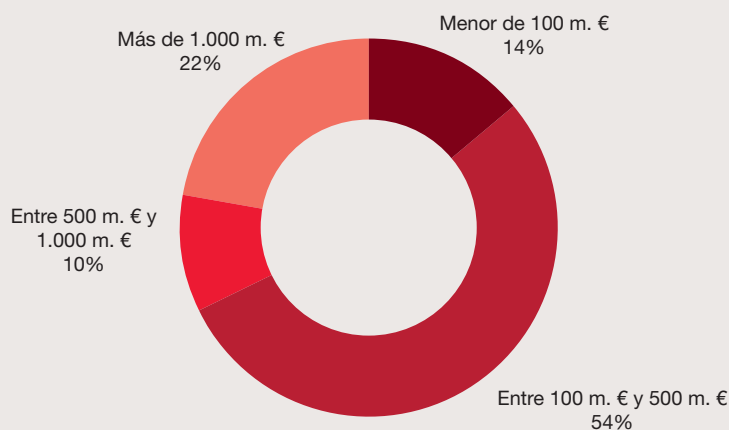
Por lo que respecta al segmento de *private equity*, el 74% son fondos nacionales, frente al 26% de fondos internacionales con presencia en España. El 54% tiene un capital comprometido en el último fondo de entre 100 y 500 millones de euros, el 10% tiene un capital de entre 500 y 1.000 millones de euros, el 22% cuenta con un capital superior a los 1.000 millones de euros, mientras que el 14% tiene un capital inferior a los 100 millones de euros. En conjunto, el volumen de inversión de los fondos encuestados es muy relevante.

Su fondo es...



■ Nacional
■ Internacional

**Con un capital en el último fondo de...
(millones de €)**



■ Menor de 100 m. €
■ Entre 100 m. € y 500 m. €
■ Entre 500 m. € y 1.000 m. €
■ Más de 1.000 m. €

Listado de participantes

3i Europe plc Sucursal en España

Advent International

Aernnova Aerospace, S.A.

Ahorro Corporación Desarrollo, S.G.E.C.R., S.A.

Aktua Soluciones Financieras, S.A.

Alstom España

Altium Capital

Amadeus IT Group

Applus+ Servicios Tecnológicos

Artá Capital, S.A.

Arteche

Banco Caja España Duero

Baring Private Equity Partners

Blanco

Boluda Corporación Marítima

Bridgepoint Capital

Caser - Caja de Seguros Reunidos Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A.

CatalunyaCaixa

Cepsa - Compañía Española de Petróleos, S.A.

Chemo Ibérica - Chemo Group

Construcciones Sarrión, S.A.

Contenur, S.L.

Copcisa, S.A.

Corpin Capital Asesores

CVC Capital Partners

Digital Assets Deployment - DAD

Espiga Capital Gestión

Expo Hotels & Resorts, S.L.

Fotosolar - EDF - Fotovoltaico Solar y Energías Renovables Fotosolar, S.L.

Gas Natural Fenosa

GED

GP Pharm, S.A.

Grifols, S.A.

Grupo Antolín - Grupo Antolin - Irausa, S.A.

Grupo BMN - Cajamurcia

Grupo Empresarial Sando, S.L.

Grupo HM Hospitales - Hospital de Madrid

Grupo Maier - Maier Sociedad Cooperativa

Grupo Sagital - Sagital, S.A.

IAN Grupo Alimentario - Industrias Alimentarias de Navarra, S.A.U.

Indal - Grupo Indal	Permira Asesores, S.L.
Indas - Laboratorios Indas, S.A.	Planeta Corporación, S.R.L. - Grupo Planeta
Indra Sistemas, S.A.	Portobello Capital
Inelbo - Instalaciones Eléctricas y Bobinajes, S.A.	Proa Capital
Istobal, S.A.	Qualitas Equity Partners
IVI - Equipo IVI, S.L.	Realza Capital
Kern Pharma, S.L.	Recoletas - Grupo Recoletas
Konecta	Red Asistencial Juaneda
KPN España - Simyo	Repsol
Landon Grupo Corporativo	Sepides
Litofinter Industria Gráfica	Sociedad Estatal Loterías y Apuestas del Estado - LAE
Magnum Industrial Partners	Sol Meliá, S.A.
MCH Private Equity	Tecnocom
Mecalux, S.A.	Teldat - Grupo Teldat
Mediaset España Comunicación, S.A.	Tele Pizza, S.A.U.
Mercapital Servicios Financieros, S.L.	The Riverside Company
NaturEner Energías Renovables	Viajes Iberia - Vibo Viajes
Nazca Capital	Vinzeo Technologies, S.A.U.
Nmas1 Private Equity	Vista Capital de Expansión
Oquendo Capital	

Transacciones

Tenemos la visión y los profesionales para aportar a nuestros clientes el valor que persiguen, con un enfoque diferente, un enfoque de éxito.

Los equipos de Transacciones y de *Private Equity* de PwC están formados por un grupo especializado de profesionales, que proporcionan un asesoramiento integral y coordinado en procesos de financiación, inversión, desinversión y reestructuración. Nuestra intervención cubre el ciclo completo de una operación, desde el asesoramiento estratégico previo y la identificación de oportunidades de inversión, la búsqueda de financiación, la ejecución de la inversión, pasando por el asesoramiento post transacción y finalizando en la desinversión, maximizando el retorno de la inversión.

Entendemos las necesidades del equipo directivo, accionistas y gestores de *private equity*, lo que nos permite enfocar nuestra colaboración, teniendo en cuenta las prioridades y el contexto de cada uno. Incorporamos a nuestra oferta de servicios los expertos técnicos y sectoriales que requiera cada situación para ofrecer a nuestros clientes una respuesta diferenciadora de calidad.

Construimos relaciones con nuestros clientes, tanto en procesos de transacciones como en reestructuraciones empresariales.

Ayudamos a nuestros clientes a:

- Identificar los mejores objetivos de inversión de acuerdo al plan estratégico de la compañía.
- Identificar sinergias y potenciales oportunidades de mejora.
- Asesorar en el diseño y en la ejecución de estructuras financieras, fiscales y legales óptimas y eficaces.
- Asesorar en procesos de valoración durante todo el ciclo de una transacción, en valoraciones indicativas con análisis modelizado de escenarios y sensibilidades, en opiniones formales de valor (*fairness opinions*) y en procesos *post deal* tales como Distribución del Precio de Adquisición (*Purchase Price Allocation*) y Revisiones de Deterioro (*Impairment Test*).
- Realizar la *due diligence* con un enfoque multidisciplinar (financiero, legal, fiscal, laboral, estratégico, comercial, de mercado, operacional, medioambiental, de sistemas, etc.), identificando riesgos y contingencias acordes con el negocio, aportando recomendaciones y soluciones a los mismos, e identificando áreas de mejora.
- Negociar los mejores términos y condiciones de la transacción; y optimizar las garantías y responsabilidades pactadas sobre la base de un profundo entendimiento de las palancas de valor.
- Asesorar en la búsqueda de financiación para inversiones/adquisiciones; mercados de capitales y otras fuentes de financiación.
- Asesorar en la negociación de *covenants*, refinanciaciones y reestructuración de deuda.
- Gestionar el proceso de integración *post deal*, en concreto los primeros 100 días, cuando es esencial estabilizar el negocio tras la adquisición y evitar cualquier pérdida de valor.
- Desinvertir en los activos no estratégicos del negocio.
- Mejorar el rendimiento a corto y medio plazo mediante la reducción de costes; simplificando las estructuras organizativas y los procesos.
- Implementar estrategias para incrementar los ingresos.
- Asesorar en los procesos de consolidación y *build up*.
- Asesorar en los procesos de salida o desinversión, maximizando el retorno de la operación.

Contactos

Malcolm Lloyd

Socio responsable de Transacciones y
Private Equity
malcolm.lloyd@es.pwc.com
Tel.: +34 91 568 5075/4196

Ángel Bravo Olaciregui

Socio responsable de *Corporate Finance*
angel.bravo.olaciregui@es.pwc.com
Tel.: +34 91 568 4405

Javier Maceira

Socio responsable de Transacciones
Legal y Fiscal
javier.maceira@es.pwc.com
Tel.: +34 91 568 4380

David Ramírez

Socio responsable de Transacciones
Fiscal
david.ramirez.garcia@es.pwc.com
Tel.: +34 93 253 2836

Rocío Fernández

Socia responsable de *Capital Markets*
rocio.fernandez@es.pwc.com
Tel.: +34 91 568 5311

Pedro Richi

Socio responsable
Private Equity - Assurance
pedro.richi@es.pwc.com
Tel.: +34 91 568 4309





PwC ayuda a organizaciones y personas a crear el valor que están buscando. Somos una red de firmas presente en 158 países con cerca de 169.000 profesionales comprometidos en ofrecer servicios de calidad en auditoría, asesoramiento fiscal y legal y consultoría. Cuéntanos qué te preocupa y descubre cómo podemos ayudarte en www.pwc.com

© 2012 PricewaterhouseCoopers S.L. Todos los derechos reservados. "PwC" se refiere a PricewaterhouseCoopers S.L, firma miembro de PricewaterhouseCoopers International Limited; cada una de las cuales es una entidad legal separada e independiente.