

Capital Privado

elEconomista.es

LOS AJUSTES LLEGAN AL UNIVERSO 'STARTUP': ¿EL FIN DE LA BURBUJA?

Los grandes directivos del 'venture capital' en España avanzan sus pronósticos para 2023

EN EL FOCO

LA BANCA DE INVERSIÓN
SE ENFRÍA Y ANUNCIA
CAÍDAS DE BENEFICIOS



Capital Privado

elEconomista.es



En portada | P4

Punto de inflexión para el mercado de 'venture capital' en España

Las principales gestoras analizan el momento que vive el sector en España. El emprendimiento afronta el cambio de ciclo con la previsión de 'dar el Do de pecho'.



Entrevista | P10

Iván Plaza, socio de Aurica Capital

"Este año cerraremos el cuarto fondo de hasta 300 millones y dos o tres inversiones".

En el foco | P16

La banca de inversión prevé menor actividad este año tras las caídas de 2022

El pasado año se vieron importantes reducciones de ingresos en las comisiones derivadas de operaciones y, como consecuencia, millares de despidos a nivel global.

Tendencias | P22

Los fondos 'salen de compras' para engordar sus carteras

El *private equity* pone el foco en la estrategia de adquisiciones para las participadas (*build ups*) como vía de crecimiento y creación de valor en los portfolios.



Actualidad | P26

Miura prepara su cuarto fondo de 400 millones

La firma lanzará este año su cuarto vehículo de inversión de hasta 400 millones para su estrategia de compras apalancadas (*buy-outs*) reforzando su compromiso con la sostenibilidad.



'Business Angels' | P28

Pablo Fernández, fundador de Clicars y Clickalia

El emprendedor e inversor revisa su trayectoria y anuncia la OPV de su participada, la *fintech* Credits, fundada por el español Sergio Furió.

Edita: Editorial Ecoprensa S.A.

Presidente Editor: Gregorio Peña.

Vicepresidente: Clemente González Soler. Director de Comunicación: Juan Carlos Serrano.

Director de elEconomista: Amador G. Ayora

Coordinadora de Revistas Digitales: Virginia Gonzalvo Directora de elEconomista Capital Privado: Rocio Casado

Diseño: Pedro Vicente y Elena Herrera Fotografía: Pepo García Infografía: Clemente Ortega Tratamiento de imagen: Dani Arroyo Redacción: Lucía Gómez



Un récord histórico difícil de repetir: 8.735 millones invertidos en 2022

El sector de *private equity* y *venture capital* logró superar en 2022 todos sus registros anteriores en España, con 8.735 millones de euros invertidos, un 15% más que en 2021, pulverizando el nivel máximo alcanzado en 2019. Cifras históricas de la patronal SpainCap que parecen difíciles de repetir en un escenario de ralentización. La incertidumbre global ya impactó en la captación de capital el año pasado, en mínimos de la década, y en las desinversiones, con caídas en ambas variables del 36%. El *shock* macroeconómico se ha traducido en una elevada incertidumbre en las valoraciones y, por tanto, en retrasos en los calendarios de salida. La nota positiva la sigue poniendo la inversión extranjera: los fondos internacionales concentraron el 80,7% del volumen total invertido en 2022.

El 2023 arranca con un parón de las operaciones tras el frenesí inversor postpandemia. El sentimiento de mercado ha cambiado tomando posiciones contrarias y casi siempre extremas. El capital riesgo espera un primer semestre de 2023 cauto, con una potencial ralentización de los ciclos de inversión, desinversión y captación de capital (*fundraising*), mostrándose más positivo de cara a finales de año. La actividad se ha ralentizado reflejando la incertidumbre macroeconómica y geopolítica con una cascada de procesos cancelados a la espera de acoplarse al nuevo escenario y a la disponibilidad de financiación bancaria.

El fin de la era de bajas tasas de interés ha impactado de lleno en muchas facetas del negocio. Una *tormenta perfecta* motivada por la guerra, la inflación, la subida de tipos y una probable contracción del PIB. Las condiciones actuales de la deuda afectan a las valoraciones y, por lo tanto, a la inversión y a la desinversión, lo que, a su vez, altera implícitamente los retornos y la captación de capital.

El sector anticipa una reducción de las valoraciones de entrada, menor recurso al apalancamiento, más dificultades para financiar los proyectos intensivos en capital y un foco especial en la generación de caja de las compañías. Sin olvidar la depreciación que ya se deja ver en las carteras adquiridas en momentos altos del ciclo y con un mayor nivel de endeudamiento. Una de las grandes lecciones de la crisis financiera anterior es que los fondos no pueden confiar gran parte de la generación de valor en la palanca de la deuda. Cada día deben actuar más activamente en sus portafolios. Por este motivo, las gestoras están focalizando sus esfuerzos en una gestión más activa de las participadas tratando de generar el mayor valor posible e identificando oportunidades de compra (*add ons*), sin olvidar otras palancas clave como la sostenibilidad y la transformación digital.

■
El menor número de
operaciones continuará
durante los primeros
meses del año



La volatilidad sacude la captación de fondos y salidas del 'venture capital'

Los inversores que entraron en 'startups' a valoraciones récord en momentos de euforia se encuentran ahora en una 'jaula de oro'. El 'venture capital' afronta 2023 con cautela tras caídas del 30% en inversión. El impacto, apuntan los expertos, pasará pero será mayor en la captación de fondos y en la desinversión.

Rocío Casado. Fotos: istock

En un momento de cautela inversora, calendarios de salida atrasados y ajuste de valoraciones, el mercado español de *venture capital* se pregunta si el punto de inflexión que está viviendo corresponde al fin de una burbuja. El sentimiento de mercado ha cambiado y "se ha producido una corrección que está sirviendo para separar el grano de la paja: las buenas empresas de las que no lo son, y que será saludable para el sector", explica Diego Recondo, socio de All Iron Ventures.

Manuel Carrera, socio en Transactions Services de KPMG en España, recuerda que estamos ante un sector intrínsecamente dinamizador. En este contexto, "según nuestros clientes, en 2023 seguirá habiendo numerosas oportunidades de inversión dando apoyo al mundo del emprendimiento. Respecto a las posibles desinversiones, éstas dependen y dependerán del grado de maduración de los negocios y de si han adquirido o no masa crítica". En su opinión, el *fundraising* será la variable que más notará



Capital Privado

elEconomista.es

cierta desaceleración (el volumen invertido se ha desplomado un 30% en 2022 hasta 1.478 millones según SpainCap), pero sigue habiendo liquidez. “El dinero que se invierte hoy es el que se levantó hace de 1 a 4 años, ejercicios buenos en términos de *fundraising*, por lo que seguirá habiendo capital para invertir en 2023”, confirma Josep María Echarri, socio fundador y managing partner de Invready.

El mercado de *venture capital* vive, por tanto, un punto de inflexión en el que “el emprendimiento tendrá que dar el Do de pecho en España”, como indica Francisco Velázquez, presidente ejecutivo de Axon Partners. “Las empresas se han estado valorando a múltiplos insostenibles, una tendencia que, casi en su totalidad, se ha dado por concluida en 2022”, añade. Las compañías de mayor tamaño con elevadas valoraciones y necesidades de financiación que tengan que salir al mercado a captar capital durante los próximos meses se verán afectadas por la volatilidad. Pepe Peris, director general de Angels Capital, el brazo inversor del presidente de Mercadona, Juan Roig, recuerda que la incertidumbre es el hábitat natural de los emprendedores. “La inversión en *venture capital* seguirá creciendo en España”, concluye, pese a que, como señala José del Barrio, fundador de Samaipata, “la segunda mitad de 2022 ha evidenciado cierta parálisis inversora, más acusada en proyectos en etapas maduras, fruto de la gran incertidumbre reinante. Sin embargo, los fondos tienen miles de millones de euros esperando a ser invertidos y unos horizontes temporales ajustados. Los niveles de actividad no se desplomarán en 2023”, concluye. Para Jaime Novoa, Principal en K Fund, “lo vivido en parte del año 2020 y 2021 fue una anomalía que no se volverá a repetir causada por los bajos tipos de interés y la liquidez inyectada por gobiernos y bancos centrales”.

En este escenario, uno de los retos principales del *venture capital* en España será capear el temporal adaptándose al “*new normal*” sin ver excesivamente dañado el valor de los campeones de sus portafolios. “En términos de inversión, el mercado asiste a caídas del 30% debido al enfriamiento de las fases más avanzadas (rondas *growth*) y sobre todo porque los inversores están siendo más se-

lectivos y rigurosos a la hora de analizar tracción y camino hacia la rentabilidad (*path to profitability*)”, indica Sonia Fernández, socia de Kibo Ventures. “Ajustar valoraciones”, matiza, “no significa que los fundamentales de las compañías no estén ahí. Sí vemos un impacto en valoraciones por los ajustes en los mercados públicos que inevitablemente repercuten en los privados. Lo interesante de las compañías donde invertimos es qué fundamentales tienen detrás, qué industrias consiguen disrumpir, qué tecnologías nuevas aportan y cómo crean valor”.

La escasa exposición a los mercados públicos por la naturaleza *early stage* del mercado español está facilitando, en general, valoraciones en cartera más estables por parte de los fondos españoles. Pero, durante 2023, y especialmente en la segunda mitad, “empresas que captaron dinero en el pico de va-

La industria, inexistente hace 15 años, ha pasado de invertir 200 a 1.478 millones en España

loraciones a finales de 2021 y que han estado posponiendo su salida al mercado (mediante rondas internas, extensión de caja, etc.), deberán ir en busca de nuevo capital. Entonces tendrán que afrontar el reto de defender valoraciones previas”, explica Recondo. Desde Seaya Ventures consideran que “España está en una situación sana que otros países y regiones. En general, no fue uno de los mercados más “calientes”, matizan Aristotelis Xenofontos y Carlos Fisch. La otra variable más afectada será, en su opinión, la desinversión. Con las caídas de valoración y la compresión de múltiplos de los comparables en bolsa, difícilmente saldrán los números para justificar salidas. “Muchas transacciones no se realizarán por falta de acuerdo en precio, lo que redundará en retrasos de los calendarios de desinversión, lo que puede afectar a algunos LPs que ya están “autofinanciando” su exposición a *venture capital* y no quieren incrementarla, sobre todo en fondos centrados en inversiones en etapas *growth*”.





JAIME NOVOA
Principal en K Fund

“Los mejores años del mercado español están por venir”

El ritmo de inversión ha caído en muchos mercados, España incluida. Todos los fondos hemos dedicado mucho tiempo a analizar el portfolio y entender bien qué compañías están en riesgo, cuáles no y cómo apoyar a las que puedan necesitar nuestra ayuda. Lo vivido en parte de los 2020 y en 2021 fue una anomalía que no se volverá a repetir, pero los mejores años del sector tecnológico español aún están por llegar y eso son buenas noticias tanto para nosotros como para el fondo como para la economía y la sociedad española en general. Hay cada vez más emprendedores de segunda y tercera generación que ya han emprendido antes, más capital especializado en diferentes etapas (nosotros en K podemos invertir desde €100k a €10m) y también más capacidad para atraer a inversores internacionales.



ARISTOTELIS XENOFONTOS
Socio de Seaya Ventures

“En España el efecto de las fluctuaciones en el sector ha sido menor”

Es difícil predecir cómo evolucionará el 'venture capital' en 2023, pero el 'fundraising' será el aspecto más afectado, seguido de la desinversión. Siempre habrá inversión y apoyo para las buenas compañías, con una misión clara, un modelo de negocio sólido y sostenible y un equipo capaz de ejecutar de manera efectiva, independientemente de la situación del mercado. Además, sigue habiendo una gran cantidad de dinero disponible ('dry powder') para invertir en compañías tecnológicas, seguramente más del que ha habido nunca. Es probable que veamos pocas desinversiones hasta que no se reactive la ventana a mercados de capitales, como las salidas a bolsa (IPOs) y las SPACs. Además, es probable que las grandes compañías sean más disciplinadas en adquisiciones estratégicas por la incertidumbre.



CARLOS FISCH
Director de Seaya Andromeda

“Este año cerraremos nuestro fondo de 300 millones”

En el segmento de 'climatotech', creemos que seguirá habiendo rondas de financiación de gran envergadura por dos razones: muchas empresas de 'hardware' de 'climatotech' son intensivas en capital por naturaleza, y además, habrá rondas grandes donde participarán también jugadores estratégicos interesados en adquirir participaciones significativas para aprovechar las oportunidades de un sector en crecimiento. En Seaya Andromeda apoyamos a las compañías que están liderando este cambio hacia un futuro sostenible. Ya hemos realizado tres inversiones en este campo, 011h, Seabery y Pachama, con nuestro fondo de 300 millones para acelerar la transición energética y la sostenibilidad y estamos viendo compañías con mucho potencial en toda Europa, con equipos fundadores con una misión de impacto muy clara.



SONIA FERNÁNDEZ
Socia de Kibo Ventures

“Las mejores empresas se crean en momentos como éste”

Tras años récord, el enfriamiento a nivel macro traerá algo de corrección en elementos clave como foco en rentabilidad y crecimiento sostenible por parte de compañías, valoraciones suavizadas, procesos de levantamiento de capital posiblemente más difíciles, e inversores algo más selectivos. Compañías más grandes con altas valoraciones y necesidades de financiación que vivan 'fundraisings' en los próximos meses, van a verse afectadas. En este escenario, uno de los retos principales del 'venture capital' local será capear el temporal adaptándose al "new normal" sin ver excesivamente dañado el valor de los campeones de sus portafolios. Sin embargo, algunas de las compañías más importantes se crean precisamente en contextos como el actual aprovechando el momento para salir más fuertes.

**PEPE PERIS**

Director general
de Angels Capital

“La inversión seguirá, pero será más exigente y selectiva”

La inversión seguirá creciendo, medirlo o valorarlo por un año concreto no tiene sentido, como casi todo en economía es cíclico. El sector en España tiene aún mucho recorrido, pero todo vuelve a ser más racional. La tecnología tiene que añadir valor a sus clientes y las empresas deben tener visos de rentabilidad en el medio plazo. El capital está, así que la inversión seguirá, pero será más exigente y selectiva. La incertidumbre es el hábitat natural de los emprendedores, así que tomarán decisiones necesarias para convertirlo en oportunidad. Es posible que algunas empresas tengan que dar entrada en su capital a una valoración inferior a la última ronda, y eso será obviamente un problema, consecuencia posiblemente de una valoración que no estaba del todo justificada, mientras otras seguirán incrementando su valor.

**FRANCISCO VELÁZQUEZ**

Presidente ejecutivo
de Axon Partners

“El sector se racionalizó y 2023 será un buen año para invertir”

El sector se ha racionalizado y seguirá haciéndolo. El 2023 será un buen año para invertir: las valoraciones vienen con buenos descuentos y la tecnología sigue siendo la mejor estrategia de creación de valor a largo plazo. La desinversión se verá afectada negativamente, ya que no es fácil que los compradores y los vendedores se pongan de acuerdo. Veremos muchas ‘flat-rounds’ para ganar tiempo. El ‘fundraising’ se verá afectado pero 2023 no será peor que 2022. La inversión será la gran favorecida, y empezará a tirar de la captación de capital en la segunda mitad de año. El mercado español se encuentra en un momento muy positivo, por la madurez del entorno, con compañías más grandes y sólidas, emprendedores con más experiencia y fondos con mucha capacidad de ayudar a sus empresas participadas.

**JOSÉ DEL BARRIO**

Socio fundador
de Samaipata

“La parálisis inversora impactará en las etapas maduras”

El ecosistema ha alcanzado un punto de inflexión, las nuevas hornadas de fundadores tienen acceso a recursos y oportunidades sin salir de España impensables hace una década. A nivel inversión, 2021 representó el culmen de una década alcista en la financiación de negocios tecnológicos a nivel global. Pero este ciclo ha dejado a su paso una infraestructura robusta para emprender e invertir en tecnología en España. Por definición, las ‘startups’ son proyectos arriesgados con resultados binarios que pueden despegar en un entorno económico adverso. En 2023 esperamos que parte de la incertidumbre se despeje y podamos observar una foto más clara de lo que nos espera. La segunda mitad de 2022 ha evidenciado una parálisis inversora, más acusada en etapas más maduras, fruto de la gran incertidumbre reinante.

**JOSEP MARIA ECHARRÍ**

Socio fundador
de Inveready

“El gran reto será buscar los mejores equipos y proyectos”

Los fondos levantados los últimos dos años aseguran una fuente de liquidez abundante los próximos 24 meses, ya que los gestores deben poner a trabajar el capital obtenido. Por lo que seguirá habiendo liquidez para nuevas inversiones siendo más selectivos en algunos aspectos y primando más otros, como pueden ser el tiempo al punto de equilibrio financiero. Los precios de inversión están a la baja, con compañías levantando capital en rondas planas o a la baja. Esto mejora las oportunidades para el capital riesgo y la potencial rentabilidad en la salida. Los fondos que no se levantan hoy harán mella en las inversiones de aquí a dos años, ofreciendo un mercado con menor competición, y por tanto más atractivo. El principal reto actual sigue siendo encontrar los mejores equipos y proyectos.



JORDI XIOL
Socio de Ysios Capital

“Para la biotecnología será clave mantener la inversión”

Preveo que en 2023 España seguirá las tendencias a nivel internacional, con un sector de ‘venture capital’ robusto, aunque con una cierta desaceleración respecto al crecimiento de los últimos años. Para la consolidación en España de un sector intensivo en capital como es la biotecnología es fundamental mantener la inversión en períodos como este. El principal reto actual es el aumento de los precios y su impacto en costes junto con la menor disponibilidad de capital para nuevas rondas de financiación. El ‘venture capital’ y las ‘startups’ juegan un papel fundamental en el desarrollo de una industria de alto valor añadido y basada en la innovación. El reto histórico al que se enfrenta España es mantener la estabilidad del sector para consolidar los grandes avances que se han producido durante la última década.



DIEGO RECONDO
General Manager de All Iron Ventures

“Creemos que la actual corrección será saludable para el sector”

Confío firmemente en que el desarrollo del ecosistema tecnológico en España continuará en 2023 a todos los niveles (emprendedores, gestores, inversores), si bien no se abstraerá a los eventuales ajustes del sector de ‘venture capital’ a nivel global. No me gusta hablar de una burbuja de forma generalizada. Es evidente que a finales de 2021 alcanzamos el pico de un mercado con un calentamiento excesivo que llevó a que, dicho simple y llanamente, se financiara casi cualquier cosa. El sentimiento de mercado ha cambiado y la corrección está sirviendo para separar el grano de la paja, las empresas buenas de las que no lo son, y será saludable para el sector. Dicho esto, los fundamentales del sector en España han evolucionado favorablemente y el papel e influencia de la tecnología no va a detenerse.



CARLES FERRER
Socio de Nauta Capital en Londres

“En 2020 y 2021 las valoraciones estaban disparadas”

Los fondos que levantaron capital en momentos de euforia (2020 y 2021), muchos sobreinvirtiendo con múltiples a todas luces demasiado elevados, tendrán dificultad de ver sus compañías levantar capital a condiciones aceptables. En cambio, quienes hayan sido conservadores en momentos de exuberancia conservan intactas sus posibilidades de ver crecer su portafolio con nueva inversión, a pesar de la amplia reducción de capital en el mercado. Veremos como términos como el “*capital efficiency*”, o la rentabilidad por encima del crecimiento, se imponen en los portafolios. En Nauta apostamos siempre por inversiones en segmentos B2B que usan el capital de manera eficiente, la mejor receta tanto para ciclos expansionistas como negativos como el presente. 2023 representa una gran oportunidad.



IGOR DE LA SOTA
Socio fundador de Cardumen Capital

“El ecosistema español se consolidará y no dejará de crecer”

El ecosistema español se encuentra en fase de consolidación y mantendrá su crecimiento histórico. Esto no implica que vaya a dejar de crecer, sino que comienza a ver signos de maduración que lo convierten en un ecosistema atractivo. El desarrollo de los fondos de capital riesgo basados en España, con volúmenes elevados, es positivo de cara a ofrecer financiación en fases ‘growth’ (de crecimiento) a las compañías españolas. Asimismo, grandes historias de éxito como Cabify o Glovo auguran un continuo desarrollo del mercado. No obstante, los niveles de desinversión o de creación de ‘startups’ están todavía por debajo de ecosistemas líderes como EEUU e Israel; por lo que la presencia de inversores con experiencia y ‘network’ en estos ecosistemas afianza el crecimiento del ecosistema español.

PwC España, #1 en Deals* en 2022 por undécimo año consecutivo

Gracias a todos nuestros clientes por confiar en nosotros.

Refinitiv - Global M&A Review. Full Year 2022 - Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	130
2	KPMG	55
3	Deloitte	41
4	BDO	36
5	EY	33
6	Rothschild	27
7	You Are Capital	26
8	Santander C&IB	20

Dealogic - M&A League Tables - Full Year 2022 - Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	95
2	Deloitte	74
3	EY	35
4	KPMG	25
5	Santander C&IB	21
6	Rothschild	20
6	Arcano Partners	20
6	Lazard	20

Bloomberg - M&A League Tables - Full Year 2022 - Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	109
2	EY	44
3	KPMG	24
4	Rothschild	23
5	JP Morgan	14
5	Lazard	14
5	Santander C&IB	14
8	Norgestión	13

TTR - Ranking M&A. Año completo 2022 - Asesoría Financiera

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	144
2	Deloitte	118
3	EY	56
4	KPMG	23
5	Arcano Partners	19
6	Norgestión	18
7	Santander C&IB	17
8	Baker Tilly (Corporate)	10



* Por número de operaciones asesoradas.

Fuentes: Refinitiv (antes Thomson Reuters) Global M&A Review - Financial Advisors - Full year 2022 (Any Spanish Involvement Completed (AF41) and Announced (AD34), rank # of deals per Advisor). Refinitiv (Thomson Reuters), 3 de enero de 2022; Dealogic M&A database. Ranking announced deals; Full year 2022 final results, 1 enero 2023; Bloomberg M&A database. Ranking announced deals; Full year 2022 final results and Global M&A Market Review, 2022, *enero 2023; TTR - Ranking M&A - Asesoría Financiera año 2022, 8 enero 2023.

© 2023 PricewaterhouseCoopers, S.L. Todos los derechos reservados. PwC se refiere a la firma miembro española y, en ocasiones, puede referirse a la red de PwC. Cada firma miembro es una entidad legal separada e independiente. Consulta www.pwc.com/structure para obtener más detalles.

IVÁN PLAZA

Socio de Aurica Capital



“Este año cerraremos el cuarto fondo de hasta 300 millones y dos o tres inversiones”

Aurica Capital cerrará este año su cuarto fondo de hasta 300 millones con Banco Sabadell como inversor ancla, aportando el 20% de los compromisos, pero fuera ya del paraguas de la entidad. La gestora ha sellado ya las dos primeras inversiones del vehículo entrando en el grupo de formación ‘online’ Educa Edtech y en la consultora de marketing t2ó.

Por Rocío Casado. Fotos: eE

Aurica Capital estrena nueva etapa y nuevo fondo fuera del paraguas de Banco Sabadell como gestora independiente de capital privado tras la exitosa venta de la compañía navarra STI Norland a la estadounidense Array Technologies por 600 millones de euros. El gran hito en 2023 será el cierre de su cuarto vehículo con el que espera alcanzar 450 millones bajo gestión. Además, prevé sellar dos o tres inversiones y alguna nueva salida.

Acaban de apostar por el sector educativo con la compra del 30% de Euroinnova (Educa Edtech), ¿cómo prevén internacionalizar la plataforma de cursos ‘online’?

Tenemos un ambicioso plan de internacionalización para posicionarnos como referente internacional en formación *online*, creciendo principalmente en Latinoamérica. Queremos replicar allí un modelo ya consolidado y contrastado en España e Italia, con el fin



De izda. a dcha., Ramón Mas, Ferrán Conti e Iván Plaza, socios de Aurica Capital. eE

de revolucionar el sector de la educación *online* y democratizar el acceso a la formación, con una inversión prevista de hasta 10 millones de euros en 3 ó 4 adquisiciones. Estamos muy activos, por ejemplo, en México, donde tenemos una operación en fase de estudio, y en Colombia, Chile y Ecuador. Nuestro objetivo es crear el principal grupo educativo de habla hispana y, en una segunda etapa, también el grupo líder para la comunidad hispano-hablante de EEUU.

El crecimiento vía adquisiciones ¿facilitará esa estructura integrada 'end to end'?

Si, creceremos complementando adquisiciones estratégicas con desarrollo orgánico para ir construyendo una plataforma globalmente integrada. Nuestro cliente habitual es el alumno, pero queremos potenciar el área de empresas. En España las adquisiciones deberían venir por la ampliación del catálogo de cursos y para crecer en BtoB, donde la división actual es más pequeña.

¿Cerrarán este año su cuarto fondo de hasta 300 millones para empresas medianas?

Así es. De momento, hemos hecho un primer cierre de más de 200 millones el pasado septiembre y las dos primeras inversiones en Educa Edtech y en la empresa de marketing digital t2o. Cerraremos el fondo este

año y no es descartable que en el primer semestre hagamos una o dos inversiones más. Es muy probable que una de ellas sea nuestra primera operación en mayoría, acompañando a un empresario. Si con el tercer fondo el tíquet se situaba entre 15 y 20 millones, con el cuarto vehículo estará entre 20 y 25. Al hacer minorías, no apalancamos la inversión inicial. El uso de la financiación va dirigido al desarrollo del negocio y al plan de crecimiento del *ebitda*. Hemos hecho un gran esfuerzo en originación de operaciones y, transcurrido el primer trimestre, volveremos al mercado para sellar el cierre del fondo.

La cartera histórica invertida con el balance de Banco Sabadell ¿está desinvertida?

Sí, totalmente. Actualmente tenemos en cartera el tercer fondo, Aurica III, algunas conversiones y el primer cierre de Aurica IV. El fondo Aurica III está totalmente invertido y con la primera desinversión realizada: la venta de STI Norland a la estadounidense Array Technologies por 600 millones de euros.

En general, la captación de capital está difícil, ¿en el segmento de minorías también?

Se está demostrando que los fondos de minorías estamos dando liquidez y obteniendo rentabilidades muy competitivas. Los *ebitdas* de nuestro portfolio han crecido, en pro-

medio, un 20% durante 2022 y se están comportando muy bien en los inicios de 2023. Con la cartera ya consolidada, haremos una segunda vuelta para tratar de alcanzar los 300 millones de euros. Si cerramos el cuarto fondo un poco por debajo, no es algo que nos obsesione. Nuestro posicionamiento se encuentra entre el *growth capital* y el *private equity* de *buyouts* más tradicional. Es una estrategia basada en establecer acuerdos con empresarios y emprendedores con una clara visión de crecimiento y expansión. Entendemos nuestras operaciones con tres partes fundamentales en equilibrio: el fondo, el empresario y el equipo directivo.

La base inversora de Aurica Capital es 100% española, ¿prevén hacer un ‘road show’ con inversores por Europa o EEUU?

Más de un 50% de nuestros inversores son institucionales. Banco Sabadell es nuestro inversor ancla, la relación es muy buena, y el otro 50% son *family offices* nacionales. En

¿Prevén reactivar este año la venta de Flex, el fabricante y comercializador de mobiliario de descanso?

Estamos en un entorno de mercado más comprador que vendedor. Por suerte, no tenemos la presión de devolver dinero a nuestros inversores. Gracias a la desinversión de STI, que fue extraordinaria, llevamos un nivel de dividendo bastante elevado en el portfolio, y hemos devuelto bastante más que todo el fondo anterior. Con Flex hemos realizado tres importantes adquisiciones en Canadá, Chile y España, y ahora la compañía no está en proceso de desinversión. En Alemania compramos el fabricante de colchones y camas de lujo Schramm y prevemos seguir creciendo en compras en ese nicho.

En la cartera de participadas destaca también el grupo de restauración Larrumba ¿Cómo terminó 2022? Hay ruido también...

El 2022 ha sido un año espectacular para grupo Larrumba. Hemos acabado por enci-

“Al ampliar la base inversora, el peso de Banco Sabadell estará por debajo del 20% del total comprometido del cuarto fondo”

“Es probable que en el primer semestre hagamos nuestra primera operación en mayoría acompañando a un empresario”



general, empresarios o antiguos directivos que entienden muy bien nuestra estrategia de acompañamiento. Haremos *road show* por Europa, pero la conclusión preliminar es que los inversores tienen menos apetito y prevén concentrar su *allocation* en aquellas gestoras donde ya están presentes.

Banco Sabadell sigue siendo su inversor ancla después de que en 2021 salieran del paraguas de la entidad con un MBO ¿El banco participa también en la propia gestora?

Sí, como decía, Banco Sabadell sigue siendo nuestro inversor ancla en el cuarto fondo. Además, mantiene un 20% de la gestora y cuenta también con una posición en el Consejo. Pero, al haber ampliado nuestra base inversora, su peso se ha diluido y actualmente está por debajo del 20% del total comprometido en el cuarto fondo de hasta 300 millones de euros.

ma de 2019. Compañías digitales y de servicios, como Samyroad, especializada en *advocacy*, marketing de *influencers* y *branded content*, o Babel, también están yendo muy bien. Delta Tecnic, fabricante y comercializador de *masterbatch* para la industria del cable, y Flex también han tenido un 2022 muy bueno.

¿Prevén realizar más adquisiciones para estas compañías participadas en 2023?

En principio podríamos hacer cuatro o cinco compras (*add ons*) para la cartera. Las participadas más activas en adquisiciones son Flex, Samyroad, la consultora de marketing digital t2ó y Educa Edtech. Con Babel, una consultora que acompaña en la transformación digital, que había completado una adquisición antes de nuestra entrada y otra en nuestro primer año, también esperamos anunciar nuevas compras este año.

Capital Privado

elEconomista.es

Nueva inversión

Corfin toma el control del administrador de fincas Mediterráneo



Corfin Capital ha adquirido una participación mayoritaria en Mediterráneo Global, una de las compañías líderes en la administración de fincas residenciales en España para acelerar el crecimiento del grupo impulsando la consolidación del sector, muy atomizado. El importe de la operación, asesorada por Pérez-Llorca, EY y Garrigues, no se ha hecho público. En esta nueva etapa, Carlos Felipe Cabeza, CEO de Mediterráneo Global, mantendrá su partici-

pación accionarial en el grupo y seguirá liderando la empresa junto al resto del equipo directivo. Alberto Curto, socio director de Corfin Capital, destacó que "Mediterráneo es la plataforma ideal para impulsar la consolidación y profesionalización de un sector altamente fragmentado, con más de 15.000 administradores de fincas colegiados gestionando cerca de un millón de comunidades de propietarios en España".

Reestructuración

Oak Hill, Fortress, Blantyre y HIG toman Telepizza: KKR pacta su dilución



Oak Hill, Fortress, Blantyre y H.I.G Capital, tenedores de más del 70% de los bonos de Food Delivery Brands, han tomado el control de la compañía, propietaria de Telepizza. El acuerdo, sellado en el marco de la reestructuración de deuda del grupo español, supone la dilución de los actuales accionistas, encabezados por KKR, mediante la capitalización de una parte significativa de la deuda, cifrada en torno a 180 millones. El grupo ha eludido el pago de

12 millones de euros en intereses para el cupón de sus bonos al haber suscrito un *waiver* (acuerdo de suspensión temporal) dentro del propio pacto de reestructuración. Los citados fondos controlan el grueso del pasivo del grupo, correspondiente a una emisión de 335 millones de euros lanzada por KKR, Torreal, Artá, Altamar y Safra para financiar la adquisición de Telepizza por 600 millones de euros en 2019 y su exclusión de bolsa.

Proceso concursal

Un grupo inversor compra la mayoría de los centros médicos Hedonai



Un *pool* de inversores vinculados al sector de estética y belleza ha lanzado una oferta de adquisición por la unidad productiva de Hedonai Centros Médicos de Belleza garantizando el mantenimiento de los tratamientos contratados por los pacientes en sus mismas condiciones económicas.

El importe de la oferta, incluyendo la asunción de la deuda del grupo, suma cerca de 19 millones de eu-

ros e implica el mantenimiento del 80% de los centros y de la plantilla. En concreto, cerca de 53 establecimientos de los 65 abiertos y unos 400 profesionales de los 500 empleados. El proceso de compraventa se realizará bajo el marco concursal, toda vez que la administración valide la propuesta de adquisición, respaldada por el actual director general, Carlos Ortega Molina, quien se mantendrá al frente de Hedonai en esta nueva etapa.

Cotizada italiana

Axon compra el 5% de la italiana Pattern Group en su salto al Euronext Milán



Axon Partners Group ha adquirido el 5,02% de la cotizada italiana Pattern Group, una de las principales firmas de ingeniería para alta moda en Europa con clientes como LVMH, Hermes y Burberry. La firma española de inversiones alternativas -cotizada en BME Growth- ha entrado en la compañía en su salto a la bolsa italiana y al Euronext Growth Milan a través de su fondo Axon ISETEC V, dotado con 150 millones de euros y enfocado en firmas tecnológi-

cas cotizadas en mercados alternativos europeos. Tras la salida a la bolsa italiana, el accionariado de la compañía sigue controlado por los fundadores, Francesco Martorella y Fulvio Botto a través de la sociedad holding Bo.Ma., con el 53% del capital. El *hub* de ingeniería de moda de lujo ha aumentado sus ingresos desde menos de 4 millones de euros en 2008 a cerca de 100 millones en 2022, con 600 empleados.



José Francisco Gonzalez-Aller
Socio responsable de Private Equity de KPMG España

‘Private Equity’ en 2023: remando contra viento y marea

Qué nos deparará el *Private Equity* en 2023? Todo parece indicar que, en general, va a ser un comienzo de año con relativa poca actividad para los fondos de capital privado en nuestro país, tanto desde el punto de vista de la inversión como de la desinversión, después de una actividad frenética tras la pandemia, cuando los datos de inversión en España por parte de los fondos de capital privado registraron récords históricos, tanto en 2021 como en la cifra acumulada hasta el tercer trimestre de 2022.

Según los últimos datos de SpainCap, hemos visto una desaceleración progresiva de la actividad de M&A durante los últimos meses de 2022 debido al viento en contra del contexto económico y geopolítico, con un importante reflejo en los elevados precios de la energía y en el incremento de la inflación y de los tipos de interés.

Esta ralentización está teniendo un impacto mucho más significativo en las operaciones de mayor tamaño debido tanto al endurecimiento de las condiciones de financiación como a la incertidumbre sobre la evolución previsible de los activos a corto y medio plazo. Se ha incrementado el *gap* de valoración entre compradores y vendedores, dificultando así el cierre de transacciones.

Las operaciones que se cierran lo hacen tras largos periodos de negociación y análisis, y sólo tras lograr bastante *confort* a través de una buena *due diligence* comercial y operacional. En muchos casos, los procesos también se están abortando tras haberse lanzado y, otros directamente se han interrumpido antes de lanzarse al mercado, esperando que lleguen tiempos mejores.

Sin embargo, los fondos de capital privado no están parados. Al contrario, han seguido activos y durante los próximos meses seguirán poniendo el foco en intentar generar el mayor valor posible en sus portafolios actuales. Para ello, apuestan por una gestión más activa de los ingresos y de la ren-





iStock



■
**En la segunda mitad del
 año veremos una explosión
 de actividad para la que
 debemos estar preparados**
 ■

tabilidad, del *working capital* y la financiación, o activando otras palancas de creación de valor como puede ser la búsqueda de adquisiciones para sus compañías participadas (*add-ons*), la obtención de sinergias o la puesta en marcha de planes de sostenibilidad o de transformación digital.

Sigue habiendo una gran cantidad de liquidez disponible para invertir tanto por parte de fondos nacionales como internacionales y, aunque a un menor ritmo, también se siguen levantando fondos y el peso del capital privado sobre la economía española seguirá creciendo. Por tanto, no debemos tomar esta reducción de actividad del capital privado en España como una crisis tradicional, sino como un descanso temporal de los fondos, sobre todo de los grandes, para poder coger impulso y saltar más fuerte.

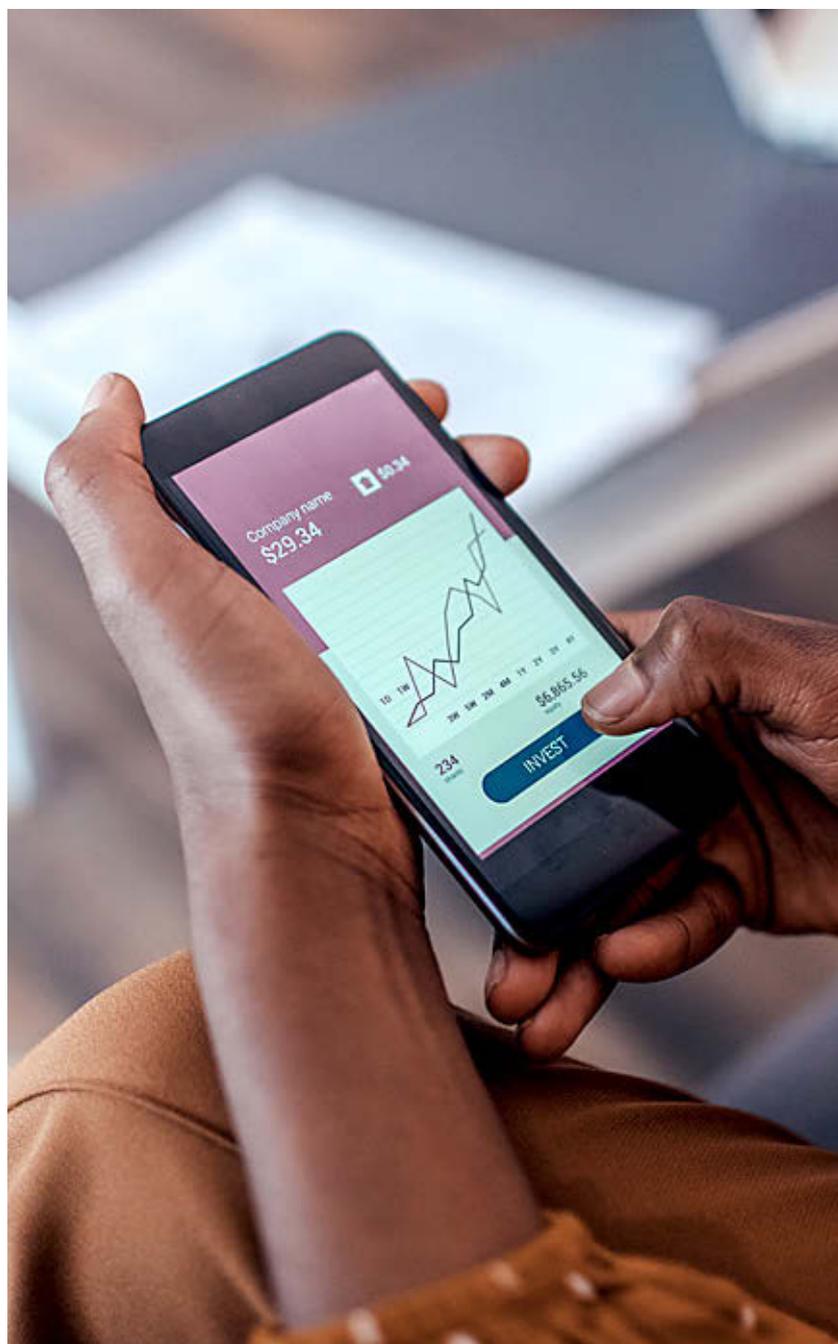
Si tenemos en cuenta todos los factores citados y la experiencia después de tantos años de evolución y crecimiento del sector en España, vemos un túnel relativamente corto y, a su final, un buen *pipeline* de operaciones esperando a que los actuales indicadores macroeconómicos se estabilicen un poco y a que se reajusten las expectativas de valoración entre compradores y vendedores.

Nos va a costar tener paciencia durante este primer semestre de 2023, pero seguramente en la segunda mitad del año veremos una explosión de actividad para la que tenemos que estar bien preparados. Al fin y al cabo, no podemos olvidarnos de que a todos nos interesa que la rueda siga girando... y lo hará.

La banca de inversión prevé este año menor actividad tras las caídas de 2022

El año 2022 no ha sido un buen ejercicio para estas compañías, llegando a ver importantes reducciones de ingresos en la parte de comisiones derivadas de este tipo de operaciones y, como consecuencia, millares de despidos a nivel global.

Lucía Gómez. Fotos: iStock



Una persona consulta una inversión en su móvil.

La gran banca de inversión cerró el 2022 con importantes reducciones de facturación y el anuncio de recortes de personal que ya suman miles de trabajadores en todo el mundo. Y es que la incertidumbre macroeconómica sumada a la subida de tipos de interés y las altas valoraciones de las compañías de algunos sectores han frenado en los últimos meses las operaciones de M&A que venían de niveles récord en ejercicios previos. Los principales actores del sector en España coinciden en que los primeros meses de 2023 no distarán mucho de los últimos del ejercicio anterior, si bien ven apetito en ciertos mercados concretos. “El año dejará menor actividad que en 2022”, apunta Ángel Arévalo Sarrate, responsable de Advisory en BBVA Corporate & Investment Banking. “De cara la segunda mitad del año, una estabilización del entorno macro facilitaría llegar a acuerdos en valoración y por tanto un aumento en operaciones corporativas”, señala Francisco Boada, socio de AZ Capital.

La estabilización del entorno macro permitirá acuerdos de valoración y operaciones

Los grandes bancos de inversión internacionales presentaron hace unas semanas sus cuentas de cierre del ejercicio 2022 con importantes caídas en el beneficio y los ingresos por comisiones que llegaron hasta el 49% con respecto al año anterior, como es el caso del resultado de Goldman Sachs. Otros, como Wells Fargo (-40% en beneficio) o Morgan Stanley (-27%), también han cosechado importantes caídas. Con estas cifras como telón de fondo, en las últimas semanas han sido varios los bancos que han anunciado importantes recortes en su plantilla a nivel global, como el propio Goldman Sachs (5.000 trabajadores), Credit Suisse (2.700) o Morgan Stanley (1.600 empleados).

“La contracción del crecimiento económico, el escenario de inflación, las políticas monetarias apli-

Capital Privado

elEconomista.es



Subidas de los mercados.

cadadas por los bancos centrales o la disrupción en las cadenas de suministro, entre otros, han provocado ciertas tensiones en los principales protagonistas del mercado en los últimos años, los inversores financieros (*private equity* y fondos de infraestructuras), lo que a su vez ha implicado una fuerte apertura del *bid-ask*, entre las expectativas de los vendedores y las de los compradores a efectos de valoración”, explica Arévalo Sarrate. En este sentido, Pablo Gómez de Pablos, socio director de GBS Finance, señala a *elEconomista.es* que de cara a este nuevo ejercicio detectan que se van a producir ajustes de valoración en determinados tipos de transacciones hasta que tenga lugar una estabilización del mercado y se mitiguen los factores de incertidumbre que ahora están presentes. “Ya estamos empezando a notar estos ajustes y es previsible que continúen a lo largo del año”, admite. “Además, en previsión de las posibles bajadas de *ebitda* de las compañías, se producirá una disminución de la cantidad de endeudamiento. Asimismo, crecerá la exigencia en la selección de los *deals*, dirigiéndose el apetito hacia aquellos que ofrezcan mayores garantías de cara al éxito y la dedicación de recursos”, apunta.

Con esta misma idea coincide Boada, que indica que tras años de inversión y actividad récord, “estamos viendo un inicio de 2023 en línea con la segunda mitad de 2022”. “De cara a la segunda mitad del año, una estabilización del entorno ma-

cro facilitaría llegar a acuerdos en valoración y por tanto un aumento en operaciones corporativas, sobre todo por parte de aquellas compañías que tengan una estructura de capital adecuada y balances sólidos, además de por parte de aquellos fondos de *private equity* que tengan fondos levantados”, reconoce.

¿Qué sectores estarán más activos? Gómez de Pablos señala que, en su opinión, “van a tener un

+10.000

Despidos que harán los grandes bancos de inversión en todo el mundo tras las caídas de 2022

destacado protagonismo aquellos que sean más competitivos: digital, salud, farmacéutico, alimentario y energético”. Coincide también Arévalo, “hay dos macro tendencias subyacentes que seguimos viendo sólidas, la transición energética y la digitalización. Serán dos de las principales palancas que apoyarán la actividad de M&A en los próximos meses”.

Para el responsable de Advisory de BBVA CIB, el mercado mantendrá el atractivo de los activos de generación renovable, fortalecido por la nece-

Capital Privado

elEconomista.es

sidad de rotación de activos operativos y de *pipeline* por parte de los diferentes operadores de mercado. También mantendrán "buenos niveles" de actividad el sector tecnológico, salud, turismo y *retail*, donde si bien se puede apreciar cierta contracción en los niveles de valoración en algunos activos, "la actividad subyacente mantiene buenos niveles de demanda por parte de los compradores", señala.

Desde AZ Capital apuntan en la misma dirección colocando a los "sectores sólidos y sostenibles" como el foco de las operaciones para este nuevo ejercicio que acaba de comenzar. Además, en opinión de Boada, también se verá durante 2023 un repunte en oportunidades de refinanciación fruto del complejo entorno actual.

Y es que el sector de la banca de inversión en España coincide en que uno de los focos durante este 2023 serán las empresas con problemas. "A pesar de la moratoria en la devolución de los préstamos ICO, el volumen de concursos de acreedores está creciendo. Esto nos va a llevar a una nueva oleada de compras de compañías en concurso y rescate de actividades por parte de grupos de mayor tamaño", apunta el socio director de GBS Finance.

Las salidas a bolsa serán "puntuales" y podría haber una ventana en el segundo trimestre

Las salidas a bolsa, en cambio, seguirán en el dique seco. "Tendremos algunas puntuales, como Cosentino, pero no creemos que el mercado se reactive en el corto-medio plazo", apunta Pablo Gómez de Pablos. "En los últimos años el sector privado ha competido mejor que el sector público a la hora de operaciones de capital, en parte por la propia composición sectorial del tejido empresarial español y en parte por el fuerte apetito del *private equity*", recuerda Arévalo Sarrate. "Creemos que serán selectivas en 2023 y enfocadas en sectores de gran crecimiento y éxito probado", concluye.

"La reactivación de las salidas a bolsa debería venir de la mano de una estabilización de la coyuntura macro y una ronda de anuncio de resultados en línea con las expectativas de mercado", reconoce Francisco Boada. "Creemos que, en caso de darse las condiciones adecuadas, empresas con *equity story* atractivo y tamaño relevante podrían abrir de nuevo la ventana de salidas a bolsa tan pronto como en el segundo trimestre del año", se muestra optimista el socio de AZ Capital.



Un panel de inversiones.

Capital Privado

elEconomista.es

Desinversión

Korian cierra la compra de Grupo 5 dando salida a Corpfín Capital



Korian ha sellado la adquisición del operador español especializado en salud mental Grupo 5 tras obtener las aprobaciones regulatorias y de derecho de la competencia. Con la operación, el fondo español Corpfín Capital sella su salida con éxito mientras el grupo sanitario europeo, cotizado en el Euronext de París, da un paso más en la construcción de una plataforma de salud mental líder en Europa. El importe de la operación podría superar, según fuentes

del mercado, los 200 millones de euros. El grupo gallo, propietario de residencias de ancianos, compró previamente ITA al fondo ibérico Magnum Capital Industrial Partners.

Con una facturación prevista de 330 millones en 2023 en Francia, España e Italia, Korian es el tercer operador privado del sector en Europa, y la previsión de crecer un 4% anual en los próximos 5 años.

Compra estratégica

Rovensa eleva sus ventas a 700 millones con la adquisición de MIP Agro

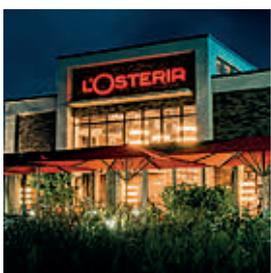


Bridgepoint y Partners Group siguen impulsando vía adquisiciones la internacionalización de Rovensa (antigua Sapec Agro Business), líder mundial en bio-soluciones para cultivos y productos agrícolas, con la integración de MIP Agro, líder en biocontrol y bioestimulantes en Chile. La transacción -la décima adquisición de Rovensa en cinco años- refuerza su posición en Latinoamérica y Chile (su segundo mercado de exportación de frutas y verduras), elevan-

do su facturación por encima de los 700 millones de euros, con un valor empresa que supera los 2.000 millones de euros. Rovensa sigue avanzando así en su proyecto de crecimiento vía adquisiciones internacionales (*build up* en la jerga financiera) con el respaldo de Bridgepoint (dueño también de Dorna) y del *private equity* suizo Partners Group -propietarios al 50%- y el impulso del equipo directivo, liderado por Eric van Innis y Nuno Loureiro.

Crecimiento en Europa

McWin toma el control de la alemana L'Osteria, valorada en 400 millones

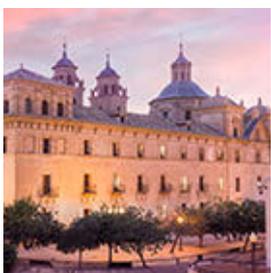


McWin, la firma de inversión privada dotada con 1.000 millones bajo gestión y el respaldo de inversores como Del Pino, Gestamp, Lao y ADIA, ha adquirido una participación mayoritaria en la marca líder de restauración alemana L'Osteria para impulsar su crecimiento en Europa. La plataforma de inversión creada por Henry McGovern y Steven K. Winegar, fundadores de AmRest Holdings, propietario de La Tagliatella, y Grupo Zena (Domino's Pizza,

Foster's, VIPs), ha tomado el control del operador líder de *casual dining* en Alemania y Austria valorando la compañía en cerca de 400 millones de euros. Los fundadores, Klaus Rader y Friedemann Findeis, se mantienen como socios minoritarios de la empresa. La compañía cuenta con 157 establecimientos y más de 6.000 empleados en Alemania, Austria, Suiza, Reino Unido, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y República Checa.

Nueva estrategia

Kartesia estrena su fondo de impacto de 500 millones entrando en la UCAM



Kartesia ha estrenado su nuevo fondo de impacto de 500 millones de euros apostando por uno de los principales proveedores de educación superior en España. La gestora pan europea de deuda privada ha concedido una nueva línea de financiación a la Universidad Católica San Antonio de Murcia (UCAM) con objetivos vinculados a la sostenibilidad para apoyar sus planes de crecimiento, con los que prevé implantarse en otras regiones, como Madrid, Le-

ón y Málaga, e impulsar su salto internacional. La gestora británica entró por primera vez en la universidad privada murciana en 2020 como socio financiero a largo plazo a través de su fondo de deuda (Kartesia senior opportunities) apoyando al equipo directivo con financiación más flexible y alternativa a la bancaria. La UCAM cuenta con más de 20.000 estudiantes en licenciaturas, másteres, doctorados y programas de formación profesional.



Meritxell Nadal, Socia de Socia de People & Organisation - P&O
responsable de People in Deals - PwC Tax & Legal
Christian Vegara, Socio de Deals Tax -PwC Tax & Legal

Algunas cuestiones prácticas de la nueva fiscalidad del ‘carried interest’

El 1 de diciembre de 2022 se aprobó la Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes (la “Ley de Empresas Emergentes”), en la que se regula con efectos enero 2023, el tratamiento tributario del *carried interest*. La nueva regulación es sin duda relevante para el sector dado que ofrece la posibilidad de optimizar fiscalmente los rendimientos económicos especiales que, con carácter general, se abonan por la gestión exitosa de entidades de capital riesgo a las personas administradoras, gestoras o empleadas de dichas entidades o de sus gestoras o entidades del grupo. Se establece un régimen fiscal favorable basado en la integración al 50% del rendimiento obtenido calificado como rendimiento del trabajo, siempre y cuando se cumplan determinados requisitos.

Con ello, se inicia una nueva etapa que requiere revisar el diseño de las actuales estructuras de *carried interest* a los efectos de validar si cumplen los requisitos legales previstos y en su caso, realizar los ajustes oportunos para poder aprovechar el beneficio fiscal aprobado.

Desde un punto de vista práctico, este ejercicio plantea ciertas dificultades, algunas cuestiones probablemente hoy no tengan todavía una respuesta clara y habrá que esperar al desarrollo reglamentario y pronunciamientos por parte de la Dirección General de Tributos para ir encauzándolas.

En el ámbito de aplicación de esta norma cabe destacar el potencial debate respecto la aplicabilidad de esta nueva regulación a las entidades extranjeras no comprendidas en las categorías citadas en la letra a) del apartado 2 de la Disposición quincuagésima tercera de la Ley. Cabe entender que, pueden tener cabida como “otros organismos de inversión análogos a los anteriores”, si bien la Ley no concreta qué criterios deben considerarse para validar si se trata o no de un organismo análogo. A este respecto, parece razonable hacer este análisis en base a los criterios previstos en el artículo 14 de la Ley 22/2014 por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado; si bien deberemos estar atentos a cualquier pronunciamiento al respecto.



Una segunda cuestión controvertida es el tratamiento fiscal de este rendimiento en los distintos vehículos intermedios que habitualmente conforman las estructuras de *carried interest*. Dado que el alcance de la Ley se ha ceñido a la calificación fiscal del rendimiento como renta del trabajo a efectos del IRPF, carecemos de una reforma integral que abarque los impactos colaterales de dicha calificación, a título ilustrativo, en el ámbito del impuesto sobre sociedades o imposición indirecta.

Caso paradigmático de participación indirecta del equipo gestor sería el de vehículos de inversión localizados en territorio español que canalizasen la participación en las entidades listadas en la Ley que fueran residentes en otros estados miembros de la UE (o terceros territorios tratándose de entidades análogas a estas). ¿Debe integrarse el derecho económico especial en la base imponible del impuesto sobre sociedades del vehículo español? ¿Es posible calificar de deducible el pago a los socios de dicho vehículo cuando tiene la naturaleza jurídica de dividendo?

Entendemos que un tratamiento integral, si procediera, deberá ser construido a través de la interpretación administrativa y, en su caso, de los tribunales de justicia. Cuestión distinta es, dada la amplia casuística de este tipo de incentivos en la práctica, si nos encontraremos con una posición interpretativa realmente in-

novadora o más bien continuista con precedentes que consideraron como contraprestación por servicios el dividendo correspondiente al *carried interest* en el impuesto sobre sociedades o que trataron como deducible el dividendo no proporcional a la participación en el capital (si bien este último caso con la anterior normativa del impuesto).



Urge revisar las actuales estructuras de 'carried interest' a los efectos de validar si cumplen los requisitos legales previstos

De acuerdo con lo anterior, no podemos obviar el hecho de que en ocasiones los perceptores últimos no participarán directamente en el capital de las entidades que reciben los derechos económicos especiales como dividendo (que no necesariamente habrá de ser la entidad gestora). Esto nos podría llevar en última instancia a escenarios de generación de ingresos tributables en entidades que no registrasen un gasto deducible a efectos del impuesto sobre sociedades. Por ello, resultaría apropiada una interpretación que evitara escenarios de sobreimposición en caso de multiplicidad de entidades canalizando la inversión. Un ángulo que también debe ser analizado es el tratamiento a efectos de operaciones vinculadas en caso de que el rendimiento se obtenga por parte de una entidad del grupo de la gestora. En cuanto al tratamiento a efectos de imposición indirecta, de seguir un criterio global de calificación, existiría una disparidad entre el sujeto que asume la prestación de servicio como gestora (exento de acuerdo con la ley del IVA) y el perceptor de la renta cuando su remuneración, al menos parcialmente, se traduce en el derecho económico especial obtenido por otra entidad del grupo de la gestora. Esto podría llevar a escenarios inciertos dada la naturaleza regulada de los servicios prestados y la interpretación restrictiva del alcance de la exención. Quizás, un tratamiento unitario del concepto pierda sentido en el ámbito indirecto dado que nos encontramos con servicios cuya prestación no puede regulatoriamente asignarse a cualquier sujeto pasivo y que están diseñados para beneficiarios muy concretos.

Otro aspecto práctico a tener en cuenta dada su naturaleza, es la obligación de retención. Esta obligación nace en el momento del pago, pero ¿qué entidad está obligada a efectuar dicha retención? Habrá que tener en cuenta en función de cómo esté estructurado el *carried interest*, la posible obligación de retención por parte de la entidad empleadora sin perjuicio de que esta entidad no abone el *carried interest*, dada su calificación como rendimiento del trabajo.

Son muchas las cuestiones pendientes de resolver dada la amplia casuística que este tipo de estructuras plantean y la novedad de la norma que apenas cuenta con unas semanas de vigencia, por lo que habrá que esperar su desarrollo reglamentario, así como próximos pronunciamientos de la Dirección General de Tributos para esclarecer aspectos como los citados.



Los negocios atomizados o en reestructuración son más propicios para las operaciones de 'build up'. eE

Objetivo 2023: los fondos salen de compras para 'engordar' sus carteras

La mayor competencia por activos de calidad y acceso a crédito obliga a los fondos a buscar alternativas para maximizar la rentabilidad de su capital. En el actual escenario, las compras para la cartera o 'build ups' ganan fuerza. Frente a la dificultad para levantar capital, las participadas están bien nutridas de caja.

Rocío Casado.

Todo apunta a que 2023 será el año de la creación de valor vía adquisiciones en los portfolios del capital privado mediante compras complementarias (*add ons* en la jerga financiera) para engordar las carteras. Operaciones que parecen estar ganando peso en el mercado de *private equity* en España y que, según los expertos, se verán con mayor frecuencia como vía de crecimiento para las participadas. La plataforma consigue ganar tama-

ño mediante la adquisición de otras compañías complementarias con las que puede aflorar sinergias, reduciendo, al mismo tiempo, la fragmentación del sector. Nuestro país cuenta con referentes y ejemplos de compañías que han crecido vía adquisiciones hasta convertirse en grandes jugadores mundiales en sectores diversos, como QuirónSalud, Tinsa, Parques Reunidos, Citri&Co, Rovensa, Applus+, Idealista o Grupo Primavera, entre otras muchas.

Capital Privado

elEconomista.es

El entorno de incertidumbre actual favorece este tipo de operaciones. La mayor competencia por activos de calidad obliga a los fondos de capital privado a buscar alternativas para maximizar la rentabilidad de su capital. A esto se suma la complejidad existente a la hora de levantar nuevo capital mientras que, por regla general, las compañías participadas suelen estar bien nutridas de caja. El fenómeno no es propio sólo de España. Siete de cada diez compras del *private equity* europeo ya son adquisiciones para acelerar el crecimiento de las compañías participadas, una tendencia que, según los expertos consultados por *elEconomista Capital Privado*, seguirá aumentando en España.

El escenario macro complica el acceso a unas condiciones de financiación favorables lo que, unido a los buenos niveles de caja que suelen tener las participadas, hace que los fondos muestren mayor interés en realizar adquisiciones complementarias. En opinión de José A. Zarzalejos, socio responsable de Corporate Finance de KPMG en España, "tras años de grandes volúmenes de inversión y de valoraciones altas, tiene cierta lógica pensar que veremos al *private equity* en 2023 con menos inversiones directas, que generan mayor riesgo, y con una gestión mucho más activa de sus portfolios, impulsando compras para las compañías participadas con el fin de que los futuros retornos descansen en la generación de sinergias y no tanto en el apalancamiento. Muchas gestoras de capital privado cuentan con capital reservado para realizar nuevas compras desde sus compañías participadas este año".

Mantener a los vendedores

En el actual escenario, los fondos tienen más confianza en este tipo de inversiones, como confirma Patricia Figueroa, asociada senior de Corporate y M&A de Allen & Overy. "Con los *build ups* los fondos siguen invirtiendo en un sector y en un mercado conocidos, cuya evolución es más fácil de prever. Este tipo de procesos les permiten acelerar el crecimiento de las participadas en términos de facturación, rentabilidad, presencia geográfica, clientes, oferta de productos o servicios, etc., mejorando su perfil y aumentando su atractivo de cara a obtener mejores retornos en una futura desinversión. De esta forma, los fondos pueden diversificar el riesgo de sus empresas participadas", añade.

Cuando el objetivo es ampliar los productos o servicios ofrecidos o la expansión geográfica de la compañía participada, "resulta clave conservar a los vendedores en el equipo gestor", matiza Figueroa. Para ello, una fórmula a destacar es "hacerles partícipes de la estructura de inversión o de los paquetes de incentivos para que puedan beneficiarse junto con el *private equity* en el momento de la desinversión", explica. Aunque este tipo de operaciones son fácilmente extrapolables a casi todos los sectores, se prevé mayor movimiento en mer-



Patricia Figueroa, asociada senior de Corporate y M&A de Allen & Overy. eE



José A. Zarzalejos, socio responsable de Corporate Finance de KPMG en España. David García



Manuel Valverde, socio de Transaction Services de PwC. eE

"Habrá operaciones en sector educativo, tecnológico y food"

En 2002, algunos 'build ups' se han realizado conjuntamente con la entrada del fondo en la participada, como EQT en SNFL conjuntamente con la adquisición indirecta de la empresa estadounidense International Fruit Genetics. Recientemente hemos asesorado a Grupo Konecta en la adquisición de Comdata, creando el sexto mayor grupo del sector y a EQT en adquisiciones para Idealista.

"El entorno actual favorece este tipo de transacciones"

Las adquisiciones de compañías que los fondos realizan para integrar en sus empresas participadas son una de las palancas de crecimiento y rentabilidad tradicionales del capital riesgo que, en el escenario actual de incertidumbre, están aún más si cabe en el foco del 'private equity' en un entorno de fuerte competitividad y de mayores dificultades de acceso a financiación ante el cambio de ciclo.

"Aflorar sinergias e integrar directivos, claves del éxito"

En los *build ups* resulta clave el estudio previo de la adquisición, poniendo el foco en la integración y generación de sinergias, tanto por el lado de los ingresos como por eficiencia en costes. También la fórmula bajo la que se integra al nuevo accionariado en el Grupo y las funciones ejecutivas de los antiguos directivos, muy claras desde el inicio para no entrar en conflicto con la dirección existente.



El capital riesgo engordará este año sus participadas con nuevas compras. iStock

cados fragmentados y en aquellos relacionados con temas sanitarios, tecnológicos, educativos y agroalimentario. Como confirma José A. Zarzalejos, la crisis ha dejado patente la existencia de numerosos sectores que todavía necesitan ser consolidados en España, procesos donde el capital privado está jugando un rol clave. "Las adquisiciones complementarias para la cartera se han convertido en una parte importante del mercado de *private equity* en España y creemos que el entorno de incertidumbre actual favorece este tipo de operaciones para asegurar la creación de valor, por lo que se acelerará la tendencia de los fondos a apostar por este tipo de procesos y consolidando sectores más fragmentados", añade el socio responsable de Corporate Finance de KPMG en España.

Desde PwC, Manu Valverde, socio de Transaction Services, destaca "los beneficios obtenidos de sinergias, tanto por la parte de la optimización de las estructuras de coste fijas de cada una de las compañías adquiridas como por el incremento en el poder de negociación que tiene una plataforma más grande en la relación con sus proveedores" En su opinión, este tipo de estrategia "es un claro ejemplo de cómo el capital privado puede transformar una compañía pequeña en un grupo líder en un intervalo corto de tiempo. Solo creciendo orgánicamente sería impensable alcanzar un gran tamaño en un periodo reducido", confirma Valverde. De esta manera, el fondo crea valor a través de economías de escala, transformando estructuras y políticas de ca-

da compañía, buscando eficiencias y sinergias y mediante la aplicación de las *best practices* en las compañías adquiridas. El sector elegido, la plataforma, las potenciales sinergias y la financiación son algunos de los factores a tener en cuenta desde que se empieza a plantear un *buildup*. Una de las bondades del proyecto *buy and build* se basa en el arbitraje de múltiplos: a sociedades pequeñas se les aplica una valoración menor que a un grupo más grande y diversificado que crece de forma orgánica y median-

10x

Los multiplicadores dependerán del sector, las potenciales sinergias y el acceso a financiación

te adquisiciones. De esta manera, el fondo compra una compañía a un valor, por ejemplo, de 6 veces *ebitda*, la integra en un grupo que cotiza a 10 veces, y lo que antes se valoraba a 6, ahora lo hace a 10. "Finalmente, en el proceso de salida, el tamaño de su participada es importante. Muchos fondos internacionales, debido al tamaño de sus vehículos, no miran muchas veces compañías españolas pese a que sean interesantes, al quedarse por debajo de los niveles mínimos de inversión, por lo que lograr mediante la suma de varias compañías un grupo con un *ebitda* superior a los 25-50 millones es una estrategia exitosa", confirma Manuel Valverde.

Estrategias de crecimiento, desinversión y financiación

Soluciones para superar las tensiones financieras y definir la estrategia de crecimiento

Las tensiones financieras son la consecuencia más inmediata de la disrupción de la COVID-19 en parte del tejido empresarial. Esta situación exige la puesta en marcha de una gestión financiera con visión estratégica y de medio plazo para abordar cuestiones como la búsqueda de alternativas de financiación, las refinanciaciones de deuda o las reestructuraciones. En este contexto habrá compañías que opten por emprender o reforzar su estrategia de crecimiento, para lo que será necesario tener en cuenta los aspectos estratégicos, operativos y legales que garanticen el éxito de las operaciones.



**Descubre como
prepararte para la
nueva realidad**





De izquierda a derecha: Juan Eusebio Pujol (ESG & Operating Partner); Juan Leach (socio fundador); Luis Seguí (socio fundador & CEO); Carlos Julià (socio); Jordi Alegre (socio director); Fernando Clúa (socio). Santiago Garcés

Miura vuelve al mercado con su cuarto fondo de hasta 400 millones

Miura Partners da un paso adelante en el difícil contexto de captación de capital del 'private equity' en España con los preparativos para lanzar este año su cuarto vehículo de hasta 400 millones de euros en su estrategia principal de compras apalancadas ('buy-outs') reforzando su compromiso con la sostenibilidad.

Rocío Casado.

Según han confirmado fuentes financieras a *elEconomista.es*, la gestora española de capital privado ultima la salida al mercado de su cuarto fondo generalista, centrado en empresas familiares sostenibles del sur de Europa. El nuevo hito llega tras un ejercicio 2021-2022 récord en inversiones con 15 operaciones selladas en nuevas compañías y compras para la cartera por un valor agregado de 450 millones de euros. El nú-

cleo duro del cuarto fondo de Miura Partners, una de las gestoras españolas con mayor trayectoria en el *middle market* nacional, serán inversores institucionales europeos, americanos y asiáticos ya presentes en su base inversora global, con una previsible tasa de repetición elevada, junto a *family offices* locales y otros nuevos que puedan incorporarse al proyecto. Con su fondo anterior, lanzado en 2018, Miura sumó 10 nuevos inversores in-

Capital Privado

elEconomista.es



Luis Seguí, socio fundador y CEO de Miura Partners. Lucía Meler

ternacionales en un proceso de captación de capital muy rápido, cerrado en apenas un mes. El 98% de los inversores fueron extranjeros -fondos de fondos internacionales, gestoras de activos alternativos y *endowments* universitarios-, con apenas un 2% de *family offices* españoles.

En paralelo, Miura Partners está invirtiendo sus dos vehículos especializados en los verticales de *agrobusiness* e impacto. El primero, operativo desde 2019, es el mayor fondo europeo del sector, Miura Frutas Fund, dotado con 350 millones en su ambiciosa

En paralelo, la gestora española está invirtiendo sus vehículos de 'agrobusiness' e impacto

apuesta de crecimiento de Citri&Co, líder en producción y distribución de fruta fresca.

La gestora española amplió el año pasado su enfoque multiestrategia lanzando su primer fondo de impacto, Miura Impact Fund, con un tamaño objetivo de 150 millones para apoyar a pequeñas y medianas empresas de alto crecimiento en el sur de Europa, y con el que ya ha sellado un primer cierre de 90 millones de euros. Miura Partners cuenta con más de 1.200 millones de euros de activos bajo gestión y un equipo de 30 profesionales en sus oficinas

de Barcelona y Madrid, liderado por siete socios de inversión y dos operativos, con Luis Seguí, Juan Leach y Jordi Alegre al frente, y los recientes refuerzos de Esther Sarsa y Gustavo Barroeta. Su fondo generalista anterior, lanzado en 2018 y dotado con 330 millones, cuenta aún con capital disponible para una o dos inversiones más. El primer vehículo, Miura Fund I, de 100 millones de euros ya está liquidado y, el segundo, cerrado en 2014 con 200 millones, está totalmente invertido.

Desde 2008, Miura Partners ha invertido en más de 50 compañías, en su mayoría empresas familiares, con operaciones valoradas en más de 2.000 millones de euros. La facturación agregada de la cartera en 2022 ascendió a 1.700 millones de euros, empleando a 12.000 trabajadores en 30 países.

En 2022, Miura se unió al fondo Charme para comprar Indiba a Magnum por 150 millones y compró el 85% de Proclinic por 112 millones. Además, impulsó su estrategia de compras a través de sus participadas con la adquisición de la italiana Ceramica Fondovalle a través de Grupo Italcera y la compra de la británica Lyco para integrarla en efecto-LED. Con Citri&Co, compró el negocio de fruta fresca de San Miguel y la gala Arco Fruits. Además, se hizo con la plataforma educativa Educaedu, a la que incorporó Emagister. En su proyecto de consolidación de las corredurías de seguros en la Península Ibérica con Brokers & Partners también cerró la compra de Ores & Bryan.

Una gestora multiestrategia que crece en verticales

Miura Partners es una firma independiente de capital privado que desarrolla empresas dinámicas del sur de Europa desde 2008. Su propósito es ser el socio ideal de empresas líderes que generen valor sostenible y creen impacto perdurable en la sociedad. En el último año, la firma ha mantenido un destacado ritmo inversor acompañado de nuevos hitos en materia de sostenibilidad. Además, ha reforzado su equipo directivo incorporando perfiles estratégicos como el fichaje de Esther Sarsa como directora de Sostenibilidad y miembro del equipo de inversión. Y, previamente, de Paz Velasco como directora legal. Uno de sus últimos hitos más significativos ha sido la definición de ambiciones de impacto en cada una de sus empresas participadas para que, más allá del desempeño financiero y no-financiero, las compañías se comprometan con objetivos y acciones alineados con su negocio y que tengan un impacto directo en el bienestar socioeconómico y el medioambiente. Miura Partners ha publicado también el ESG Report 2021, el cuarto informe desde 2017, y el primero como Miura Partners en el que repasa los hitos logrados por la firma en esta materia durante los ejercicios 2019 y 2020 con una visión integrada de negocio y ESG (Medioambiente, Social y Gobernanza).

Fernández: "Creditas saldrá a bolsa en Brasil con una rentabilidad de 100x"

El emprendedor e inversor Pablo Fernández tiene una de sus mayores inversiones en la 'fintech' fundada por el español Sergio Furió, que prepara su próxima OPV. El fundador de Clicars y Clickalia entró recientemente en We are knitters, GDV Mobility y Gravity Waves, entre otras, y cuenta con 70 inversiones.

Lucía Gómez. Fotos: Israel Cánovas



Pablo Fernández, fundador de Clicars y Clickalia.

Pablo Fernández, emprendedor (Clicars y Clickalia) y *business angel* español, conseguirá en los próximos meses una de sus mejores rentabilidades con la salida a bolsa de la *fintech* brasileña Creditas. Así lo confirma en una conversación con *elEconomista.es* en la que evita desvelar su participación exacta en la compañía, pero señala que es una de sus "mayores inversiones" y que llegará al toque de campana con una rentabilidad de 100x. Pese a ello, la OPV de Creditas -fundada por el también español Sergio Furió y convertida en una de las mayores *fintechs* del país sudamericano- no supondrá la salida de Fernández del capital. "Si una empresa es buena, ¿para qué se va a salir?", apunta el inversor.

Fernández, entre su inversión personal y la que lleva a cabo a través de Ethos -el club de inversión de exalumnos de Harvard que lidera- supera las 70 inversiones tanto en España como en el extranjero y dividida entre *startups* y empresas tecnológicas de alto crecimiento "que de momento no ganan dinero, como empresas más asentadas con *ebitda* positivo y que todavía no están a nivel de *private equity*, pero que tienen un componente tecnológico o están en *growth*", admite. "Mi rentabilidad media ha sido un 6X", apunta, reconociendo que la cifra está "sesgada" si se tiene en cuenta que "fui el primer inversor en Holapick, que se vendió por 130 millones, y que multipliqué por más de 100; y de los primeros inversores en Creditas, el unicornio de 5.000 millones en Brasil, que va camino a salir a bolsa también con una rentabilidad de 100x", señala.

Su política de inversión ha ido cambiando con el paso del tiempo, ya que desde sus inicios ha ido pasando a hacer menos inversiones, "pero comprando paquetes más grandes, con puesto en el consejo y más capacidad de actuación", señala. En este sentido, entró con el 10% en We are knitters, una empresa de DIY con venta *online* que tuvo 2,7 millones de *ebitda* en 2021, últimas cuentas publicadas; el 16% de GDV Mobility, una compañía "que ya es rentable y en su primer año facturó un millón de euros con *ebitda* a doble dígito" y se dedica al reciclaje de baterías eléctricas. Como tercera pata de sus inversiones más recientes, Fernández también ha invertido en Gravity Wave, con un 21%, que se dedica a la recogida de plásticos del mar Me-

Capital Privado

elEconomista.es



Pablo Fernández, fundador de Clicars y Clickalia.

diterráneo que luego se reutiliza. "Son tres inversiones muy diferentes", pero "todas tienen en común el potencial, donde puedo tener un rol más relevante". De forma paralela, Fernández señala que hace otro tipo de inversiones más pequeñas, como es el caso de CoverManager, una compañía sevillana de *software* que ya factura 10 millones de euros anuales y tiene seis millones de *ebitda*. En su opinión, "estamos viendo un cambio de ciclo", "hasta ahora se invertía mucho en empresas con grandes promesas, y ahora llega la realidad del mercado y hay que adaptarse".

¿Cómo elegir dónde invertir? Fernández tiene claro que hay varios puntos claves: por un lado, que el emprendedor "esté personalmente invertido en la empresa" y que "sea flexible para darle *feedback*"; por otro, desde el punto de vista de la empresa, considera clave que tiene que "tener unos márgenes brutos necesarios buenos para llegar a ser *ebitda* positivo. Margenes brutos por debajo del 20%, es complicado, no me siento cómodo", sentencia. "Idealmente, busco empresas que estén en facturaciones de entre uno y cinco millones, que no hayan hecho todavía una serie A grande" son las empresas que elige para formar parte de su portfolio. "A mí me gusta entrar en valoraciones, idealmente, por debajo de cuatro millones con la idea de hacer un 10x con esa inversión y un horizonte a cinco años", señala Fernández.

En los últimos nueve meses los *exits* han estado muy contenidos, recuerda el inversor, "han sido poquísimos o de muy bajo importe", ya que en las compras

o en las salidas a bolsa, el mercado compara con los múltiplos que hay en el parqué, por lo que quedan relegados ante el exceso en las valoraciones. Tras el ajuste que se ha producido en los últimos meses, Fernández apunta a una paradoja de cara a este 2023: por un lado, "el *venture capital* nunca ha tenido tantísimo dinero", pero no están haciendo los *capital calls*, todo el mundo está esperando a que las valoraciones toquen suelo". Por ello, espera que para finales de este 2023 o principios de 2024 "empecemos a ver grandes rondas, ya que ahora los fondos están con el foco en rentabilidad y aguantar caja".

La salida más relevante de 2022 es, en su opinión, la de Glovo con la venta a Delivery Hero, "se han arriesgado mucho y han tenido muchos reveses", apunta. "Tanto Glovo como Cabify son empresas muy arriesgadas, para las que tienes que encontrar un inversor estratégico y la situación de mercado no ha sido nada buena", señala.

Para 2023, el inversor es optimista. "Durante la crisis de 2008 y en los años posteriores salieron parte de las mejores empresas del mundo. Las mejores startups son las que nacen en momentos difíciles y con estos dos años que van a venir a nivel macro se van a fundar empresas que seguramente en 2025 o 2026 se conviertan en los siguientes unicornios", apunta, si bien recuerda que no es fácil levantar con una valoración superior a 1.000 millones. Con respecto a los unicornios españoles, Fernández señala que "no sería raro que entren en algún momento en el Ibex".



Brookfield pone el foco en España con su fondo 'verde' de 15.000 millones

El mayor fondo de transición energética tiene a nuestro país en su radar tras haber invertido en X-Elio, Pown y Saeta Yield

Rocío Casado.

El gigante canadiense Brookfield Asset Management, con 750.000 millones bajo gestión, ha puesto el foco en España con su último *megafondo* de energías verdes, Brookfield Global Transition Fund, dotado con 15.000 millones de dólares de los que un tercio se invertirán en Europa, con España como uno de sus mercados clave. El fondo de capital privado, uno de los de mayor volumen en la estrategia de transición global hacia una economía de cero emisiones netas, se lanzó en 2021 con 7.000 millones de dólares y el apoyo de cuatro grandes socios estratégicos des-

de su cierre inicial: la gestora canadiense Ontario Teachers, la entidad estatal de Singapur Temasek, e inversores institucionales de escala global como el fondo de pensiones canadiense PSP Investment e Investment Management Corporation of Ontario (IMCO), dando fe del apetito por el impacto y el ESG.

El fondo, codirigido por Connor Teskey y Mark Carney a nivel global -quien fuera gobernador del Banco de Inglaterra hasta 2020 y antes en el Banco de Canadá-, y por Ignacio Paz-Ares Aldanondo, como

Capital Privado

elEconomista.es



Mark Carney, responsable de Transition Investment y vicepresidente de Brookfield. eE



Connor Teskey, responsable de Transition Investment y vicepresidente de Brookfield. eE



Ignacio Paz-Ares, Managing Director Investments en España y Europa. eE

responsable de las inversiones en España y en el continente europeo, se cerró en 2022 superando con creces su objetivo inicial de captar 12.500 millones de dólares. En total, según ha podido saber *elEconomista Capital Privado*, a fecha de junio de 2022 ya se habían invertido 2.500 millones de dólares. “El mundo se centra cada vez más en la sostenibilidad, por lo que el capital necesario y las oportunidades de inversión se expanden más rápidamente de lo que se esperaba originalmente, creando una oportunidad aún mayor para inversiones a gran escala que abordan el cambio climático”, asegura Carney, responsable de Transition Investment y vicepresidente de Brookfield.

7.000 millones en nueve compañías

La estrategia del fondo se basa en el doble mandato de ofrecer una buena rentabilidad ajustada al riesgo logrando, al mismo tiempo, un impacto significativo y mensurable en la descarbonización. Es un fondo de impacto dirigido a acelerar la transición hacia una economía neta cero en emisiones, invirtiendo en tres grandes áreas: energía limpia (energía renovable distribuida y a escala de los servicios públicos, además de oportunidades de almacenamiento en baterías); transformación empresarial (inversión en empresas intensivas en carbono con un plan acordado para reducir sus emisiones y situarlas en la senda de emisiones de París) y soluciones sostenibles (tecnologías y servicios que acelerarán la transición hacia un balance neto cero).

Brookfield Asset Management ya ha invertido 7.000 millones de dólares (aproximadamente la mitad del total) en activos de transición hasta noviembre de 2022. En EEUU el fondo compró Urban Grid sumando 20.000 MW de proyectos de almacenamiento de energía y energía solar y también se hizo con Scout Clean Energy, un operador nacional de energías renovable hasta entonces propiedad de Quinbrook Infrastructure Partners creando una de las mayores carteras de energía limpia del país diversificada en energía eólica, solar, generación y almacenamiento de energía. Otra transacción innovadora que demuestra las fortalezas y amplitud del vehículo es la compra de una compañía en proceso de quiebra:



Su doble mandato es ofrecer retornos de hasta el 15% con impacto en la descarbonización

Westinghouse Electric Company por 4.000 millones de los que 1.000 millones fueron invertidos en capital y 3.000 millones vía deuda. Hasta la fecha, la empresa ha distribuido efectivo por encima de la inversión inicial y está generando 800 millones de ebitda anual con grandes perspectivas de crecimiento. En su cartera figuran también Entropy, LanzaTech, California Resources Corporation, Circular Services y Sunovis, pendiente de una adquisición en Australia: Origin Energy.

Capital Privado

elEconomista.es

X-Elio, Powen y Saeta Yield, los grandes activos en la cartera de renovables del gigante canadiense en España

De momento, tres grandes activos destacan en la cartera española del fondo canadiense Brookfield Asset Management en el mercado de renovables en Iberia: X-Elio, adquirida en 2019 por 443 millones de euros; Kishoa, referente en autoconsumo fotovoltaico conocida por su marca Powen, y Saeta Yield, sobre la que lanzó una OPA en 2018 haciéndose con el 95% del capital de la firma de instalaciones de energía renovable participada hasta ahora por ACS y el también fondo GIP.

Según ha podido saber 'elEconomista.es', el fondo canadiense planea ejercer su derecho de tanteo sobre el 50% del capital de la empresa española de renovables X-Elio, propiedad de KKR, según confirman diferentes fuentes financieras a 'elEconomista.es'. El 'private equity' estadounidense explora su salida de la compañía energética española, adquirida a la familia Riberas en 2015, tras haber completado su ciclo de inversión. De mo-

mento, el fondo canadiense ya es propietario del 50% del capital de X-Elio tras crear una 'joint venture' con KKR a principios del año 2020 para gestionar la compañía de forma conjunta y compartir también presencia en el consejo.

Si finalmente activa y ejerce su derecho de adquisición preferente, Brookfield alcanzaría el 100% del capital del grupo español, uno de los líderes mundiales en energías renovables y sostenibles. Según fuentes del mercado, la transacción podría valorar el 100% de X-Elio en hasta 1.500 millones, deuda incluida. En la hoja de ruta del gigante global de infraestructuras y energías renovables canadiense no figura, confirman las mismas fuentes, la venta de su participación del 50% a un tercero sumándose al proyecto de desinversión de KKR, para el que el fondo americano liderado por Jorge Lluch en España ha fichado al banco estadounidense Citi y al japonés Nomura.

A principios de 2020, Brookfield pagó 442 millones a KKR y a la familia Riberas por el 50% de la empresa de renovables, entonces valorada en cerca de 900 millones, imponiéndose a Repsol, también interesado en la firma. La operación supuso la salida del capital de Acek Desarrollo y Gestión Industrial (familia Riberas). El derecho de tanteo implica que Brookfield tiene preferencia para adquirir el paquete. De esta manera, si un tercero intentara comprar el 50% en manos de KKR, el fondo de capital riesgo estadounidense tendría que hablar antes con Brookfield, cuya estrategia implica un horizonte de inversión a más largo plazo.

KKR, por su parte, se hizo con el control de X-Elio en 2015 al comprar el 80% de la compañía valorada en 923 millones de euros a través de KKR Global Infrastructures a Gestamp Solar, propiedad de los Riberas. Con la toma de control del fondo de capital riesgo estadouni-

dense, el grupo se rebautizó como X-Elio. El otro 20% siguió en manos de la familia fundadora.

Cuando en 2020 Acek Desarrollo y Gestión decidió salir del capital, KKR aprovechó la ocasión para hacer caja y salir parcialmente, vendiendo un 30% de su participación, que ascendía al 80%. El comprador fue, precisamente, Brookfield pasando a gestionar la firma de renovables, que ya contaba con 1.530 megavatios -MW-, de forma conjunta. Los orígenes de X-Elio se remontan a 2005, cuando fue fundada como Gestamp Solar, filial de Gestamp Renewables y con el 'holding' de la familia Riberas (Acek) como primer accionista. La firma desarrolla, construye, financia y opera plantas fotovoltaicas con presencia en Europa, EEUU, Latinoamérica, Japón y Australia. El grupo cuenta con más de 2,6 GW construidos, 25 plantas fotovoltaicas en operación y presencia en 10 países.

La transición energética requiere billones de inversión para ser realidad. eE



Integración

Portobello explora comprar la filial de Servicios de Sacyr para unirla a Serveo

Portobello Capital quiere consolidar un gigante de los servicios en España con el punto de mira en la operación de desinversión que tiene en marcha Sacyr. Tras adquirir hace un año la división de Servicios de Ferrovial, rebautizada como Serveo, la gestora de capital privado española ha mantenido contactos con Sacyr para analizar la adquisición de su filial de Servicios, según indican diversas fuentes financieras y empresariales.

El grupo que preside Manuel Manrique sacará al mercado en las próximas semanas el cuaderno de venta. Su intención -anunciada- es desprenderse de un 49% del capital, pero Portobello ha tanteado la posibilidad de tomar una participación mayoritaria con el objetivo último de integrar la compañía en Serveo. El fondo tiene también en la recámara la opción de Acciona, que en los últimos años se ha mostrado dispuesta a desinvertir en Servicios.

Analiza adquisiciones

El referente en congelados Maheso busca socios para acelerar su crecimiento

Grupo Maheso, uno de los referentes nacionales en el mercado de congelados y platos precocinados, busca socios para impulsar su crecimiento internacional y su capacidad productiva tras alcanzar ventas récord de 146 millones en 2022. Según ha confirmado Manuel Rojo, director general de la empresa familiar catalana, a *elEconomista.es*, la firma se encuentra en negociaciones avanzadas para adquirir dos grupos distribuidores en Cataluña y Madrid.

“El elevado crecimiento de los últimos años y la necesidad de ampliar nuestra capacidad productiva nos ha llevado a plantearnos distintas alternativas estratégicas y a analizar nuevas adquisiciones de empresas productivas”, señala. El ambicioso plan de negocio de Maheso contempla alcanzar los 240 millones de facturación en 2027. El grupo reconoce haber recibido acercamientos de fondos e industriales para entrar en su capital.

Nuevo acuerdo

Arcano se alía con Baird para su salto internacional en M&A

Arcano Partners tiene nuevo socio estratégico para impulsar su salto internacional. La firma española de asesoramiento financiero y gestión de activos ha sellado una alianza global con el banco estadounidense Baird para sumar fuerzas en el asesoramiento de fusiones y adquisiciones a escala mundial. El acuerdo, que sustituye al que Arcano mantenía con Jefferies, pretende mejorar las respectivas ofertas de M&A de cada banco aprovechando

su presencia geográfica combinada, relaciones con clientes y la experiencia sectorial.

Borja Oriá, socio de Arcano Partners y CEO de Arcano Investment Banking, se ha mostrado convencido de que Baird es el socio adecuado para seguir ampliando la posición del banco en el mercado. “Con Baird compartimos los mismos valores y un modelo de colaboración, independencia y excelencia”.

Nuevo hito

Galdana, de AltamarCAM, alcanza los 1.800 millones bajo gestión

Galdana Ventures, la división de *venture capital* del gigante español de inversión alternativa AltamarCAM Partners, elevará sus activos bajo gestión a 1.800 millones de dólares con el próximo cierre definitivo de Galdana Ventures III. Actualmente, el citado programa está en proceso de captación de capital tras haber superado los 650 millones de dólares. El cierre definitivo tendrá lugar el próximo mes de agosto, momento en que prevé haber su-

perado los 700 millones de dólares. La firma nació en 2015 como el primer fondo de fondos español especializado en *venture capital* fruto de la unión de AltamarCAM con un grupo de gestores español, liderado por Marcel Rafart, CEO de la gestora, que ofrece inversiones globales diversificadas en *startups* tecnológicas a través de la inversión en destacados gestores de *venture capital* de difícil acceso.



Gonzalo Gil

Socio de Fiscal de Pinsent Masons

A propósito del ‘carried interest’

El *carried interest* es un modelo de retribución habitual en las estructuras de *Private Equity*. Este tipo de rendimiento, que supone una pieza esencial en la retribución de los gestores, no se encontraba regulado de manera expresa en la normativa tributaria, lo que hacía que su naturaleza y por ende, tributación, fuese objeto de controversias con la Agencia Tributaria.

La única mención que existía, hasta el día de hoy, era por parte de la Dirección General de Tributos (“DGT”) que los denominaba como la contraprestación obtenida por la entidad gestora como consecuencia de la actividad desarrollada por esta y sin que parezca estar vinculada a los socios de la misma, calificándolo, a efectos del IRPF, como un rendimiento del trabajo (a diferencia del régimen foral de Gipuzkoa que, desde el 2019, los califica como rendimiento capital mobiliario al entender que es un rendimiento obtenido por la participación en fondos propios de cualquier entidad).

No obstante, mediante el Proyecto de Ley de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes (“Ley Startup”), por primera vez se va a dotar de seguridad jurídica el tratamiento fiscal aplicable al *carried interest* en todo el territorio nacional. Es una medida fundamental para el establecimiento de sociedades gestoras de capital riesgo en España y canalizar inversiones.

Con el proyecto de ley, la tributación del *carried interest* (tanto derechos económicos especiales como las comisiones de éxito) se ve modificada, añadiendo que, únicamente, se integrará el 50% del rendimiento (siempre y cuando se cumplan unos requisitos), manteniendo el criterio asentado por la DGT, calificándolos como rendimiento de trabajo en el IRPF.

Para aplicar este nuevo incentivo deben cumplirse cuatro requisitos:

- En primer lugar, debe tratarse de vehículos específicos regulados en la normativa española. Se incluye expresamente (i) las entidades de capital-riesgo, (ii) los fondos de capital riesgo europeos, (iii) fondos de emprendimiento social europeos, (iv) fondos de inversión a largo plazo europeos y (v) otros organismos análogos. Quedan fuera del ámbito de aplicación otras figuras como las Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (“EICC”).



Respecto a las entidades fuera de la Directiva 2011/61/UE1 a las que se les aplicaría esta norma (por entrar dentro del concepto de organismos análogos), se crea la necesidad de realizar un análisis de comparabilidad con las entidades listadas específicamente en la LeyPerfe.

- En segundo lugar, el perceptor del rendimiento debe ser administrador, gestor o empleado del vehículo, entidad gestora o entidades de su grupo (la participación puede ser tanto directa como indirecta siendo esta mención a indirecta una novedad fundamental en relación con el primer borrador del proyecto de ley). No obstante, no se matiza si la condición del perceptor del *carried interest* se debe dar en el momento de la concesión del rendimiento o en el momento del pago efectivo del mismo.
- En tercer lugar, que los inversores restantes de la entidad obtengan una rentabilidad mínima garantizada definida en el reglamento o estatuto de la misma.
- Por último, en cuarto lugar, el mantenimiento de las participaciones, acciones o derechos durante 5 años, salvo que (i) se liquiden anticipadamente, (ii) queden sin efecto como consecuencia del cambio de entidad gestora o (iii) que se produzca su transmisión mortis causa.



Surgen nuevas incógnitas: la integración del 50% del rendimiento en la base imponible, ¿es una exención o reducción?

Esta bonificación fiscal (la integración en la base imponible de solo el 50% de *carried interest*), se venía contemplando desde el primer borrador del proyecto de ley, sin embargo en el curso de su tramitación, ha ido ampliando su aplicación a un ámbito menos restrictivo que el inicialmente previsto. En un primer momento, se preveía que, para poder beneficiarse de dicha bonificación fiscal, debía ostentarse una participación directa, lo que hacía plantearse la necesidad de efectuar reorganizaciones empresariales, sin embargo esta se elimina, y se introduce de forma expresa la participación tanto de forma directa como indirecta.

A pesar de que continúa calificándose como rendimiento del trabajo, al introducir la bonificación fiscal, a efectos prácticos, la tributación efectiva se equipara a la tributación actual de la base del ahorro, en línea con la regulación del régimen foral y demás jurisdicciones europeas, todo ello con la finalidad de fomentar el desarrollo del capital-riesgo como elemento canalizador de financiación empresarial.

Cabe destacar que, el pasado 23 de noviembre el Senado introdujo mediante una enmienda, que el *carried interest* podrá calificarse como (i) rendimiento del trabajo, o (ii) rendimiento de actividades económicas, salvo que los rendimientos deriven de una inversión realizada a valor de mercado.

Ahora bien, como es habitual, con cada regulación, surgen nuevas incógnitas. La integración del 50% del rendimiento en la base imponible, ¿es una exención o reducción? ¿Es objeto de retención la totalidad del rendimiento o únicamente la parte integrante de la base imponible? Habrá de estar a la expensa de las últimas modificaciones que se pueden llegar a introducir o del posible (y muy necesario) desarrollo reglamentario de la misma.



iStock



De izq. a dcha., Amparo Moraleda, consejera de MAERSK; Manuel de la Rocha, sec. general de Asuntos Económicos y G20 en el Gabinete de la Presidencia del Gobierno de España; José Luis Curbelo, presidente de Cofides; y Jos Dijsselhof, presidente de BME y CEO de SIX. eE

Cofides lanza un nuevo fondo de 2.000 millones ligado a los Next Generation

La entidad crea FOCO, un nuevo fondo de coinversión de 2.000 millones de euros destinado a invertir en compañías con proyectos ligados al programa Next Generation UE para atraer más capital extranjero.

Rocío Casado.

La sociedad público-privada Cofides lanzará un nuevo fondo de coinversión de hasta 2.000 millones de euros. Su presidente, José Luis Curbelo, ha anunciado la creación del vehículo en su intervención en la mesa redonda "Inversiones estratégicas en España" durante el transcurso de la decimotercera edición del *Spain Investors Day* celebrado en el Hotel Mandarin Oriental Ritz de Madrid. El fondo invertirá en compañías con proyectos que

se desarrollen en nuestro país y estén ligados al programa Next Generation UE. De esta manera, España quiere posicionarse como un polo de atracción de inversión extranjera en proyectos relacionados con la transición energética y la digitalización.

El vehículo, que se denominará "FOCO", será gestionado por Cofides. Un nuevo fondo de coinversión del Gobierno de España cuyo fin es atraer inversio-

Capital Privado

elEconomista.es

nes extranjeras en empresas privadas españolas a través de acuerdos de coinversión con instituciones soberanas e inversores institucionales foráneos. En 2022 los fondos soberanos movieron 10,5 billones de dólares, es decir, 7,5 veces el PIB español. En paralelo, la entidad público-privada sigue impulsando su red de colaboración con fondos soberanos que operan en la región EMENA, (Europa, Oriente Medio y Norte de África) dirigida a la cofinanciación y movilización de recursos financieros del sector privado. Precisamente el IFSWF, una red mundial integrada por cerca de 50 fondos soberanos de todo el mundo y el principal foro internacional del mercado, ha designado a Cofides como organizador de su próxima reunión anual este año.

Se prevé que durante 2023 los fondos europeos llegarán por fin a la economía española tras dos ejercicios donde no lo han hecho del todo ni tampoco al ritmo esperado. El objetivo de la nueva iniciativa, anunciado por Cofides, es reforzar el crecimiento sostenible e integrador de la economía española, aumentar la resiliencia social y económica y promover su transformación ecológica y digital.

El propio Curbelo explicó que el fin del nuevo fondo será "alinearse el interés de los grandes inversores extranjeros con el de la economía española. Queremos que el nuevo instrumento sirva de palanca para atraer inversión y contribuir así al futuro de nuestra economía", matiza.

Palanca de inversión

El presidente de Cofides anunció la iniciativa durante su participación en una mesa redonda dentro del marco del foro *Spain Investors Day* junto a Manuel de la Rocha, secretario general de Asuntos Económicos y G20 en el Gabinete de la Presidencia del Gobierno; Amparo Moraleda, consejera de la naviera MAERSK; y Jos Dijsselhof, presidente de BME y CEO de SIX, en el transcurso del *Spain Investors Day*. Por segundo año consecutivo, la entidad público-privada ha participado en el foro profesional junto a inversores internacionales para conocer la situación actual de las principales empresas españolas y el interés del inversor internacional por el mercado español. El gigante marítimo Maersk invertirá 10.000 millones en España para crear un *hub* mundial de metanol verde. Amparo Moraleda, consejera de la compañía, ha reconocido que la naviera eligió a nuestro país porque encontró un "fuerte soporte desde muy temprano" y sus responsables tuvieron "muy buena relación con el Gobierno español desde el primer momento para un proyecto tan ambicioso como éste".

La secretaria de Estado de Comercio, Xiana Méndez, se refirió también al nuevo fondo de Cofides en la clausura del *Spain Investors Day*, al afirmar que "la entidad público-privada se apoyará en la coinversión con fondos soberanos extranjeros e inverso-



José Luis Curbelo, presidente de Cofides. iStock

res institucionales para apoyar los proyectos de las empresas españolas". Cofides apoya la internacionalización de empresas nacionales y colabora con la AECID y la Unión Europea en proyectos de financiación del desarrollo. La sociedad mercantil estatal gestiona fondos del Estado, recursos propios y de terceras instituciones con distintas orientaciones: internacionalización de la economía española,

El vehículo, llamado FOCO, será gestionado por Cofides con el fin de atraer inversión extranjera

promoción del desarrollo económico y refuerzo de la solvencia de las empresas afectadas por el Covid-19. En su accionariado, además del propio Estado, que ostenta una posición mayoritaria, participan también algunas de las principales entidades financieras españolas como Banco Santander, BBVA, Banco Sabadell y CAF-Banco de Desarrollo de América Latina.



Marcos Hernández Rico
Asociado Senior de Herbert Smith Freehills

El poder del capital riesgo

Como si del Plan Marshall se tratase, el capital riesgo llegó a Europa a mediados del siglo XX como enfermería de la economía europea, que en aquel entonces apenas daba síntomas de recuperación, con la ambición de apoyar a empresarios y, ya de paso, obtener rentabilidades para los inversores que decidieron confiar sus ahorros en los fondos de capital riesgo.

Hoy el capital riesgo se ha consolidado como líder indiscutible en el panorama del M&A y, valga la redundancia, ha desbancado a la banca como principal conductor del dinero de los ahorradores al tejido empresarial. En la actualidad, las inversiones mundiales en empresas por parte de fondos de capital riesgo superan ya los siete billones de euros. El término capital riesgo sigue despertando admiración, envidia y, en ciertos sectores, temor empresarial por las dimensiones y poder que va adquiriendo en la economía global.

Pero, ¿cuáles han sido las claves del éxito?

Dos factores responden a la ingente y creciente liquidez que gestionan las firmas de capital riesgo para la compra de empresas: la envidiada reputación cosechada en el último siglo por las gestoras de fondos en la ejecución de su estrategia de inversión que les ha permitido generar asombrosos incrementos en la valoración de los negocios en los que invierten y la atractiva combinación rentabilidad-riesgo ofrecida a los inversores en un entorno de exceso de liquidez que han forzado a los inversores a salir a buscar otras alternativas de inversión distintas a la renta variable (acciones de sociedades cotizadas) o renta fija (bonos emitidos por compañías o países).

La estrategia de inversión de las gestoras de fondos podría simplificarse en comprar negocios cuya gestión tiene margen de mejora o simplemente están infravalorados porque su potencial no es apreciado por el mercado; apoyarlos durante un periodo interino de fuerte crecimiento; y después venderlos por un precio superior al coste de adquisición.

Algunos elementos claves del éxito de esta estrategia son: sofisticadas habilidades de inversión y de gestión de negocios por parte de los profesionales que for-



man los equipos de las gestoras; suculentos incentivos para sus equipos de inversión y de las sociedades participadas; apalancamiento y estructuración de las inversiones; e inversión en sectores no regulados con capacidad de crecimiento orgánico o inorgánico a través de sinergias resultantes de la adquisición de negocios complementarios.

¿Amenaza para las entidades financieras e inversores industriales?

Este éxito ha tenido como consecuencia que la toma de participación en compañías por parte de los fondos de capital riesgo sea una alternativa real para los empresarios distinta a las vías convencionales sobre las que giraba el mercado financiero (e.g., financiación bancaria, emisión de deuda o salidas a bolsa).

La parte positiva para las entidades financieras es que, para las gestoras de capital riesgo, cuanto mayor sea el apalancamiento utilizado en sus operaciones de M&A, más operaciones podrán ejecutar con sus fondos propios, menor será el riesgo económico asumido y mayor será también la rentabilidad ofrecida a sus inversores. Esto se ha traducido en que, en el entorno de la financiación "barata", las entidades financieras vieron un crecimiento de su negocio en relación con las adquisiciones apalancadas (LBO por sus siglas en inglés) respecto al mercado tradicional de préstamos corporativos.



El capital riesgo ha mejorado su posición en las subastas frente a industriales competidores

En el panorama de las subastas de M&A hemos visto en la última década cómo el capital riesgo ha ido mejorando su posicionamiento frente a inversores industriales competidores. El sentido común nos diría que el valor de las sinergias que aflorarían al confluir dos negocios competidores daría al inversor industrial la posibilidad de mejorar su oferta de compra y, por tanto, una clara ventaja competitiva frente al capital riesgo. Pero la realidad es que la combinación del menor coste de capital (frente al coste del inversor industrial que, en ocasiones, puede ser superior al tener que acceder a financiación externa) y la cada vez más elevada profesionalización de los equipos de las gestoras en sectores específicos (gestoras temáticas en el argot financiero), ha permitido a los fondos llevarse el gato al agua en varias operaciones relevantes que, en primera instancia, uno habría pensado que eran negocios para integrarse dentro de un competidor. Algunos ejemplos a destacar serían la compra de ITP Aero por Bain Capital, la compra de MásMóvil y Euskaltel por un consorcio formado por KKR, Cinven y Providence y la de Urbaser por parte de Platinum Equity.

¿Cómo impacta el capital riesgo en la economía global?

Los criterios de sostenibilidad de carácter ambiental, social y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) están muy presentes en los fondos desde hace años. No solo consecuencia de un empuje por los fondos, sino sobre todo por los requisitos impuestos por ciertos inversores institucionales que demandan que las inversiones no solo tengan una rentabilidad financiera, sino también un impacto medible en el bienestar social.

Algunos detractores señalan a los fondos de capital riesgo como grandes especuladores que adquieren negocios prósperos para después apalancarlos y venderlos sin solución de continuidad recibiendo los inversores y gestores unas ventajas fiscales que no tienen otros operadores.

Lo que parece innegable es que la estrategia creada por el capital riesgo ha facilitado a los gestores de negocios medios únicos para profesionalizar, expandir y, en definitiva, mejorar sus negocios en beneficio de la sociedad y de economía global. Y es que el poder bien entendido no es más que otra forma de reconocer el valor generado.

El ICO invertirá 4.500 millones para apoyar al capital riesgo en cinco años

Axis, la gestora de capital riesgo participada al 100% por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), cuenta con 4.500 millones para apoyar al capital riesgo en España hasta 2027. La cifra corresponde al remanente aún por invertir de los 7.150 millones comprometidos por la entidad pública en cuatros fondos activos

Rocío Casado. Fotos: Alberto Martín Escudero



José Carlos García de Quevedo, presidente del ICO

Axis, la gestora de capital riesgo participada al 100% por el Instituto de Crédito Oficial (ICO), tiene disponibles 4.500 millones de euros para apoyar al capital riesgo en España durante los próximos cinco años. La cifra corresponde al remanente aún por invertir de los 7.150 millones de euros comprometidos por la entidad pública a través de sus cuatros fondos activos -Fond-ICO Global, Fond-ICO Next Tech, Fond-ICO Pyme y Fond-ICO Sostenibilidad e Infraestructuras- mediante la colaboración público-privada en todos los diferentes ámbitos de actividad del sector.

Los compromisos permitirán una movilización conjunta de recursos públicos y privados de 15.000 millones de euros hasta 2027 en función de la capacidad de absorción y de la materialización de proyectos por parte del sector privado. "Desde el ICO, a través de Axis, trabajamos para desarrollar instrumentos de capital riesgo que permitan apoyar a las empresas en todas sus fases de desarrollo, desde las más tempranas -*startups*- hasta *scale ups* y expansión. Es importante impulsar vías de financiación complementarias a la bancaria que den respuesta a las necesidades actuales de todo tipo de empresas en un entorno cada vez más digitalizado y basado en un crecimiento sostenible", explica José Carlos García de Quevedo, presidente del ICO a *elEconomista Capital Privado*.

El modelo de trabajo del ICO en este ámbito se basa en la colaboración público-privada con los inversores privados "a través del *private equity* y del *venture capital*, para apoyar proyectos y sectores en todas las fases y estadios: *business angels*, *startups*, incubación y transferencia de tecnología, capital riesgo, *scale ups*, deuda y expansión", matiza.

Entorno convulso

Los 4.500 millones de euros respaldarán al capital riesgo en un momento especialmente complejo para la actividad de captación de capital de la industria en España. Los efectos de la inflación y el repunte de los tipos de interés están retrasando las asignaciones de los inversores institucionales y los megafondos internacionales han absorbido, en parte, el potencial de asignación de los grandes partícipes



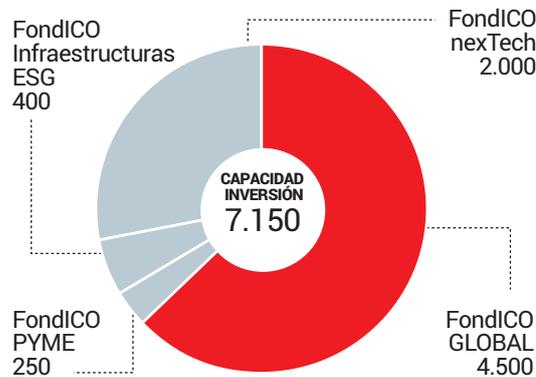
El modelo de trabajo del ICO se basa en la colaboración público-privada.

globales. Un impacto que ya se deja sentir en las cifras de recaudación de la industria a nivel europeo. El conocido como *efecto denominador* de las caídas en la Bolsa (renta variable) obliga a los inversores institucionales a destinar menos recursos al capital privado. La suma de todos estos factores explica la caída del 23% en recursos disponibles para invertir del capital riesgo en Europa desde el pico de 350.000 millones de dólares alcanzado en 2020 a 271.000 millones en junio de 2022, según PitchBook.

Entre los cuatro vehículos activos de Axis, filial del ICO, destaca el Fond-ICO Global, el primer "fondo de fondos" público de capital riesgo, dotado con 4.500 millones de euros para desarrollar y consolidar el ecosistema de capital privado e inscrito en la CNMV desde mayo de 2013. Desde entonces, ha realizado 15 convocatorias públicas con las que ha apoyado a 130 vehículos para invertir 3.426 millones de euros en empresas españolas.

Otro instrumento nuevo e innovador, el Fondo Next Tech, promete movilizar, tal y como recoge el Proyecto de Adenda al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), -presentado por el gobierno el pasado 20 de diciembre-, 4.000 millones de euros (hasta 2.000 millones del sector público) para desarrollar proyectos digitales innovadores de alto impacto en empresas en crecimiento (*scale ups*). El vehículo es una iniciativa conjunta del ICO y Axis con la Secretaría de Estado de Digitalización e Inteligencia Artificial. En cuanto a Fond-ICO Sostenibili-

Movilizará hasta 15.200 millones de € en 5 años
Datos en millones de €



Fuente: ICO.

elEconomista

dad e Infraestructuras, dotado con 400 millones de euros, el ICO se encuentra actualmente en proceso de acreditación para inscribir el vehículo en la CNMV bajo el artículo 8 tras adquirir el compromiso de que, al menos, el 50% de inversiones tengan objetivos ambientales o sociales.

El Fondo primigenio de Axis, dotado con 250 millones, es Fond-ICO Pyme, enfocado en fomentar el tejido empresarial y la creación de empleo a través de la participación en pymes españolas con instrumentos de capital y cuasi capital. El ICO trabaja en una nueva iniciativa de apoyo y respaldo al emprendimiento focalizada en *startups*, en línea con las últimas reformas legislativas como la Ley de Startups.



Jaime Raga
Senior CRM de UBS AM Iberia

Cautela y oportunidades en los mercados de crédito privado

Tras un prolongado periodo marcado por las políticas monetarias expansivas y un exceso de capital en el sector, han surgido nuevas oportunidades en los mercados de crédito privado. Esto provocó que los prestamistas directos volcaran en operaciones de mayor riesgo y sobreapalancadas con préstamos *covenant-lite* (en los que se exigen pocos requisitos) que se suscribieron con importantes aumentos del *ebitda* o con hipótesis de crecimiento optimistas. Con este escenario y ante la perspectiva de una posible recesión ni las empresas ni los financiadores se encuentran en la mejor posición.

Pero a medida que los proveedores de capital han comenzado a retirarse del mercado y la ampliación de los diferenciales públicos se ha filtrado a los mercados privados, los gestores bien posicionados están encontrando oportunidades para actuar como proveedores de capital y ofrecer financiaciones a medida a las empresas que ofrecen mayores rendimientos totales. Además de ofrecer un mejor perfil económico y unos paquetes de requisitos (*covenants*) más sólidos, estas operaciones suelen tener un perfil de riesgo más favorable. Seguimos centrados en la identificación de gestores y estrategias líderes en este espacio que puedan aprovechar estas oportunidades de inversión y generar atractivos rendimientos ajustados al riesgo.

De cara al segundo semestre de 2022, desde UBS AM nos hemos centrado en dos temas principales: mantener la base de nuestras asignaciones de capital en estrategias de corta duración con garantías de alta calidad y asignar nuevo capital al conjunto de oportunidades en desarrollo en el crédito corporativo europeo. En lo que respecta a las estrategias de corta duración, desde principios de 2022 mantuvimos el *core* de nuestras asignaciones de capital en estas estrategias. En particular, nos enfocamos en una serie de temas específicos, como la financiación de la construcción de viviendas, los préstamos inmobiliarios comerciales de transición y los préstamos a pequeñas empresas. La cartera sigue centrándose en estrategias de corta duración, no correlacionadas y en las que entre las garantías subyacentes incluyan ingresos atractivos y fundamentales estables. La cartera se compone en gran medida de inversiones garantizadas senior amortizables y flotantes.



Capital Privado

elEconomista.es

Asimismo, la gran mayoría de estos préstamos están garantizados por activos reales. En última instancia, esperamos que los prestatarios dentro de estas temáticas presenten menores tasas de impago y mayores tasas de recuperación en relación con el mercado de préstamos directos en general. Además, el perfil de corta duración y amortización de estas inversiones debería ser beneficioso en un escenario de recesión

En Europa, la caída que sufrió el mercado a mediados de año creó nuevas oportunidades dentro del crédito corporativo tanto público como privado. Dentro de la deuda pública, los diferenciales de crédito siguen estando en niveles históricamente amplios ya que los proveedores de capital se han retirado de este espacio y los inversores han empezado a descontar una recesión inminente. Las empresas europeas se enfrentan ahora a varios obstáculos, como los elevados costes de los suministros y la mano de obra, el aumento de los precios energéticos y los continuos problemas de la cadena de suministro. Con el empeoramiento de la liquidez del mercado, el estancamiento de la actividad de los mercados de capitales y el aumento de los tipos de interés, las compañías tienen dificultades para conseguir financiación.



■
Los gestores bien posicionados tendrán oportunidades para ofrecer financiación a medida de las empresas
 ■

El mercado de *high yield* también está observando los primeros inconvenientes, con un aumento de los impagos y una cantidad cada vez mayor de créditos que cotizan por debajo de 80 céntimos. Estas condiciones han creado nuevas oportunidades para las gestoras. Unas oportunidades que van desde las operaciones primarias originadas directamente, pasando por las operaciones que cuelgan en los balances de los bancos, hasta las operaciones secundarias oportunistas y las operaciones provocadas por el alivio regulatorio sobre las necesidades de capital, ya que los bancos pretenden reducir el riesgo de sus balances.

Un aumento sostenido de la volatilidad del mercado debería dar lugar a un entorno en el que será importante que la selección de crédito se base en los fundamentales lo que, en última instancia, impulsará el alfa. Como resultado, esperamos que este sea un entorno favorable para una estrategia de préstamos directos en Europa. Los gestores con capital disponible tendrán la oportunidad de originar nuevas operaciones con mayores rendimientos y un perfil de riesgo más favorable.



iStock

Arcano capta 450 millones y supera en un 50% su fondo de secundarios de 'private equity'

La firma española sigue reforzándose en el mercado secundario que, pese a mover 100.000 millones anuales, aún representa menos del 2% del total de activos bajo gestión en 'private equity'.

Rocío Casado.

Arcano Asset Management ha cerrado su nuevo fondo de secundarios, Arcano Secondary Fund XIV (ASF XIV), con 450 millones de euros captados entre inversores de España, Italia, norte de Europa y Latinoamérica, tanto institucionales como de banca privada. En declaraciones a *elEconomista Capital Privado*, Ricardo Miró-Quesada, socio responsable de Private Equity de la firma española, confirma que la firma española ha superado en un 50% su objetivo de 300 millones pese a que el proceso de captación de capital se ha llevado a cabo en un contexto difícil, durante 2021-2022. Junto a los inversores que acompañan a Arcano desde hace años se incorporan otros nuevos, tanto locales como internacionales.

Entre los factores que han permitido superar el objetivo de captación inicial del vehículo, Miró-Quesada destaca "el histórico de rentabilidades atractivas tanto en términos absolutos como relativos versus la competencia, confirmado a mediados del 2022 cuando fuimos seleccionados entre los top 10 gestores de secundarios a nivel global por el ranking de HEC Paris-Dow Jones", añade.

El volumen transaccionado en el mercado secundario a nivel global durante el 2022 sumó 100.000 millones de dólares, el segundo mejor año de la historia, tras la cifra récord de 130.000 millones en 2021. EEUU supone el 60% del volumen transaccionado con Europa en segundo lugar concentrando un 25-30%. Arcano lleva más de 14 años invirtiendo en secundarios de *private equity*. En los últimos años, el interés por los secundarios ha aumentado considerablemente, tanto por inversores institucionales como clientes de banca privada. "Es una de las estrategias más atractivas en *private equity* a nivel de binomio rentabilidad-riesgo y sigue unas dinámicas bastante interesantes que complementan bien otras estrategias ya que permite mitigar la curva-J así como recuperar el dinero relativamente rápido. Dicho esto, el mercado secundario, donde se cierran más de 100.000 millones en volumen de transacciones al año, sigue representando menos del 2% del total de activos bajo gestión en *private equity* así que tiene por delante un gran potencial de crecimiento", explica.



Ricardo Miró-Quesada, socio responsable de Private Equity de Arcano. iStock

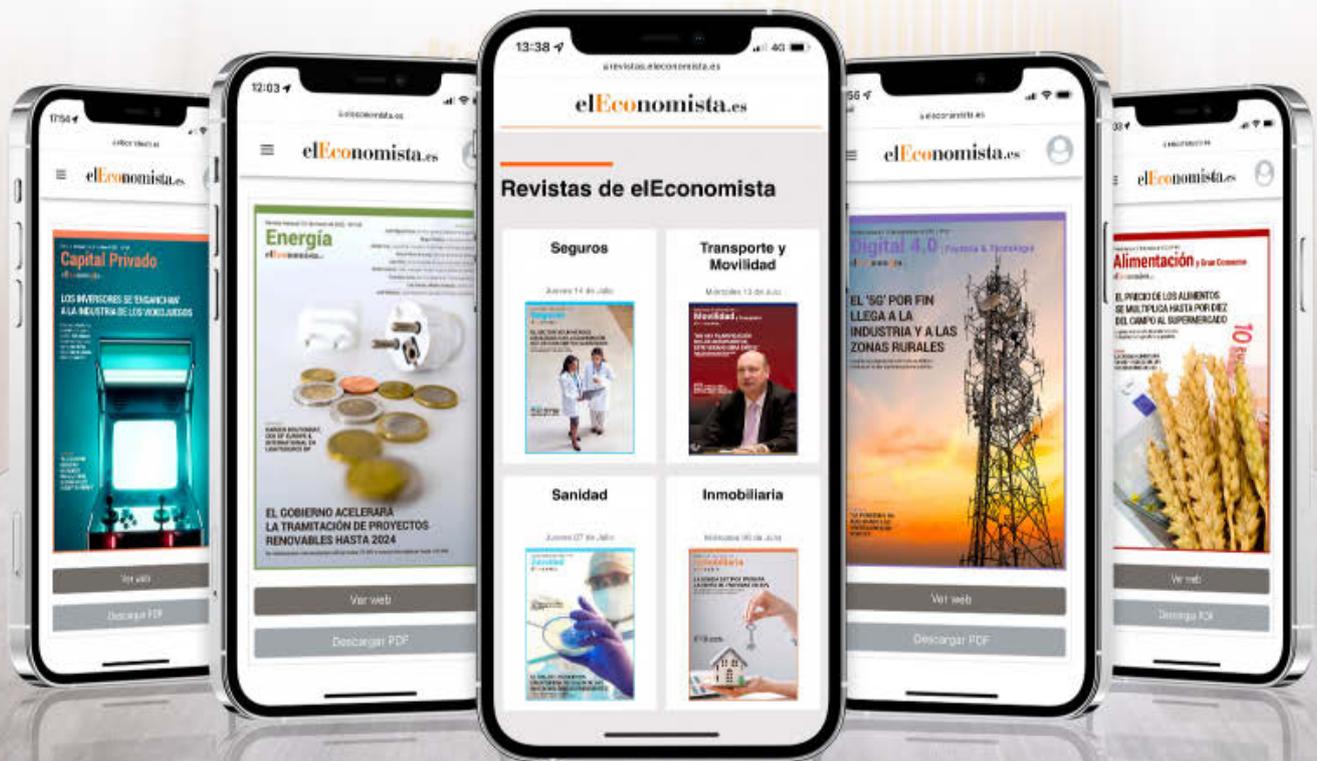
La estrategia de inversión de Arcano se centra en el análisis fundamental de empresas que crecen a la vez que generan un flujo de caja recurrente. "Llevamos muchos años invirtiendo por partes iguales entre Europa y EEUU con un sesgo hacia *mid-market buyouts*. En cuanto a tipos de transacciones, empe-

El mercado secundario vivió en 2022 el segundo mejor año de su historia con 100.000 millones

zamos comprando participaciones (*LP stakes*) en el mercado secundario en 2009 y, en línea con el mercado, hemos ido aumentando el peso de los GP-leds que desde el programa anterior de secundarios pesa aproximadamente 50% de nuestros fondos", añade el socio responsable de *private equity*.

Nuestras revistas sectoriales en todos los formatos digitales

Agro • Agua y Medio Ambiente • Alimentación y Gran Consumo
Buen Gobierno, Luris&lex y RSC • Capital Privado • Catalunya • Comunitat Valenciana
Digital 4.0, Factoría & Tecnología • Energía • Franquicias, Pymes y emprendedores
Inmobiliaria • País Vasco • Sanidad • Seguros • Movilidad y Transporte



Accede y descarga desde tu dispositivo todas las revistas en: revistas.eleconomista.es/
Síguenos en nuestras redes sociales: @eleconomistaes    



eE

Decimotercera edición del Spain Investors Day

Empresas cotizadas, inversores internacionales y autoridades se han dado cita en una nueva edición del 'Spain Investor Day' en el hotel Ritz de Madrid con el fin de consolidar a España como polo de atracción inversor. El foro ha contado también con la presencia de 47 grandes compañías cotizadas.