

Revista mensual | 31 de mayo de 2022 | Nº35

# Capital Privado

elEconomista.es

## DEA CAPITAL COMPRA PIZZERIAS CARLOS PARA DUPLICAR SU RED EN IBERIA

La gestora italiana crece en 'real estate' en España y alcanza los 5.500 millones de euros bajo gestión



ENTREVISTA

**"ESPAÑA ES UN MERCADO  
ESTRATÉGICO PARA LA  
EXPANSIÓN DE MUTARES"**

# Capital Privado

elEconomista.es



Especial | P4

## Las empresas españolas afrontan subidas de tipos con más capital privado

Cada vez más compañías ven en el *private equity* y la deuda privada alternativas para reducir su endeudamiento y diversificar el abanico de opciones de financiación.



Reportaje | P30

## Seaya lanza Andrómeda junto a Nortal Capital e Iberdrola

Es el primer gran fondo tecnológico de España con 300 millones para invertir en *scale ups* europeas de transición energética.



Entrevista | P14

## “Con Guascor apostamos por la transición energética”

Analizamos con el *private equity* alemán Mutares su segunda inversión en España: la compra de Siemens Energy Engines (antigua Guascor).



Fundraising | P18

## Portobello Capital cierra su fondo de minorías de 250 millones

Víctor Virós analiza para *elEconomista Capital Privado* el proceso de captación de su fondo de minorías estructuradas con dos compañías en cartera: AGQ Labs y Condis.

Dinero público | P34

## El Fonrec alcanza las 40 aprobaciones y supera los 365 millones

El fondo de recapitalización de Cofides suma seis nuevas empresas y alcanza los 328,6 millones en aprobaciones.

En el foco | P24

## Brain VC, el primer fondo español especializado en Inteligencia Artificial

Charlamos con los tres socios fundadores de Hubble Capital, la gestora que ha lanzado el primer fondo español especializado en *startups* con IA y 'machine learning'.

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: Rocío Casado

Diseño: Pedro Vicente y Elena Herrera Fotografía: Pepo García Infografía: Clemente Ortega Tratamiento de imagen: Dani Arroyo Redacción: Judith Arrillaga Pérez



## El capital privado mira hacia un futuro más sostenible y digital

Qué palancas permitirán impulsar definitivamente el conocimiento del capital privado, su transparencia y su impacto social y económico? Es una pregunta que se formulan numerosas firmas y profesionales de la industria nacional. Los cambios se aceleran y el sector consolida su papel cada vez más central en la economía española y en el camino hacia la sostenibilidad. Estos nuevos tiempos y propósitos han llegado también a la patronal española culminando un proceso de *rebranding* con el objetivo de poner en valor el rol dinamizador del capital privado y su marcado objetivo de “*liderar, influir y servir*”. La Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (Ascri) es ahora SpainCap. Un cambio que responde a la necesidad de actualizar la marca, pero también de reflejar la importancia de la sostenibilidad y del impacto como piedras angulares de una industria que evoluciona hacia una tipología más variada de socios y de estrategias de inversión.

■  
**La transformación  
 de la economía requiere  
 del capital privado y  
 de su apuesta por  
 un futuro más sostenible**

Como telón de fondo, el contexto actual de incertidumbre y volatilidad en los mercados. A la vuelta del verano, los tipos en la Eurozona volverán a tener signo positivo tras muchos años. La ralentización del crecimiento, la escalada de la inflación y el giro en las políticas monetarias pueden dificultar la actividad de las gestoras y fondos. Aunque los elevados niveles de liquidez permiten ser optimistas, el contexto será exigente para todos. En principio, y dada la situación de fortaleza de los bancos, el acceso a financiación no será un problema pero su coste se elevará y los fondos de deuda privada serán esenciales en los procesos de crecimiento y refinanciación de las empresas, ofreciendo modelos complementarios a la deuda bancaria.

■  
 El sector mira también hacia el proyecto de Ley Crea y Crece, que transformará la industria de *venture capital* y *private equity* en España como la oportunidad de dar entrada a los pequeños inversores al capital privado a partir de 10.000 euros frente a los 100.000 euros actuales tras la rebaja del umbral mínimo de acceso. La previsión es que en unos meses puedan estar ya disponibles los primeros fondos para minoristas: “este otoño, como pronto”. Sin duda, supondrá un desafío mayúsculo que hará necesario un proceso de adaptación y aprendizaje -tanto del sector como de los propios inversores- pero también un paso decisivo para la industria nacional. Así lo reconoce Oriol Pinya, presidente de la patronal y CEO de Abac Capital, sin dejar de matizar la importancia de realizar test de idoneidad y de evaluar cuidadosamente los perfiles de riesgo de los potenciales inversores. “No queremos que inversores particulares que no entiendan el producto inviertan en él”, asevera en un llamamiento a la prudencia.

# Las empresas afrontan subidas de tipos con más deuda privada

Compañías con 'ebitdas' sanos y muy endeudadas empiezan a buscar alternativas como la entrada del 'private equity' o la deuda privada en procesos que exigen reconocer deuda insostenible.

Rocío Casado



# Capital Privado

elEconomista.es

**G**ran parte del tejido empresarial español, las pymes de hasta 3 millones de *ebitda*, siguen acostumbradas a productos financieros bancarios y en serie, pero la financiación alternativa y los fondos de *direct lending* empiezan a ser una opción para ellas. En un escenario de creciente preocupación por la inminente subida de tipos y la escalada inflacionaria, cada vez más pymes se abren a otras fuentes alternativas de financiación y amplían sus coberturas de riesgos, dando entrada a la deuda privada con más préstamos amortizables a vencimiento. Esta necesaria complementariedad de la deuda tradicional -que no debe asociarse con un menor papel de la financiación bancaria, sino como un complemento- ya no se observa sólo en el entorno de las operaciones corporativas sino también en las empresas pequeñas y medianas, el llamado *middle market*. "La parte más débil del tejido productivo español", como confirman a *elEconomista Capital Privado*, Francisco J. García Oliva, socio responsable de Debt Advisory y Reestructuraciones de PwC, y Enrique Bujidos, socio del mismo área.

Las empresas españolas, especialmente aquellas que afrontan una adquisición o una inversión productiva relevante que incrementará su nivel de endeudamiento, están tratando de cargar los flujos de repago de la deuda lo máximo posible hacia el horizonte final de la financiación con instrumentos formato *bullet*, en los que se repaga el 100% de la deuda a vencimiento. Es decir, durante la vida de los préstamos (seis-siete años generalmente) no se pagan más que los intereses y no se producen amortizaciones de capital. Pese a ser más baratos, los bancos suelen pedir un tramo con amortización. Con esta financiación más extendida, las empresas españolas tratan de aliviar la presión sobre la generación de caja, fortaleciendo sus balances y reduciendo las necesidades de servicio de la deuda.

## La deuda bancaria no es la única solución

En un entorno de subidas de tipos, mayor inflación y costes productivos y, por tanto, mayor incertidumbre respecto a una generación de caja estable, la deuda bancaria no siempre es la única solución para las compañías. Aunque los bancos ofrecen productos para esta coyuntura, como las coberturas de riesgos, el contexto actual acentúa la necesidad de abrirse a nuevas soluciones que, pese a ser más caras, son más flexibles y rápidas, con flujos de repago y horizontes más largos como los que ofrecen los fondos de deuda. Su desarrollo será clave para dotar a las compañías de un abanico más amplio de alternativas con las que aliviar la presión sobre la creciente generación de caja.

En este sentido, Gonzalo Montes, socio responsable de KPMG Funding & Turnaround Advisory, confirma a *elEconomista Capital Privado* que "muchas compañías están viendo que necesitarán capital privado para reducir su endeudamiento y tener una adecua-



**Luis Felipe Castellanos**  
Socio director de Alantra Private Debt

“ En proyectos fotovoltaicos que se financiaron en un 75-80%, la subida de tipos de interés puede tener mucho impacto”



**Adriana Oller**  
Socia Fundadora de Resilience Partners

“ Los CEOs y CFOs están muy centrados en dotarse de estructuras de financiación sostenibles a largo plazo”



**Enrique Bujidos**  
Socio de Debt Advisory y Reestructuraciones de PwC

“ Las empresas pequeñas y medianas, el llamado 'middle market', es la parte más débil del tejido productivo español”



**Francisco J. García Oliva**  
Socio responsable de Debt Advisory y Reestructuraciones de PwC

“ La deuda ICO dificulta y alarga en plazos las refinanciaciones: unos 40 mil millones incluyen compañías con dificultades”

# Capital Privado

elEconomista.es

da estructura para afrontar el futuro con garantías". Desde el punto de vista de los proveedores de deuda, recuerda que "numerosos fondos, inversores privados y bonistas están financiando a las empresas con esta estructura *bullet*, que les permite no utilizar la caja generada para repagar la deuda sino para fortalecer ingresos y *ebitda* a través de las inversiones". Por otro lado, los productos híbridos de capital o deuda se usan también en ciertas circunstancias e hitos. "Actualmente hay fondos de *private equity* mucho más abiertos a tomar posiciones minoritarias en el capital de las compañías", añade Montes.

Daniel Herrero y Miguel Gonzalez Moyano, Socios de Oquendo Capital, firma pionera en deuda privada y *mezzanine* en España, están observando que cuando las compañías disponen de estructuras de financiación con cierta sofisticación, -y particularmente, si las tienen con entidades bancarias-, empiezan a realizar más proactivamente coberturas de tipos de interés. "Es una tendencia clara. Sin embargo, dichas coberturas no dejan de ser productos financieros de cierta complejidad para los que las empresas más grandes y profesionalizadas suelen estar más predispuestas", explican.

En este sentido, Pedro Manen de Solà-Morales, responsable para Iberia de Marlborough Partners y asesor especializado en la estructuración y levantamiento de deuda, identifica varias coberturas de riesgos: tipos de interés, energía (incluyendo el autoconsumo) e inflación (de materias primas y de producto final). "Tanto en España como en Reino Unido y en el resto de Europa los clientes están haciendo sus análisis para esa potencial cobertura. La buena noticia es que los tres riesgos pueden ser cubiertos mediante una cobertura fija de tipos de interés (que ofrecen los bancos), acuerdos de compra de energía a largo plazo o autoconsumo (brókeres y energéticas junto a bancos), o inflación (bancos de nuevo)".

## Infraestructuras y energía, los más sensibles

En opinión de Luis Felipe Castellanos, socio director de Alantra Private Debt, la banca española tiene "memoria histórica" de la crisis que afectó a España entre el 2008 y el 2014, por lo que entiende el peligro de sobreapalancar las compañías. "Las empresas más sensibles están en sectores con más apalancamiento como infraestructuras y energía. Hay proyectos fotovoltaicos que se financiaron hasta en un 80% donde próximas subidas de tipos pueden tener mucho impacto", añade.

Desde PwC, Francisco J. García Oliva y Enrique Bujidos confirman que compañías con *ebitda* recurrentes y sanos y las muy endeudadas están recurriendo cada vez más a la entrada de *private equity* o deuda privada. "De los volúmenes extraordinarios de deuda con garantía ICO, estimamos que en torno a 40.000 millones de euros son deuda acogida a aplazamientos máximos e incluye a compañías con más difícil



Daniel Herrero  
Socio fundador de Oquendo Capital

“ El ‘middle market’ español ha vivido etapas con costes de financiación más elevados y estructuras más apalancadas”



Miguel González Moyano  
Socio de Oquendo Capital

“ La financiación alternativa no deja de ser el mercado de capitales de las pymes, como son los bonos para las grandes”



Gonzalo Montes  
Socio responsable de KPMG Funding & Turnaround Advisory

“ Muchas empresas españolas están viendo que necesitarán recurrir al capital privado para reducir su endeudamiento”



Pedro Manen de Solà-Morales  
Responsable para Iberia de Marlborough Partners

“ Tanto en España como en Reino Unido y Europa los clientes están haciendo sus análisis de potencial cobertura de tipos”

## Emisiones de bonos corporativos en España

FECHAS DE EMISIONES TOTALES	RENTABILIDAD (\$MIL)	Nº DE EMISIONES	RENTABILIDAD (\$MIL)	Nº DE EMISIONES	RENTABILIDAD (\$MIL)	NÚMERO EMISIONES
1/1/2010 - 5/5/2010	1.890,2	3	55.837,4	64	57.727,7	67
1/1/2011 - 5/5/2011	3.741,1	6	60.166,1	58	63.907,3	64
1/1/2012 - 5/5/2012	1.661,8	3	30.182,0	42	31.843,8	45
1/1/2013 - 5/5/2013	3.400,9	8	38.924,0	44	42.324,9	52
1/1/2014 - 5/5/2014	4.440,2	8	29.584,4	41	34.024,7	49
1/1/2015 - 5/5/2015	1.265,0	3	19.806,7	33	21.071,6	36
1/1/2016 - 5/5/2016	1.144,3	3	27.031,7	43	28.176,0	46
1/1/2017 - 5/5/2017	3.443,2	7	32.627,4	51	36.070,5	58
1/1/2018 - 5/5/2018	796,5	2	30.562,3	40	31.358,7	42
1/1/2019 - 5/5/2019	450,0	2	18.992,5	39	19.442,5	41
1/1/2020 - 5/5/2020	1.127,0	2	26.564,6	30	27.691,6	32
1/1/2021 - 5/5/2021	3.690,3	5	20.457,9	35	24.148,2	40
1/1/2022 - 5/5/2022	-	-	20.933,7	29	20.933,7	29

Fuente: Refinitiv, an LSEG business.

elEconomista

tades para cumplir con sus obligaciones. Aunque el volumen del problema es menor al que vivimos en 2007, estos procesos están exigiendo el reconocimiento de deuda insostenible. La existencia de deuda ICO está dificultando y alargando en plazos la gestión y refinanciación”, advierten. La combinación del encarecimiento de la financiación y la subida de precios condicionarán, en su opinión, la capacidad de repago de empresas que no sean capaces de trasladar a sus clientes vía precio sus incrementos de costes, sobre todo en sectores como ingeniería y construcción y en los contratos con el sector público.

Adriana Oller, Socia fundadora de Resilience Partners, una de las gestoras pioneras en deuda privada en España, considera que “las compañías muy endeudadas y en sectores cíclicos y con costes impactados por la crisis de suministros tendrán una situación más complicada. En cuanto a la inflación, asegura que “las compañías con valor añadido han podido trasladar la subida de costes a sus clientes, quizá con un *gap* temporal. También hemos visto a empresas gestionando más activamente su cadena de valor e incrementando *stocks*”, añade.

En definitiva, los expertos insisten en que la penetración del *direct lending* marca diferencias sustanciales frente a la anterior crisis financiera. A nivel macro, prevén que la curva conduzca a tipos de interés del 2% a largo plazo, un nivel moderado, por tanto, frente a 2007. “Los tipos de interés del Banco Central Europeo están al 0% en la actualidad, mientras que en 2008 estaban al 4,25%, lo que implicaba una carga financiera para las empresas mucho más elevada”, explica Pedro Manen desde Marlborough.

En su opinión, en el mercado de las operaciones apalancadas en Europa se ha producido una disminución de la financiación bancaria: en 2007 constituía un tercio de la liquidez y ahora apenas llega a una octava parte, derivada de políticas de riesgo prudentes y de una regulación bancaria más estricta. Ese hueco lo han ocupado los prestamistas institucionales: CLOs, fondos especializados de deuda, aseguradoras y fondos de pensiones, entre otros. Inversores especializados en tomar un riesgo más elevado que los bancos, invirtiendo a largo plazo en líneas de financiación con repago a vencimiento, por lo que la carga de servicio de la deuda de las

4,25%

Los tipos del BCE están al 0% en la actualidad, mientras que en 2008 estaban al 4,25%

empresas, que aún el pago de intereses más principal, es mucho menor que en el caso de financiación bancaria. Finalmente, otra diferencia sustancial en lo que respecta a la capitalización de las compañías, es decir, al valor de su capital social (*equity*), estriba en que el primer nivel que absorbe las pérdidas -cerca del 50%- es aceptable. “El valor de *equity* negativo, es decir, donde el valor de mercado de una compañía es inferior al valor de su deuda en balance, fue uno de los grandes problemas de la crisis anterior en España por la abundancia de casos, pero parece que el número será en esta ocasión más reducido”, añade Manen.

# DeA Capital 'engorda' su cartera en España con Pizzerías Carlos

El brazo de 'private equity' del grupo italiano De Agostini adquiere una participación significativa de la cadena para apoyar su crecimiento en Iberia junto a los fundadores.

Rocío Casado

**A**brío oficina en Madrid a finales de 2019 en una decidida apuesta por el mercado español. La gestora DeA Capital Alternative Funds, el brazo de *private equity* perteneciente al grupo italiano De Agostini, vino a desarrollar y gestionar Taste of Italy 2, su nuevo fondo de 330 millones enfocado a compañías medianas españolas e italianas activas en toda la cadena de valor del sector de alimentación y bebidas. La combinación de una fuerte especialización sectorial, una cultura familiar de más de 100 años de historia y una estrategia de inversión flexible, -que incluye tanto minorías como mayorías-, articulaba una propuesta única en el mercado español. Tres años después, el equipo liderado por Leopoldo Reaño recibe a *elEconomista Capital Privado* con motivo de su última inversión: la compra de una participación significativa en Pizzerías



Leopoldo Reaño en el encuentro con *elEconomista Capital Privado*. Alberto Martín

# Capital Privado

elEconomista.es

Carlos para apoyar el crecimiento de la cadena en Iberia junto a los socios fundadores y al equipo directivo, liderado por Francesc Ros y Xavier Crespo. Reaño, *managing director* de DeA Capital Alternative Funds, confirma que la operación ha sido un proceso bilateral. "Conocimos al fundador, Francesc Ros, hace algunos años. En 2021 entramos de nuevo en contacto a través de un ejecutivo del sector de restauración, derivando en la transacción. En el camino hemos desarrollado una buena relación con Francesc y, más recientemente, con Xavier Crespo, el otro principal directivo y socio de referencia".

## Expansión nacional

Pizzerías Carlos cuenta con más de 70 locales repartidos por toda España y quiere seguir creciendo

do Taste of Italy 2, dotado con 330 millones de euros y enfocado a compañías medianas españolas e italianas activas en toda la cadena de valor del sector de alimentación y bebidas, ha crecido. "El sector de alimentación y bebidas es un mercado de futuro y muy atractivo desde el punto de vista de la inversión al permitirnos apoyar proyectos de alto crecimiento", explica Reaño. "Hay factores objetivos como su peso en el PIB nacional y la necesidad de crecimiento, innovación y consolidación que se pueden acelerar con el apoyo de un inversor especializado. Nuestras empresas alimentarias ocupan una posición muy interesante en el extranjero, siendo capaces de ofrecer precios muy competitivos y de cumplir con los mejores estándares de calidad y servicio", añade el *Managing director* de DeA Capital.



por toda la geografía nacional con el objetivo de duplicar la red actual de tiendas. "La compañía ha crecido con fuerza en Madrid, con 36 puntos de venta entre locales propios y franquiciados, y un 48% de la cifra de ventas de la red de tiendas en 2021. También ha probado con éxito su modelo en otras 18 provincias de España donde (excluyendo Barcelona) solo cuenta con uno o dos locales", matiza Reaño. "Mercados donde la compañía puede impulsar su expansión, apalancándose en el conocimiento de marca y en un modelo cada vez más depurado. En muchas provincias hay espacio para varias tiendas de Pizzerías Carlos", añade. Desde que DeA Capital abrió oficina en Madrid, el *dealflow* para su fon-

## Conexión con Italia

La previsión de la gestora es que España ocupe, aproximadamente, un 30% del fondo Taste of Italy 2. "Esperamos movilizar entre 40 y 50 millones del fondo para una o dos inversiones más en España, en posiciones mayoritarias o minoritarias. Con ello completaremos la fase de inversión del fondo en nuestro país para enfocarnos en la gestión de participadas. En paralelo, seguimos movilizando capital para invertir en Italia, que ocupará el 70% del fondo. En esta región hemos realizado dos adquisiciones hasta la fecha, una en cada año desde que se cerró el vehículo, y esperamos completar una o dos nuevas inversiones más a lo largo del presente ejer-

**Pizzerías Carlos es la segunda inversión del fondo Taste Of Italy 2 en España tras hacerse con el 60% de la firma valenciana de alimentación Alnut.**



De izda. a dcha., Ramón Cerdeiras, Leopoldo Reaño y Jaime Benjumea. Alberto Martín

cicio”, añade Reaño. El fondo busca empresas con ventas de entre 20 millones y 200 millones, consolidadas y con planes de crecimiento interesantes donde DeA Capital pueda jugar un papel relevante más allá de la mera contribución con capital. Por ejemplo, impulsando su institucionalización para dar soporte a un volumen de negocio mayor, acelerando el crecimiento internacional o ayudando a las compañías a consolidar un sector fragmentado. “Nos resultan especialmente atractivas aquellas compañías con algún factor diferencial o ventaja competitiva. Una propuesta de valor diferenciada y consolidada en torno a una marca, por ejemplo, y para las que exista espacio para seguir creciendo con el mismo modelo”, detalla Reaño.

La gestión del *pipeline* requiere una atención continua y DeA Capital se encuentra analizando nuevas oportunidades. “Estamos involucrados en varias conversaciones, si bien intentamos solo avanzar en aquellos casos donde haya auténticas opciones de concluir la operación de forma exitosa. Esto se refleja en un abundante *dealflow*, para el que la posición de Taste of Italy 2 como fondo especializado sectorialmente siempre juega un papel relevante”, añade Ramón Cerdeiras. El equipo reconoce que las oportunidades de compra fuera de subasta son escasas, y “normalmente nacen de relaciones de confianza mutua construidas a lo largo de los años”. DeA Capital tiene una aproximación muy conservadora al apalancamiento para no sobrecargar de deuda el balance de las compañías y guardar espacio para financiar sus

planes de crecimiento. “Por eso estimamos que movilizaremos en torno a 60-70 millones en total para completar la fase de inversión del fondo”, explica Reaño. El entorno actual es exigente para cualquier tipo de inversor, ya sea de deuda o de *equity*, pero el equipo cree que un análisis bien trabajado puede llevar a inversiones muy atractivas. En cuanto a los precios, observa cierto proceso de estabilización. “El apetito inversor sigue presente y fuerte, con mucho capital esperando a ser movilizado, por eso los

70

Son los millones que el fondo prevé movilizar en España para completar su fase de inversión

múltiplos resisten relativamente a la presión de la incertidumbre, pero vemos mayor apetito por parte de los vendedores para aceptar una parte del precio contingente”, añade Reaño. Al contar con oficina tanto en Madrid y Milán, su alcance es directo y facilita el acceso a oportunidades de inversión únicas. “También vemos interesantes diferencias entre ambos mercados en la penetración de la marca blanca (casi el 50% en España, tan solo la mitad en Italia) o en la excepcionalmente baja consolidación del sector de la restauración (en torno al 30% en España son cadenas, en línea con la media global, frente a cerca de un 10% en Italia)”, matiza Reaño.

# Capital Privado

elEconomista.es

## Tecnología

### El fondo suizo Ufenau toma el control de la tecnológica Einzelnet



El *private equity* suizo Ufenau Capital Partners ha cerrado su tercera inversión en España en apenas 18 meses, reforzando la apuesta estratégica del capital privado radicado en Zúrich por nuestro país. Según han confirmado fuentes financieras a *elEconomista*, la gestora liderada por Joaquin Alcalde en Iberia ha adquirido una participación mayoritaria en Einzelnet, líder en servicios integrales de digitalización y especializada en IT.

El importe de la inversión no se ha hecho público, pero el fondo suizo invierte hasta 50 millones por compañía. La operación supone la primera adquisición de su séptimo fondo, Ufenau VII, dotado con 1.000 millones de euros.

La transacción ha sido asesorada por PwC y CS Corporate -en la parte financiera- y ha contado con el apoyo de los bufetes Garrigues y Écija Abogados.

## 'Startup'

### All Iron entra en Virtex Stadium, referente de 'esports' en el metaverso



All Iron Ventures, el *venture capital* español liderado por Ander Michelena y Jon Iriarte, fundadores de Ticekbits, ha entrado como socio minoritario en Virtex, la *startup* que ha desarrollado un innovador ecosistema virtual que simula un estadio para recrear eventos.

El *venture capital* español, con cerca de 110 millones bajo gestión, ha suscrito una ronda de financia-

ción semilla de 3 millones de euros para seguir reforzando la posición del grupo como referente de *esports*, videojuegos y conferencias virtuales.

Junto a All Iron Ventures, la ampliación de capital ha sido suscrita también por el fondo británico Global Founders Capital junto a inversores internacionales como Graph Ventures, Sure Valley Ventures y Possible Ventures.

## Turismo

### Springwater explora la venta de Wamos tras su vuelta a la rentabilidad



Los grandes grupos turísticos nacionales siguen apostando por la consolidación para salir fortalecidos de la crisis. Wamos Group confía en regresar a ebitda positivo en 2022 con ventas cercanas a 700 millones de euros tras el rescate de 85 millones de euros de la Sepi y la nueva inyección de capital de 35 millones de sus dos accionistas, Springwater Capital, propietario del 80% del capital, y Royal Caribbean (20%). Según han confirmado fuentes finan-

cieras a *elEconomista*, el fondo de capital privado suizo sondea la venta del conglomerado turístico ante el interés recibido por parte de grupos competidores y tras siete años en el capital.

Con un plan de reestructuración y crecimiento metéórico que incluyó siete adquisiciones, cuatro años después, la compañía tocó techo con 1.300 millones de euros de ventas y ganancias de 30 millones.

## Logística

### DeA Capital compra Ecoquímica, líder en mercancías peligrosas



DeA Capital Real Estate Iberia, el fondo de *real estate* de la familia italiana De Agostini, sigue creciendo en logística con la compra de un suelo en Pinto (Madrid) de 15.400 m2 para desarrollar un proyecto para Ecoquímica Logística Integral, líder en el transporte y logística integral de mercancías peligrosas, logística de economía circular y reciclaje.

La compañía ha firmado un contrato de arrendamiento

y llave en mano para reubicar y ampliar sus instalaciones ante el fuerte crecimiento de los últimos años. La operación es una inversión más del nuevo fondo de la firma de 150 millones especializado en logística de última milla.

La nave será construida por Norton y las obras serán supervisadas por Dokei y APM. El equipo legal de EY ha asesorado a DeA en la operación.



### Ana Campdera

Directora en Deal Advisory y Responsable de Insolvencias de KPMG en España

## ¿Habrá cambios reales en las Refinanciaciones tras el Proyecto de Reforma de la Ley Concursal?

**N**os encontramos en un momento de incertidumbre con un mercado anestesiado, ya sea por los fondos europeos o por la moratoria concursal. Sin embargo, las pérdidas acumuladas generadas por las compañías durante la pandemia, el conflicto bélico y los acontecimientos de los últimos dos años, tienen un impacto directo en los resultados, los fondos propios y la tesorería de éstas, que de no ser compensado con ingresos, o préstamos participativos, podrían abocar en la necesidad del deudor de ampliar capital o refinar sus deudas, si no lo han hecho ya.

En ese contexto, nos enfrentamos además con la reforma de la Ley Concursal. Veremos si ésta mejorará los procesos de refinanciación y si, como pasó en la crisis de 2008, surgirán problemas de aplicación práctica, que en su momento supusieron numerosas modificaciones de la ley y que finalmente se plasmaron en el Texto Refundido hoy vigente.

En mi opinión la reforma no supone un cambio de filosofía como tal. Simplemente incorpora al juez en el proceso de refinanciación en fases en las que antes no era necesario, e introduce la figura del Experto en la Reestructuración en determinadas circunstancias, figura que siempre ha existido, pues habitualmente se contaba con asesores financieros y legales independientes para las partes. De lo que no hay duda es de que esta trasposición de la Directiva, si bien ha sido muy criticada y deja aún temas pendientes de resolver, puede ser positiva en muchos aspectos, si logra que acreedores y deudores en las medianas y pequeñas empresas alineen posiciones evitando así el concurso.

El espíritu de la reforma en sí mismo se basa en que las compañías "viables" se reestructuren lo antes posible y aquellas que no lo sean, se liquiden rápidamente y con el menor coste para el sistema. Es decir, viendo que los convenios de acreedores no han funcionado por multitud de motivos, la pretensión de la reforma es dotar a las compañías "refinanciables" de ciertos instrumentos que permitan efectivamente que éstas (con determinadas circunstancias que no tienen que ver con el negocio), puedan continuar en el mercado, bien sea vendien-



do la unidad productiva (potenciando el *prepack*), bien sea reestructurando la compañía tanto operativa como financieramente, y aportando soluciones a los problemas que la han llevado a la situación de preinsolvencia.

Uno de los principales problemas que nos encontramos en la práctica es que las compañías identifican el problema cuando ya es tarde, y para evitar esta situación, la reforma introduce el nuevo concepto de "probabilidad de insolvencia", precisamente para fomentar la anticipación en la reestructuración, y que ésta tenga más visos de éxito. Parece razonable pensar que, si les otorgan algunas licencias para "gestionar la situación" que sólo tenían cabida en el concurso con la ley actual (como por ejemplo la resolución o modificación de contratos), se incentiva la evaluación a tiempo de la situación de la compañía y lo que ésta necesita para su continuidad. En cualquier caso, y, a efectos prácticos, es necesario preguntarse cómo van a cambiar las dinámicas en la refinanciación cuando sea de aplicación el proyecto de reforma.

Desde mi punto de vista, parece claro que la clave del éxito en la reestructuración va a venir determinada por la conformación de clases, y la posición que cada una de ellas tenga frente al Plan de Reestructuración, teniendo en consideración que además de que las mayorías se tienen que alcanzar por clases, no solo puedes arrastrar a los disidentes de tu propia clase, sino en determinadas circunstancias, también podrás arrastrar a una clase que haya votado en contra del acuerdo. Esto, unido a la reducción de las mayorías exigidas para la aprobación de medidas con altas quitas o esperas, puede evitar la posición "oportunista" que algunos acreedores o clases hacían valer con la ley actual en la negociación.

Asimismo, parece resolverse el problema que existe en algunos negocios en los que los acreedores comerciales representan un alto porcentaje de la deuda, pues pueden verse afectados por el plan de reestructuración y arrastrados por el "bienestar" común. También, en cierto modo, se soluciona el asunto de los socios, a los que se les otorga derecho de voto, y pueden verse afectados, pero por contra, se les suprime, en ciertas situaciones, el derecho a vetar medidas que requieran acuerdo de junta o asamblea de socios.

No ocurre esto con los acreedores con garantías reales que, aunque se pueden ver arrastrados por otra clase, se les mantiene el derecho de ejecución de sus garantías en determinadas circunstancias.

Igualmente sigue sin resolverse en la reforma el papel que los créditos públicos juegan en los acuerdos, y tendremos que esperar a ver si tras las enmiendas o en la nueva Directiva (*Insolvency III*) se busca una solución a su rol.

Para finalizar, cabe esperar que habrá cambios en las figuras de los asesores, y tendremos que ver en la práctica cómo funciona realmente la figura del Experto de la Reestructuración. La pregunta es si éste jugará un papel principal, nombrado al inicio del proceso (tal y como ha ocurrido con los asesores en los procesos en los últimos años), y si cumplirá con los requisitos exigidos por la ley.

Si esto es así y reúne experiencia en procesos de reestructuración, conocimientos sectoriales y operativos, jurídicos, económicos, financieros y concursales, y asesora en la elaboración del Plan, definiendo la estrategia y proponiendo las medidas operativas, jurídicas y financieras (o de otro tipo) que la compañía reestructurada deba acometer, podremos ver que, al menos, algunos objetivos de esta reforma se habrán cumplido, y muchas compañías "viabiles" alcanzarán el éxito y la continuidad.



■  
**Habrá que ver, en la práctica, cómo funciona realmente la figura del Experto de la Reestructuración**  
 ■

# SANTIAGO SAN ANTONIO ALONSO

Head of Iberia Private Equity de Mutares



*“España es un mercado estratégico para la expansión de Mutares, un país de oportunidades”*

Con oficina en Madrid desde 2020, Mutares invierte en negocios no estratégicos de grandes compañías ('carve outs') con potenciales mejoras operativas. El 'holding' de capital privado alemán ha reforzado su apuesta por España con la compra de la antigua Guascor, su segunda operación tras adquirir en 2021 Permasteelisa España.

Por Rocío Casado. Fotos: eE

Mutares ha llegado a España para quedarse. Su filosofía inversora es una suerte de híbrido entre el *private equity* tradicional y el *corporate* industrial, con un particular enfoque en negocios no estratégicos de grandes corporaciones (*spin offs* y *carve outs*).

Como 'holding' cotizado, el perfil inversor de Mutares, centrado en la empresa mediana, es distinto al de un 'private equity' tra-

**dicional, ¿qué les diferencia exactamente de un fondo de capital privado?**

Yo siempre hago la distinción respecto al *private equity* tradicional. En realidad somos un híbrido, un *holding* cotizado que opera en el segmento de *private equity*. A diferencia del capital privado, no estamos ligados a ningún plazo temporal por parte de los inversores, tenemos total flexibilidad a la hora de gestionar nuestras compañías participadas. Obviamente-

te, como cualquier inversor tenemos nuestros retornos objetivo, pero a la hora de desinvertir prima que la venta se realice al *partner* adecuado, es decir, el *equity story*, además del retorno. No “malvendemos” en ningún caso. Estamos basados en Múnich, con oficina también en Fráncfort, donde cotizamos en bolsa. En Europa el equipo inversor somos 30 personas y tenemos un equipo de consultoría y de operaciones especiales que supera los 100 profesionales. En España de aquí a septiembre habremos contratado a cinco personas para el equipo operacional y el equipo de inversión estará formado de unas tres/cuatro personas. Cuando entramos en las compañías aportamos todo ese músculo operacional para repositionarlas. Normalmente no requerimos consultorías externas para idear o ejecutar estrategias, lo que nos asegura estar totalmente alineados con la empresa durante todo el proceso.

**Acaban de comprar la antigua Guascor a Siemens Energy. Esta nueva inversión, con**

efecto invernadero aumentará la necesidad de una generación de energía flexible y creemos que Siemens Energy Engines, con algunas mejoras operativas y estratégicas, podrá beneficiarse de esta tendencia. Con sede en Zumaia (Guipúzcoa) tiene ventas de entre 60 y 70 millones de euros y unos 270 empleados en todo el mundo, con una base de clientes muy internacional y dos plataformas de motores complementarias prestando servicio global.

**Abrieron oficina en Madrid en 2020, ¿cómo están viendo el ‘deal flow’ en España? ¿Es un mercado estratégico para Mutares?**

Con la estrategia de crecimiento de Mutares, la Península Ibérica se ha convertido en un mercado estratégico. Anteriormente se cubría de forma oportunista. Para cubrirlo de forma adecuada hacía falta presencia local y eso ahora lo vemos reflejado en el *pipeline*. Invertimos en empresas desde 20 y 50 y hasta 500 millones de euros de ventas o inclu-

*“Nuestro fundador y CEO sigue siendo el principal accionista con un 25% del capital, nos definimos como capital paciente”*

■  
*“Invertimos en empresas desde 20 y hasta 500 millones de euros de ventas, con rentabilidades bajas o negativas”*



**ventas de entre 60 o 70 millones en el sector energético e industrial. ¿Es una apuesta por la ansiada descarbonización?**

Sin duda. Nuestro foco es crear crecimiento sostenible con una estrategia mixta, industrial y financiera, y equipos de inversión y consultoría apoyando y desarrollando activamente las compañías participadas y ejecutando adquisiciones estratégicas. En el caso de Siemens Energy Engines identificamos un fabricante mundial de motores de gas y diésel diseñados para la generación de energía, cogeneración, conversión de residuos y uso marino. La compañía dispone de un centro de I+D+i en Miñano que ofrece soluciones personalizadas y está muy bien posicionada para beneficiarse de tendencias como la descarbonización y la descentralización del mercado del petróleo y el gas, así como de la energía. La transición hacia una menor emisión de gases de

so más, con rentabilidades bajas o negativas y un mayor o menor *distress* operativo. En 2021 compramos a la multinacional gala Saint-Gobain la distribuidora y productora de materiales de construcción Lapeyre, con 700 millones de euros ventas en una operación de *carve out*. El tamaño puede ser mayor, pero no invertimos en empresas con rentabilidades altas sin potencial de mejora y situación de *distress* por exceso de apalancamiento. El denominador común en todas nuestras operaciones siempre es su potencial de mejora operativa. Actualmente tenemos unas 25 participadas en cartera que operan en tres segmentos del mercado: automoción/movilidad, ingeniería/tecnología y bienes y servicios.

**¿Por qué esos tres sectores exactamente?**

La automoción suele ser uno de los primeros mercados en ser impactados por la cri-

sis, es muy cíclico, mientras que la ingeniería y tecnología trabajan con una cartera de proyectos vivos por ejecutar a lo largo del tiempo. En el caso del sector de bienes y servicios es un mercado muy amplio y que nos presenta oportunidades de forma recurrente. Con la combinación de los tres sectores, diseñamos una estrategia que nos permite identificar oportunidades de inversión tanto al principio como al final de la crisis. Nos gusta invertir en compañías con una cadena de valor porque, desde el diseño del producto hasta la compra, pasando por la producción, ventas y logística, suelen crearse las mayores ineficiencias que identificamos con nuestros equipos especializados a nivel sectorial y funcional. Ahí es donde precisamente están nuestros retornos.

**Entonces, ¿se complementan bien con los fondos de 'special situations', que suelen hacer más ingeniería financiera?**

Nosotros no entramos en las compañías por

**Tengo entendido que el 95% de sus operaciones son 'carve outs'. ¿Por qué?**

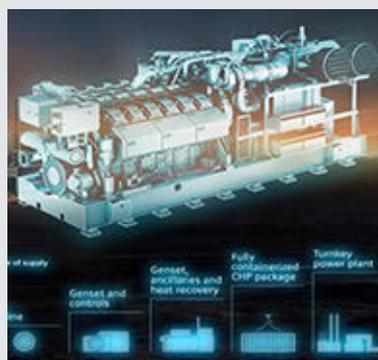
Así es. Nuestra estrategia es muy diferencial y yo diría que única. En España diría que no hay nadie con una estructura y un vehículo inversor como el de Mutares. Normalmente, cuando identificamos un *carve out* la compañía suele tener un buen balance y un mala PyG y nuestra estructura está hecha a medida para eso. Al ser un *holding* cotizado podemos aportar soluciones adicionales como pueden ser garantías y aprovechar nuestro tamaño para encontrar soluciones. Esta estructura y tener más de 100 personas a nivel internacional con ese *expertise* es como un *think tank* interno y nos aporta una ventaja competitiva.

**Mirando el 'track record' de sus retornos, tengo entendido que el histórico de sus desinversiones es de 5 veces la inversión, en un período de entre 3 y 5 años. Por lo general, ¿cuánto tiempo suelen permanecer in-**

**“Podemos hacer reestructuración financiera, pero nuestro foco es operativo. Por eso convivimos bien con los fondos de deuda”**



**“En 2021 compramos a la multinacional Saint-Gobain la distribuidora Lapeyre, con unos 700 millones de euros ventas”**



la deuda, únicamente por el capital, es decir, aportamos *equity*, aunque también financiamos. Podemos hacer reestructuración financiera, pero somos un *player* eminentemente operativo, por eso convivimos muy bien con los fondos de deuda que operan desde Londres como un *partner* fuerte local. Se pueden dar situaciones donde los fondos entren en la compañía por la deuda para dar “aire financiero” a la empresa y luego entramos nosotros, implementando nuestra estrategia de mejora operativa. Una vez dentro de la compañía desarrollamos un plan de reposicionamiento y de mejoras operativas que puede prolongarse entre 12 y 18 meses. Al terminar esta fase o en la parte final de la misma ya empezamos a pensar en implementar el crecimiento inorgánico, identificando oportunidades de compra (*add on*) de forma muy similar al *private equity*. Permatellis España es un ejemplo claro.

**vertidos en las compañías en cartera?**

A diferencia de los ciclos del *private equity* tradicional, que suelen oscilar entre los 4 o 5 años, nuestro período de inversión es bastante más flexible. En nuestra cartera hay varios casos de compañías participadas donde hemos estado invertidos hasta 10 años. Una de nuestras características es la flexibilidad para adaptarnos a las necesidades particulares de cada activo y la capacidad de aprovechar nuestro balance para otorgar garantías. Nuestro fundador y CEO sigue siendo el principal accionista de Mutares con un 25% del capital, una buena muestra de nuestro carácter de capital paciente (*patient capital*) que para nosotros es un elemento clave. Actualmente, el 37% del accionariado de Mutares está en manos del equipo directivo (*management*) y el resto es capital flotante en bolsa (*free flow*).

Más del 25 % de la población en España se encuentra en riesgo de exclusión social. En la Fundación "la Caixa" facilitamos herramientas, metodologías y recursos a miles de entidades sociales, como la Ludo Margarita Bedós, que trabajan para dar oportunidades a las personas que más lo necesitan. Personas como Munic, que ahora podrán tener un futuro mejor.

Descubre más en [fundacionlacaixa.org](http://fundacionlacaixa.org)



# Portobello cierra su fondo de minorías de 250 millones con Crédit Agricole

Es el primer vehículo en su categoría levantado en España con una amplia base inversora nacional en la que destacan 'family offices' y empresarios. Portobello ha cerrado su fondo de 'minorías estructuradas' en su tamaño objetivo previsto de 250 millones de euros con dos compañías en cartera: AGQ Labs y Condís.

Rocío Casado. Fotos: eE



Víctor Virós, Principal de Portobello Capital.

Portobello Capital ha cerrado el proceso de captación del fondo con el que inaugura su estrategia de toma de participaciones minoritarias relevantes en empresas, llamado *Portobello Structured Partnership I*, alcanzando el tamaño objetivo de 250 millones de euros. El nuevo vehículo centrado en minorías estructuradas (*structured partnerships*) es el primero en su categoría levantado en España. Opera en paralelo al fondo de 600 millones de euros destinado a compras apalancadas (*buyouts*) y cuenta ya con dos compañías participadas en cartera: AGQ Labs, el grupo de laboratorios líder en servicios de análisis certificados y ensayos avanzados en distintos sectores, y Condís, la cadena de supermercados de proximidad líder en Cataluña con más de 600 establecimientos.

Según detalla Víctor Virós, Principal de Portobello a *elEconomista Capital Privado*, la veterana gestora española ha levantado el nuevo fondo en colaboración con Indosuez Wealth, la división de banca privada del grupo Crédit Agricole Indosuez. "Nos hemos asociado con la entidad para colevantar uno de los vehículos del fondo de unos 40 millones de euros para sus clientes de banca privada". Virós, que lidera el equipo del fondo junto al Socio Carlos Dolz, señala que el fondo invertirá en posiciones minoritarias de entre siete y nueve compañías del segmento mid-market, de entre 10 y 50 millones de *ebitda*, situadas fundamentalmente en España, Italia y Portugal. "La base inversora incluye perfiles muy variados desde inversores tradicionales y anteriores de otros fondos de Portobello, tanto extranjeros como españoles, como nuevos *Limited Partners* (LP) que hemos incorporado al vehículo: fondos de pensiones, fondos de fondos, aseguradoras, fondos soberanos, bancos, *family offices* e inversores privados".

La concentración de inversores españoles ha sido sustancialmente más elevada que en anteriores vehículos del fondo español (alrededor del 60% incluyendo el ICO). "En el proceso de captación de capital la pandemia no nos ha permitido viajar tanto como nos hubiera gustado. Se han cancelado conferencias de inversores, pero es una estrategia que entienden muy bien los inversores españoles, sobre todo empresarios y *family offices*. La razón es que el

# Capital Privado

elEconomista.es

fondo viene a solucionar algunas necesidades de capital y de socios que son estructurales en el mercado nacional, por eso lo han entendido muy bien, muy rápido y les ha gustado mucho”.

El fondo *Portobello Structured Partnership I* ofrece una amplia flexibilidad para estructurar la inversión a medida de cada situación -posiciones minoritarias en capital, préstamos participativos, capital preferente, instrumentos convertibles y combinaciones de ellos-. Asimismo, también puede aportar capital para compañías con planes de crecimiento (tanto *M&A* como orgánico), en situaciones de sucesión familiar, cambios accionariales, o compañías que buscan soluciones alternativas a endeudarse. “El fondo ofrece el soporte y la dedicación necesaria en cada compañía con el objetivo de contribuir a su crecimiento y a la creación de valor, manteniendo una fuerte alineación accionarial y temporal con los socios y empresarios”.

## Crecimiento vía adquisiciones

Portobello Capital estrenó su fondo de minorías, *Structured Partnerships Fund I*, en 2020 con la compra del 35% de AGQ Labs, la multinacional andaluza especializada en la toma de muestras, análisis físicos, químicos, microbiológicos y biotecnológicos en los sectores agrícola, alimentación y medio ambiente. El restante 65% del capital permanece en manos de los socios fundadores, entre los que figura el actual presidente de la compañía, Estanislao Martínez, y su mujer, Coral Zamora. La multinacional sevillana de laboratorios busca seguir creciendo con adquisiciones en EEUU, Europa y Latinoamérica tras la entrada del fondo español Portobello Capital en su capital para ampliar su presencia internacional. Para ello, la compañía ha fichado a José Martín Avanzini, profesional de la industria de la banca de inversión procedente de Alantra, como responsable de fusiones y adquisiciones (*head of M&A*) para acelerar su plan estratégico y liderar los pro-



Manuel Romero, CEO de Condis.

cesos de compra del grupo. El objetivo es aprovechar la oportunidad de consolidación de un mercado altamente fragmentado mediante la integración de grupos y laboratorios complementarios. Un plan que Martín Avanzini implementará junto al equipo directivo de la compañía para alcanzar una facturación superior a 60 millones de euros este año y presencia en más de 30 países.

La otra participada del fondo de minorías de Portobello es la cadena de supermercados Condis, que facturó 817 millones de euros en 2021 con un crecimiento de las ventas *online* del 4,5% y la apertura de 70 establecimientos. El grupo de distribución catalán, que inició el pasado noviembre una nueva etapa en sus 60 años de trayectoria tras la venta de la empresa familiar a cuatro miembros del equipo directivo y a Portobello Capital, no descarta tampoco crecer con nuevas compras en Cataluña.



José Martín Avanzini, 'Head of M&A' de AGQ Labs.



Estanislao Martínez, Presidente de AGQ Labs.

**Raúl Salamero**

Director de Forensic Services de PwC

## Claves de los retos contractuales ante las disrupciones en la cadena de suministro global

**E**l escenario de incertidumbre de los últimos tres años, alimentado primero por el impacto socioeconómico de la pandemia, luego por la inflación sostenida y ahora por la guerra de Ucrania, hace prever interrupciones más frecuentes y graves de la cadena de suministro global implicando que los materiales no lleguen a destino o que lo hagan tarde y con un incremento sustancial de precios. Estos riesgos inflacionistas y de desabastecimiento acumulan sus efectos a lo largo de todos los eslabones de la cadena, afectando a las relaciones proveedor-productor y productor-cliente. En muchos casos, dichas relaciones se articulan mediante contratos a precio alzado o que carecen de mecanismos efectivos de ajuste (v.gr., cláusulas de revisión de precios), generando una situación de inestabilidad e incertidumbre, disminución de beneficios y potenciales conflictos con terceros. La situación está llevando a incumplimientos de plazos contractuales (penalizaciones por demora, resoluciones de contratos, etc.) y a fuertes desequilibrios en las prestaciones que afectan a los sectores de la construcción, industria, automoción, agricultura y turismo, entre otros.

### **Crisis en la cadena de suministro: la "tormenta perfecta"**

Las cadenas de suministro globales, sustentadas en el transporte marítimo, habían demostrado una importante resiliencia ante la mayor parte de los retos impuestos por las principales perturbaciones socioeconómicas sufridas durante las dos últimas décadas, desde los atentados del 11-S hasta el *Brexit*, pasando por la crisis financiera de 2008. Sin embargo, la crisis actual ha revelado una creciente fragilidad del sistema de producción mundial y riesgos asociados a la reducción de inventarios, la deslocalización de actividades manufactureras clave y la fuerte dependencia de China para el suministro de productos esenciales. Se explica por varias causas entrelazadas. En primer lugar, por la reactivación de la demanda post-pandemia, consecuencia del aumento del consumo privado, que no se vio correspondida por la capacidad productiva, generando una recuperación asimétrica que provocó retrasos, escasez de materiales y mayores costes en todos los eslabones de la cadena de suministro global. A esto se suma la congestión portuaria y la escasez de contenedores para el transporte de mercancías, que derivó en un desorbitado incremento del coste de los fletes. Al inicio de la pandemia, el sector marítimo reaccionó a la caída de demanda de productos



no esenciales con un reajuste de su capacidad de carga, reduciendo buques y suprimiendo escalas. Pero no respondió con la misma agilidad a los cambios en los patrones de consumo y el aumento de la demanda posterior. Los buques son insuficientes para atender la demanda, se cierran puertos por Covid, se ralentizan las descargas y los contenedores se apilan en los puertos. La escalada de los precios de la energía obligó a muchas empresas, especialmente en industrias electro-intensivas, a aplicar parones de producción. El problema de la escasez de mano de obra se ha acentuado por la pandemia en sectores como transporte, agricultura y construcción, donde los costes laborales se disparan. La guerra de Ucrania no ha hecho sino agravar aún más unas deterioradas cadenas de suministro globales, sumándose a las disfunciones persistentes por la pandemia, y el estricto confinamiento de Shanghái, cuyo puerto -el más importante del mundo en tráfico de contenedores- está parado desde hace semanas y atestado de contenedores arrumbados en sus muelles. El conflicto bélico está generando importantes impactos en la economía dada la relevancia de ambos países en la producción y exportación de productos básicos: cereales, entre otros, en el caso de Ucrania; y níquel, aluminio, gas y petróleo en el caso de Rusia.

### ¿Cómo gestionar esta situación?



■  
**Abogamos por soluciones que permitan frenar o mitigar los impactos contractuales y preservar relaciones con terceros**  
 ■

Todos nuestros clientes están luchando para mitigar el impacto de las tensiones en la cadena de suministro. En esta fase surgen múltiples preguntas: ¿Cuál es el alcance de la situación? ¿Cómo impacta en mi estructura de costes/nivel de servicio? ¿Cómo afecta a mis compromisos contractuales adquiridos? Pese a que la intervención del área de Forensic suele asociarse a la asistencia en litigios y disputas, en la crisis actual abogamos por la búsqueda de soluciones negociadas que permitan frenar o mitigar los impactos contractuales y, a un tiempo, preservar las relaciones con terceros. El desafío actual ha expuesto los riesgos asociados al paradigma competitivo basado en costes, resaltando la importancia del desarrollo de relaciones más colaborativas y resilientes con proveedores y clientes críticos. El punto de partida es un previo diagnóstico jurídico: resulta clave identificar qué contratos están o pueden estar afectados y conocer los resortes legales y contractuales de los que disponemos para aterrizar posibles soluciones (negociar, reclamar o defendernos).

Desde la óptica legal y contractual, se ha planteado considerar la rotura de la cadena de suministros como causa de fuerza mayor, en la medida que imposibilite el cumplimiento de la prestación. Sin embargo, deben considerarse las consecuencias de que los contratos se incumplan por fuerza mayor, lo cual en nuestro ordenamiento implica la liberación de la obligación, con el consiguiente riesgo de resoluciones en cadena, cuyos efectos resultarían devastadores por el "efecto mariposa" en la logística globalizada. Otra posible solución para intentar reequilibrar las prestaciones contractuales es la doctrina de la *Rebus Sic Stantibus*, aplicable a supuestos en los que la prestación no ha devenido imposible, pero sí más onerosa. Su presupuesto de aplicación es la concurrencia de situaciones extraordinarias, posteriores a la celebración del contrato, que alteren la ecuación económica del mismo en forma anormal y grave. Esto resalta la importancia del análisis económico-financiero, que debe ser capaz de aportar un juicio objetivo y de rigor técnico incuestionable sobre la ruptura del equilibrio económico del contrato, determinando las causas del mismo. No basta en este punto una simple operación aritmética. Se requiere un análisis de correlación de aquellas variables que explican los incrementos de precios, utilizando modelos econométricos, separando los impactos asociados a riesgos funcionales o de orden técnico de aquéllos extraordinarios e imprevisibles, no explicados por la evolución normal del negocio. A partir de ahí, obtenemos la cuantificación del impacto económico directamente asociado a los incrementos de los precios. Únicamente la solidez, la objetividad y la seguridad ofrecida por la realidad de los datos y de los resortes legales aplicables ofrecen la oportunidad de afrontar una negociación o un eventual procedimiento judicial con garantías de éxito.

# Axa y Swiss Life compran Lyntia Networks por más de 2.000 millones

Antin ha logrado jugosas plusvalías con la venta del operador mayorista de fibra óptica alzándose ganador frente al consorcio rival, integrado por los fondos de pensiones de Australia y Ontario. Tras la desinversión, el fondo galo mantiene la división de fibra al hogar, cuya venta quedó suspendida.

Rocío Casado



José Antonio López, Consejero delegado de Lyntia. eE

**E**l apetito voraz por los activos de fibra óptica, un sector en plena ebullición y consolidación en España, tiene nuevo hito. La competida puja por Lyntia Networks, la antigua Gas Natural Fenosa Telecom (Ufinet), ha tocado a su fin esta noche con el triunfo final del consorcio asegurador de la francesa Axa Investment Managers y la suiza Swiss Life Asset Managers en una operación que valora al principal operador neutro de fibra óptica de España por encima de los 2.000 millones de euros -a un múltiplo de unas 22 veces *ebitda*-.

Según avanzaron fuentes del mercado a *elEconomista Capital Privado*, el fondo neozelandés Morrison & Co se retiró del consorcio ganador antes de la adquisición, renunciando así a participar en la compra de la fibra mayorista del principal operador neutro de fibra óptica de España. Las aseguradoras han logrado imponerse finalmente en la subasta a la gran alianza rival, integrada por AustralianSuper, el mayor fondo de pensiones australiano, y Omers Infrastructure, el fondo de pensiones de los funcionarios de Ontario (Canadá). El fondo de infraestructuras galo Antin Infrastructure Partners, dueño de Lyntia desde 2018, cuando compró la compañía al fondo británico Cinven, ha logrado jugosas plusvalías con la venta, duplicando la valoración en apenas cuatro años tras implementar una intensa estrategia de adquisiciones para ganar tamaño con su *activo estrella* en España. En la transacción, el fondo francés ha contado con el apoyo de Deutsche Bank, UBS, Banco Santander y del bufete Herbert Smith Freehills, asesor en la parte legal.

Como ya adelantó *elEconomista*, la aseguradora francesa Axa y la suiza Swiss Life decidieron renovar su alianza para concurrir juntas en la competida puja por Lyntia sumando fuerzas de nuevo tras frustrarse su intento de compra de Reintel, adquirida por KKR el pasado mes de diciembre en otra disputada subasta. El *private equity* neoyorquino logró imponerse a la alianza de Axa y Swiss Life y al resto de candidatos en la compra de la filial de telecomunicaciones de Red Eléctrica de España (REE) al adquirir el 49% por 971 millones.

Tras la venta de Lyntia Networks, Antin sigue manteniendo en propiedad la rama de acceso a hogares



Thomas Buberl, CEO de AXA. Reuters



Patrick Frost, CEO Swiss Life. eE

de la compañía española. El proceso paralelo lanzado por el fondo galo para la venta de la división de FTTH o fibra al hogar -con más de 2,3 millones de viviendas-, bautizada como Lyntia Access, se archivó finalmente el pasado mes de abril tras recibir ofertas indicativas de varios candidatos interesados que el fondo galo consideró demasiado bajas en precio. La unidad de fibra del hogar, Lyntia Access, partía de una valoración inicial, según fuentes financieras, de unos 1.500 millones de euros. De momento, se desconoce si Antin relanzará la venta de esta unidad de negocio y en qué condiciones podría retomar el proceso.

Para maximizar la desinversión de Lyntia, Deutsche Bank e ING apoyaron al fondo francés Antin en la refinanciación de la deuda del grupo y en la separación del negocio en las citadas dos compañías: Lyntia Access y Lyntia Networks. El perímetro de la operación, cuya valoración global se situaba entre los 3.500 y 4.000 millones, ha quedado, por tanto, circunscrito a la mitad de este importe con la venta de la división de fibra mayorista para grandes clientes (Lyntia Networks). Lyntia Networks es uno de los mayores proveedores de fibra oscura de España, con cerca de 96 millones de euros de *ebitda* y una red de 43.643 km desplegada en toda España, prestando servicio a unos 60.000 edificios de 2.700 poblaciones. Además, el grupo liderado por José Antonio López dispone de 260.000 accesos a hogares y tiene en despliegue otros 360.000 más.

Si se echa la vista atrás, la trayectoria del capital privado en Lyntia es extensa. Antin compró la compañía en 2018 al *private equity* británico Cinven, que se quedó con la parte latinoamericana, en una operación en la que ambos fondos de capital privado se repartieron Ufinet por 2.000 millones, valorando la compañía a un múltiplo de unas 14 veces *ebitda*. Cinven, por su parte, había comprado el grupo a Gas Natural Fenosa en 2014 por 500 millones a un múltiplo de ocho veces *ebitda*. Por lo tanto, en solo cua-

96

Son los millones de 'ebitda' del grupo, con una red de fibra de 43.643 kilómetros

tro años, el operador español de fibra maximizó su valor hasta alcanzar los 2.000 millones, generando más de 1.000 millones de plusvalías al fondo británico. En paralelo, Cinven mantuvo en cartera la división latinoamericana, Ufinet Latam, *la joya de la corona* sobre la que pesa una opción de compra de la energética italiana Enel. El *private equity* británico decidió el pasado diciembre reinvertir en esta división, el antiguo negocio internacional de fibra óptica de Gas Natural Fenosa, renovando su alianza con Enel para aprovechar el potencial de crecimiento del grupo y mantener la compañía más tiempo en cartera tras pasando el activo entre sus fondos.

## CARLOS MOURE, CLARA GUTIÉRREZ Y WERNER ZIPPOLD

Socios fundadores de Brain VC



### “Lanzamos el primer fondo de capital privado especializado en Inteligencia Artificial en España”

En palabras de Jeff Bezos (CEO Amazon), “la IA no es una elección, sino un imperativo para competir en cualquier industria”. Sin embargo, la identificación, desarrollo e implementación de dicha tecnología sigue siendo compleja y requiere de altos conocimientos sectoriales. El fondo Brain VC llega para cubrir ese nicho.

Por Rocío Casado. Fotos: eE

Su alta incidencia en la productividad empresarial ha convertido a la Inteligencia Artificial (IA) en una de las prioridades de inversión de las corporaciones a nivel mundial. Carlos Moure -fundador y CEO de una de las principales consultoras tecnológicas españolas, Kairós Digital Solutions-, Clara Gutiérrez (ex-BBVA) y Werner Zippold (ex-ING) se han unido para lanzar Brain VC, el primer fondo de capital privado especializado en IA en Espa-

ña de hasta 30 millones, -de los que tienen comprometidos cerca de un tercio-, para invertir en compañías nacionales y europeas especializadas en soluciones tecnológicas a través de la IA y el *machine learning*. La gestora es Hubble Capital, ya aprobada por la CNMV, y el equipo cuenta con más de 10 años de experiencia en *venture capital*, M&A y *venture building* en San Francisco, Alemania, Londres y España.

**Es curioso ver cómo el 'venture capital' en España ha alcanzado un punto de madurez suficiente como para que el ecosistema inversor y las propias 'startups' puedan absorber un vehículo especializado en Inteligencia Artificial. Nos ha sorprendido...**

Efectivamente, hace sólo unos años Brain VC, el primer fondo de *venture capital* especializado en Inteligencia Artificial en España, no hubiera sido posible. Estamos en un momento en el que el ecosistema español ha alcanzado una madurez y sofisticación que permite una propuesta mucho más especializada. El fondo, gestionado por Hubble Capital, se centra en empresas con modelos de negocio B2B - B2B2C eficientes en capital y donde la aplicación de Inteligencia Artificial permite resolver problemas relevantes en el mundo empresarial y transformar las cadenas de valor de las industrias.

**¿Hay proyectos y 'pipeline' en IA para invertir un fondo de 25 millones en España?**

**La IA y el 'machine learning' ¿son una megatendencia mundial? ¿Una tecnología con gran capacidad transformadora?**

Sin duda. Se calcula que su potencial es crear hasta 14% de crecimiento del PIB mundial en la próxima década. De una forma objetiva el mercado nos pide un fondo especializado en este nicho. Siempre decimos que hemos construido Brain VC de una forma agnóstica, sin *enamorarnos* de la tecnología, pero la IA/ML es la tecnología con mayor potencial transformador en negocios. Como dice el CEO de Amazon no es una elección, sino un imperativo para competir en cualquier industria, como activador de crecimiento en ventas y de mejora de márgenes. El 50% de las empresas que adoptan ML en los próximos años tendrán el potencial de duplicar sus flujo de caja, según estudios recientes de McKinsey.

**Lanzan el fondo con un tercio de los compromisos y seis compañías ya en cartera...**

**“Se calcula que el potencial de la IA es crear hasta 14% de crecimiento del PIB mundial en la próxima década”**

**“Queremos apoyar a las 'startups' en sus distintas fases de crecimiento y, a la vez, reducir el riesgo de la cartera”**



Sin duda. Queremos apoyar a las *startups* en sus distintas fases de crecimiento y, a la vez, reducir el riesgo de la cartera. Brain VC tiene un alcance global, aunque con un foco geográfico importante en compañías españolas. La identificación, desarrollo e implementación de dichas tecnologías sigue siendo compleja y requiere de altos conocimientos sectoriales. Llevamos un año de mucho trabajo de análisis de oportunidades de inversión y contacto con el ecosistema para encontrar las áreas de IA con mayores retornos de inversión en cada industria. Esta especialización permitirá maximizar la rentabilidad del fondo, ya que es un área con récords históricos de inversión, *exits* y valoraciones los últimos años. A día de hoy, tenemos una lista de 80 *startups* a las que seguimos y monitorizamos y que nos interesan lo suficiente como para empezar a iniciar un proceso de *due diligence*.

Así es, ya hemos hecho seis inversiones en los últimos meses, las de Kairós Ventures. Hemos realizado una operación de secundario para la recompra de toda la cartera inicial. Todos los proyectos son modelos de negocio disruptivos con clara aplicación de IA & ML en sus respectivos mercados e industrias: la valenciana ITRAC, Foodinthebox, Webtrans, Dolnai, Wegow, DynamEat.

**¿Sus desinversiones futuras serán ventas a diversos 'corporates'?**

Las inversiones están hechas de forma que sabemos que el *exit* será rápido y ágil, aunque evidentemente contractualmente lo tenemos a cinco nuestra aspiración es reducirlo también a tres. Las *corporates*, normalmente, tienen hasta un 40% de culto inflacionista sobre lo que compramos. No aspiramos a hacer las IPOs, nuestro punto es saber quién la compra y porqué. Nos gusta mucho re-

marcar cómo hacemos que esto construya: hemos creado nueve pasos según las necesidades de *startups* para activar tres niveles de ayuda. El interno, del equipo (que sobre todo es mi papel, mi razón de ser, porque vengo del lado de construir nuevos modelos de negocio) y luego tenemos 17 asesores de distintas industrias, multi-sectoriales y el tercer nivel de apoyo que son empresas referentes, equipo asesor de perfiles muy variados, y entre los que destacan Carlos Parmés (Houlihan Lockey), Alejandro Vázquez (ex-Tuenti), Fernando García (Facebook), Cristina Aranda (Lexic.AI), Marco Bressan (Unicredit) o Coro Saldaña (Accenture). En total, 17 integrantes que abarcan muchas disciplinas, desde financiero y *retail* hasta ciberseguridad, educación, movilidad, innovación, capital riesgo, logística o consultoría.

**En términos de rentabilidad ¿a qué retorno aspiran? ¿Los microfondos generan, en general, mejores rentabilidades?**

mos a unos 15 millones en el primer cierre. Creemos poderlo hacer antes del verano y el cierre final en 2023, para seguir captando fondos durante un año (para lo que tenemos 18 meses).

**¿Cuántas nuevas inversiones prevén cerrar durante este año 2022?**

Nuestra previsión es invertir el 60% del fondo en España y el 40% restante en Europa. Tenemos varias inversiones en fase avanzada de *due diligence*. Por ejemplo, una empresa alemana que aplica *computer vision* y IA para pilotar drones, facilitando que realicen vuelos autónomos con una aplicación en campos diversos como parques eólicos. Otra oportunidad de inversión en fase de *due diligence* es una *newco* en EEUU, cuyo equipo fundador es español. El objetivo es construir una cartera de 20 compañías. En las de mejor evolución haremos rondas de seguimiento (*follows on*). Los precios de España siguen siendo un 30 o 40% más baratos respecto a

## 'Startups' invertidas en Cartera

WITRAC	
Fundada	2012
HQ	Valencia, España
Sector	Manufacturing
Ronda	Series-A

foodinthebox	
Fundada	2013
HQ	Madrid, Esp. / San Diego, USA
Sector	FoodTech
Ronda	Seed

WEBTRANS	
Fundada	2020
HQ	Almería, España
Sector	Logistics
Ronda	Seed

DOLNAI	
Fundada	2018
HQ	Madrid, España
Sector	AdTech
Ronda	Seed

wegow	
Fundada	2013
HQ	Bilbao, España
Sector	AdTech
Ronda	Series-A

DynamEat	
Fundada	2020
HQ	Madrid, España
Sector	FoodTech
Ronda	Seed

Fuente: BrainVC.

elEconomista

Con Brain VC mejoramos la TIR en dos líneas: la primera es en el periodo de inversión, que reducimos a tres años los míticos cinco años de periodo de inversión. Si invertimos en una *startup* en una fase temprana (*seed*, *preseed* y serie A) podemos ayudarle hasta el momento de crecer a una Serie C o D, donde entra un *Corporate Venture Capital* o un industrial, adaptar su propuesta de valor para luego tener un buen encaje en su cadena, lo que nos asegura un comprador que nos va a pagar bien. El CVC no te regatea el precio porque lo que sobre todo necesita es el encaje estratégico. Si lo garantizas la probabilidad de vender bien es muy elevada.

**¿Cuál es su calendario de 'fundraising'?**  
**¿Cuándo prevén hacer un primer cierre?**

Haremos un *first closing* antes del verano, como tarde después con el tamaño objetivo de 25 millones y un *hard cap* de 35, aspira-

otros países europeos. En conclusión, creemos que España ofrece talento, precios ajustados y un buen pipeline de oportunidades. No vemos grandes diferencias entre los ingenieros españoles y los estadounidenses del MIT. Son igual de buenos.

**¿Qué diferentes perfiles incluye su base inversora?**

Fundamentalmente son *family offices* nacionales e internacionales que apuestan claramente por la tecnología y digitalización de la sociedad y las empresas. Otro perfil importante son las grandes empresas industriales que entienden bien la estrategia del fondo y que pueden aportar valor y aprovechar el *know how* generado del portfolio para innovar en sus negocios. En nuestras inversiones, también estamos abiertos a realizar coinversiones con otros fondos de venture capital complementarios y tecnológicos.

# 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**



**José Piñeiro**

Senior Managing director de FTI Consulting

## Cómo responder eficazmente a los conflictos

**E**l riesgo reputacional es de los más difíciles de prevenir y gestionar por su naturaleza cambiante y subjetiva. Su importancia ha crecido por la sensibilidad social y la rapidez en la propagación de la información. Es algo que va mucho más allá del *compliance* y que es previo a ello. Pongamos un ejemplo: en un contexto de una posible operación corporativa, la empresa adquirida puede albergar riesgos ocultos (relaciones con terceras partes controvertidas, sanciones, ejecutivos con mala reputación, fraudes, irregularidades contables, condiciones laborales...) que pueden derivar o generar un problema reputacional para la parte compradora.

El riesgo reputacional procede, en gran parte de los casos, de conflictos como los citados con anterioridad, a los que ninguna empresa es inmune. Es importante no olvidar que estos riesgos, ya sean reputacionales o no, pueden tener un impacto financiero real en la cuenta de resultados de la compañía. Todo ello nos debería llevar a plantearnos si, de forma preventiva, es posible mitigar y/o identificar este tipo de riesgos y cuál es la mejor forma de hacerlo.

En este sentido, los procesos para la detección proactiva de posibles fraudes e irregularidades se han convertido en una de las principales preocupaciones para los ejecutivos de las compañías y sus accionistas, independientemente del sector en el que operen. Es necesario, además de promover una cultura corporativa comprometida para que todos los empleados colaboren en las investigaciones sin temor a represalias, impulsar los procedimientos y modelos necesarios. Los canales de denuncia, por poner solamente un ejemplo, deben ser robustos y las políticas internas, apropiadas. Las estrategias y herramientas de retención de información para evitar la pérdida de evidencia también resultan claves en la actualidad.

En ocasiones, incluso con un enfoque adecuado de prevención no es suficiente. En ese caso, es decir, si nos situamos en acciones de recuperación del daño, los paraísos fiscales y estructuras *offshore* siguen siendo un reto, más allá de la colaboración de las distintas instituciones. También los asuntos de ciberseguridad, *deep web* o *dark web* son cada vez más importantes en el ámbito de

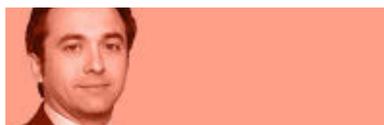


la recuperación de daños y es algo a lo que los fondos, en la gestión de riesgos de sus participadas, prestan mayor atención. Actualmente contamos con mejores soluciones para recuperar información borrada, pero todo el proceso añade complejidad y tiempo a las investigaciones.

Antes de la pandemia, la herramienta más analizada era el buzón de correo electrónico, ahora tenemos al menos cinco plataformas de comunicación donde también es necesario focalizarse y preservar. Todo ello teniendo en cuenta la jurisdicción donde se realizará la investigación, por lo que será esencial disponer del conocimiento, los recursos y la experiencia necesaria.

### ¿Cómo están afrontando las empresas estos retos?

Las comisiones de auditoría, y el Consejo en su conjunto, están poniendo el foco en afianzar el *tone at the top* y el *tone at the middle* en las organizaciones. Pero siempre hay más por hacer, y no son acciones aisladas, se trata de un proceso continuo de mejora e inversión. De hecho, el mejor resultado sería escalar año a año en posiciones de transparencia en los negocios.



## La detección proactiva de fraudes e irregularidades es una de las principales preocupaciones de ejecutivos y accionistas

Según nuestro estudio *Resilience Barometer*, una proporción significativa de los directivos encuestados (38%) admite tener dificultades a la hora de establecer procedimientos contra prácticas como el soborno y la corrupción. También dentro del apartado de desempeño medioambiental, social y de gobierno corporativo (*ESG*, siglas de *Environmental, Social and Governance*), la inversión y apoyo a la comunidad local y las prácticas de minimización fiscal figuran como factores críticos cuyo desempeño no es actualmente favorable.

Todo lo que tiene que ver con *ESG* está cobrando mucha importancia en las posibles inversiones que se plantean hoy en día: no sólo en relación con la decisión de no apostar por sectores contrarios a la agenda verde, sino también en cuestiones de condiciones laborales, trazabilidad del suministro, mercados sujeto a sanciones, etc.

Según el mismo estudio, una de cada dos compañías es proactiva a la hora de gestionar determinados riesgos, es decir, adopta procesos de gestión y medidas de control de forma anticipada. Entre estos están aquellos riesgos cuyo componente es principalmente interno, como podrían ser deficiencias en los procesos de producción que obliguen a la retirada de productos defectuosos, las fugas de información sensible o los cambios en la alta dirección de la compañía.

Por otro lado, factores externos como ser objeto de una investigación regulatoria, enfrentarse a multas por potenciales infracciones o los litigios contra la empresa se gestionan principalmente de forma reactiva, a pesar de la tendencia cada vez mayor a que sean las empresas las que acuden a tribunales o a arbitrajes para reclamar y defender sus intereses.

En definitiva, es fundamental disponer de una estrategia enfocada a la prevención (y unos procedimientos adecuados en un contexto de recuperación del daño) para lograr una respuesta eficaz a los incidentes a los que puede enfrentarse una compañía y sus accionistas.

El objetivo es poder evitar los posibles impactos, ya sean reputacionales, financieros... Se trata de brindar una respuesta inmediata, decisiva y multidisciplinar para reducir los daños a largo plazo y estar preparado para responder, de forma adecuada, a todo tipo de conflictos.

# Seaya ultima sus primeras inversiones con su fondo Andromeda

La gestora acaba de lanzar un vehículo de 300 millones para acelerar la transición energética y la sostenibilidad. Actualmente tienen cuatro inversiones en proceso avanzado de 'due diligence' y esperan invertir entre cuatro y seis compañías al año.

Judith Arrillaga Pérez.



iStock

**S**eaya Ventures lanza junto al Instituto de Crédito Oficial (ICO), Iberdrola, a través de su Programa de *startups Perseo*, y Nortia Capital el fondo Andromeda, para acelerar la transición energética y la sostenibilidad.

El fondo, que tiene un tamaño de 300 millones de euros, invertirá en empresas en crecimiento tecnológicas europeas relacionadas con la sostenibilidad, la transición energética, la electrificación de la economía, y otras áreas como la agricultura sostenible y la economía circular.

Se trata del primer gran fondo tecnológico de *venture capital* que contempla objetivos concretos en sostenibilidad en línea con el artículo 9 del Reglamento de la Unión Europea, contando con claros y medibles criterios ambientales, de sostenibilidad y gobernanza (*ESG* por sus siglas en inglés).

"Actualmente tenemos 4 inversiones en proceso avanzado de *due diligence*. En las próximas semanas compartiremos más detalles", explican desde Seaya a *elEconomista Capital Privado*.

La intención del fondo es invertir entre cuatro y seis compañías anuales con un ticket medio esperado de entre siete y 15 millones de euros por compañía.

A parte de los inversores ancla (Next Tech, Nortia e Iberdrola), Andromeda cuenta con el apoyo de grandes inversores institucionales y familias, tanto nacionales como internacionales, teniendo ya cerca de 200 millones comprometidos del objetivo de alcanzar los 300 millones de euros.

"Respecto al éxito del fondo, en Seaya hemos demostrado que apostar por la sostenibilidad no solamente no compromete los retornos, sino que los potencia. Un claro ejemplo son compañías como Wallbox o Clarity en las que estamos consiguiendo unos resultados excepcionales tanto a nivel de retornos como de impacto. Adicionalmente, Seaya es ya una plataforma consolidada a nivel europeo, con 10 años de experiencia en el sector, más de 500 millones de euros bajo gestión, un equipo de primer nivel y retornos de primer cuartil en sus fondos", apunta la compañía.

# Capital Privado

elEconomista.es



Foto del equipo de Seaya Ventures. eE

La estrategia de inversión está centrada en tecnológicas que, dentro de las temáticas del fondo (tecnologías aplicadas a energía y clima, economía circular y cadena de valor alimentaria), contribuyan de forma sustancial o faciliten la consecución de algunos de los objetivos medioambientales.

La participación pública en Andromeda se articula mediante el Fondo Next Tech, del ICO, con una inversión de hasta 100 millones de euros. Esta nueva operación se enmarca en el impulso de la colaboración público-privada en proyectos digitales innovadores de tecnologías de alto impacto y el desarrollo de *scale-ups* que generan empleo de calidad, que contempla el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia del Gobierno.

El presidente del Grupo ICO, José Carlos García de Quedo, ha destacado que la "inversión de *Fond-ICO Next Tech* en el fondo Andromeda potenciará el desarrollo de proyectos que contribuyen a dinamizar la doble transición, digital y verde, del tejido productivo para afianzar la recuperación y el crecimiento sostenible".

"Este proyecto va a fomentar que en España prosperen los líderes tecnológicos del futuro, consolidándonos a la vanguardia de las tecnologías más sostenibles. Andromeda es un claro ejemplo de la actividad que desde hace más de 15 años desarrollamos a través de *Perseo* para apoyar a los mejores emprendedores y *startups* que aceleran la transición hacia un modelo energético más sos-

tenible", comenta Ignacio Galán, presidente de Iberdrola.

Seaya Ventures tiene una amplia trayectoria invirtiendo en empresas tecnológicas en los sectores de energía, economía circular y *agritech*. Este fondo se integrará en su plataforma de *venture capital* para seguir apoyando a los líderes del futuro en estos sectores.

La fundadora de Seaya, Beatriz González, ha asegurado sobre esta alianza que "este fondo será pionero en el sur de Europa. La innovación y la tecnolo-

**El ticket medio de inversión oscilará entre los siete y los 15 millones por compañía**

gía son las claves para conseguir un desarrollo más sostenible. Desde Seaya Andromeda queremos apoyar a los fundadores que quieran liderar esta apuesta de futuro".

La CEO de Nortia Capital, Ana Forner, ha manifestado "un firme compromiso con el emprendimiento y la sostenibilidad. La voluntad de Manuel Lao es invertir en proyectos que cumplan estos requisitos. Formar parte de un proyecto pionero como Andromeda, nos permite apoyar a empresas españolas para situarse a la vanguardia en tecnología y sostenibilidad".

## Sanidad

**Ergon vende Indo a la alemana Rodenstock por 170 millones de euros**

Nueva compraventa entre fondos de capital privado en el mercado sanitario español. Ergon Capital, el brazo de *private equity* del grupo belga GBL (Groupe Bruxelles Lambert), ha vendido su participación del 70% en Indo Optical, el fabricante español líder de lentes oftalmológicas, -junto a los fondos Sherpa Capital (20%) y Oquendo Capital (10%)- al gigante alemán Rodenstock Group, propiedad del fondo inglés Apax Partners, que desembarca así

en el Sur de Europa. El equipo directivo del grupo oftalmológico, liderado por su CEO, Enric Florensa, reinvierte y sigue al frente de la compañía junto al nuevo propietario, referente global del sector desde hace 140 años.

La transacción, cuyo importe se sitúa entre los 160 y 170 millones de euros, se ha cerrado a un múltiplo elevado, de entre 14 y 16 veces ebitda.

## Renovables

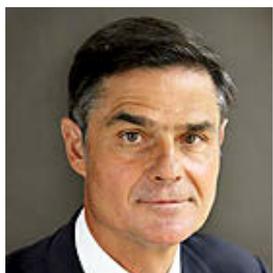
**KKR lanza una opa de 2.000 millones de euros por ContourGlobal**

El *private equity* estadounidense KKR amplía su apuesta por las energías renovables con una oferta pública de adquisición por el gigante británico ContourGlobal, cotizado en la bolsa de Londres, a un precio de 2.140 millones de dólares (unos 2.000 millones de euros). La opa, realizada a través de su fondo de infraestructuras europeo, cuenta ya con el compromiso irrevocable del principal accionista del grupo, Reservoir Capital, propietario del 71,36%

del capital. En concreto, KKR ha confirmado la aceptación del 72,8% del accionariado del grupo. El precio ofertado implica un valor empresa próximo a los 6.140 millones de dólares.

Según el acuerdo anunciado este martes, KKR abonará 263,6 peniques por cada acción de la compañía, lo que representa una prima del 36% sobre el precio de cierre de cotización de ayer.

## Fondo de fondos

**Arcano lanza Balboa Ventures con un objetivo de 150 millones**

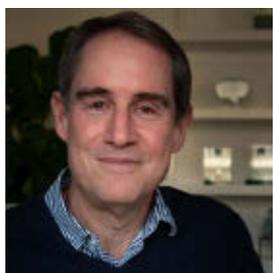
El ecosistema español de *startups* tecnológicas sigue creciendo con nuevos fondos destinados a invertir en gestores de *venture capital* de prestigio a nivel mundial. Arcano Capital lanza Balboa Ventures II con un objetivo de 150 millones de euros para invertir en proyectos en fases iniciales.

La idea original de la firma de activos alternativos fue que Balboa Ventures fuera un fondo cotizado,

la única OPV de un año seco en salidas a bolsa. Sin embargo, tras sondear el mercado, la gestora optó por un vehículo privado ante la falta de interés inversor para respaldar la ops.

Después de más de 11 años invirtiendo en *venture capital*, el fondo mantendrá la estrategia del anterior, Balboa Ventures I, cerrado en 2021 en 100 millones de euros.

## EEUU

**El gigante Datadog compra la vasca Hdiv Security al fondo Adara**

El gigante estadounidense Datadog, la compañía tecnológica Top 100 del Nasdaq y con sede en Nueva York, ha adquirido la startup donostiarra Hdiv Security, líder en seguridad de aplicaciones y APIs, para completar la protección de las aplicaciones de sus clientes y su software de seguridad. La operación, de importe confidencial, está sujeta a las condiciones de cierre habituales y se espera que se complete a finales de este año 2022.

La adquisición supone una desinversión exitosa para el fondo de *venture capital* español Adara Ventures, que entró en la startup vasca como socio minoritario en 2018 liderando una ronda de financiación de un millón de dólares. Alberto Gómez, Socio fundador de Adara, se ha mostrado "encantado de anunciar el final de este capítulo y de un nuevo viaje exitoso para Adara Ventures", explica el socio.

# PwC España, #1 en Deals\* en 2021, por décimo año consecutivo

Gracias a todos nuestros clientes  
por confiar en nosotros.

Refinitiv - Global M&A Review. Full Year 2021 -  
Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
<b>1</b>	<b>PwC</b>	<b>115</b>
2	Deloitte	71
3	KPMG	50
4	EY	31
5	Santander C&IB	22
6	Arcano Partners	20
7	Alantra	19

Mergermarket - Global & Regional M&A Report  
2021 - Full Year 2021 - Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
<b>1</b>	<b>PwC</b>	<b>98</b>
2	Deloitte	72
3	KPMG	48
4	EY	39
5	Santander C&IB	25
6	Arcano Partners	24
7	AZ Capital	17

Dealogic M&A League Tables - Full Year 2021 -  
Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
<b>1</b>	<b>PwC</b>	<b>86</b>
2	Deloitte	60
3	Santander C&IB	32
4	EY	31
5	Arcano Partners	26
6	KPMG	21

Bloomberg M&A League Tables. Full Year 2021 -  
Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
<b>1</b>	<b>PwC</b>	<b>106</b>
2	EY	59
3	KPMG	47
4*	Santander C&IB	16
4*	Alantra	16
5	JP Morgan	14



\*Fuentes: Refinitiv (antes Thomson Reuters) Global M&A Review – Financial Advisors - Full year 2021 (Any Spanish Involvement Completed (AF41) and Announced (AD34), rank # of Deals per Advisor), Refinitiv (Thomson Reuters), 3 de enero de 2022; Mergermarket Global & Regional M&A Report, 2021, Financial Advisor League Tables, 4 de enero de 2022; Dealogic M&A database. Ranking announced deals; Full year 2021 final results, 1 enero 2022; Bloomberg M&A database. Ranking announced deals; Full year 2021 final results and Global M&A Market Review, 2021, Enero 2022.

# El Fonrec ha destinado ya más de 365 millones de euros en 40 compañías

**La última reunión del Comité Técnico de Inversiones celebrada en mayo aprobó conceder 39,95 millones de euros a siete nuevas compañías.**

elEconomista. Foto: Getty

**E**l Comité Técnico de Inversiones del Fondo de Recapitalización de empresas afectadas por la Covid-19 (Fonrec), gestionado por Cofides, ha aprobado siete nuevas solicitudes de financiación de 39,95 millones de euros a Albastar, CSI Suministros, Ferrallas Piera, Hallotex, Tecnologías Avanzadas Inspiralia, Lurra Itsasoa y Spanish Bakery & Coffee. Con todo, suma 40 solicitudes aprobadas por valor de 365,9 millones de euros, que están contribuyendo a salvaguardar 13.200 empleos.

Así, el Comité Técnico de Inversiones del Fonrec ha aprobado la concesión de 15 millones de euros a la empresa Albastar mediante un préstamo participativo. En la operación han participado Kroll Advisory, como consultor financiero, y Martínez Echeverría, como consultor legal. La compañía, con sede en Palma de Mallorca, es una aerolínea chárter y regular que opera en colaboración con los principales turoperadores españoles, italianos y europeos.

También autorizó la concesión de 2,5 millones de euros a CSI Suministros a través de un préstamo participativo de 2,39 millones de euros y otro ordinario de 110.000 euros. En el análisis de la operación han participado Grant Thornton como asesor financiero y Gómez, Acebo y Pombo como asesor legal. La compañía cuenta con locales en varias localidades de Cataluña y centra su actividad en la distribución de material para construcción y reformas.

Ferrallas Piera obtendrá un préstamo de 4,15 millones de euros a través de un préstamo participativo de 2,09 millones de euros y un préstamo ordinario de 2,06 millones de euros.

Por otro lado, Hallotex recibirá 4 millones de euros en un único préstamo participativo. En la operación han participado EY Servicios Corporativos y Broseta como asesores financieros y legales, respectivamente. Hallotex, con sede en Mataró (Barcelona), centra su actividad en el diseño y fabricación de prendas de vestir.

Tecnologías Avanzadas Inspiralia obtendrá 4 millones de euros a través de un préstamo participativo.



**AlbaStar recibirá 15 millones de euros.**

La compañía, con sede en Madrid, es una consultora estratégica y de I+D especializada en el desarrollo de productos innovadores para terceros. También se ha acordado la concesión de 4,3 millones de euros a Lurra Itsasoa mediante un préstamo par-

**Las 40 solicitudes aprobadas contribuyen a salvaguardar 13.200 empleos**

ticipativo de 2,6 millones de euros y otro ordinario de 1,7 millones de euros.

Por último, a Spanish Bakery & Coffee se le concederá un préstamo participativo de seis millones de euros. PKF Attest ha participado como asesor financiero y Simmons & Simmons como legal.



El proyecto del nuevo Estadio Santiago Bernabéu.

## Sixth Street, el verdadero 'fichaje' del Real Madrid

El 'private equity' que explotará el nuevo estadio Bernabéu tiene hoteles en la costa española, participa en Airbnb, Spotify y en el equipo de la NBA San Antonio Spurs.

Rocío Casado. Foto: eE

La decepción del fichaje frustrado de Kylian Mbappé por el Real Madrid ha *nublado* la última fecha marcada en rojo del calendario madridista: el jueves 19 de mayo de 2022. Ese día se selló la alianza millonaria del club blanco con dos nuevos socios: el fondo estadounidense Sixth Street y Legends, la firma especializada en gestionar recintos deportivos, donde el *private equity* americano es dueño del 51% del capital. Alan Waxman, CEO de Sixth Street, y Florentino Pérez, presidente del Real Madrid, firmaron un acuerdo cifrado en 360 millones de euros para explotar el nuevo estadio con el propósito de convertir al renovado Bernabéu en referente mundial del ocio y el entretenimiento.

Socios del club blanco y aficionados se preguntan quién es el fondo americano que tendrá el derecho a participar en la explotación del faraónico coliseo

durante 20 años. Según la letra pequeña del contrato definitivo, Sixth Street se llevará hasta un 30% de los ingresos del Bernabéu, -excepto la venta de abonos-, y el Real Madrid se hará con el 70% restante. Aunque todavía es pronto para hacer números, la previsión es que el nuevo estadio genere entre 350 y 450 millones de euros anuales.

Sixth Street tiene su sede en San Francisco y opera desde nueve oficinas en todo el mundo con 60.000 millones en activos bajo gestión y una amplia experiencia en inversiones en deporte e infraestructuras. El fondo americano es propietario del 20% del equipo de baloncesto estadounidense San Antonio Spurs, uno de los más laureados de la NBA. También es accionista de la firma de alquiler vacacional Airbnb, donde invirtió 900 millones de euros entre deuda y capital en 2020 junto a Silver Lake para ayudar a la compañía a afrontar la pandemia e impulsar su salida a bolsa en el Nasdaq. En su cartera figuran también Spotify, la aplicación de música en *streaming* -patrocinador del FC Barcelona- y la empresa de oncología Caris Life Sciences, entre otras.

El fondo nació en 2009 como el brazo de crédito del gigante de capital riesgo TPG, la antigua Texas Pacific Group. En 2021, Sixth Street irrumpió con fuerza en el mercado hotelero español con la adquisición de cinco hoteles vacacionales por 85 millones de euros y se hizo con el 51% de la empresa de experiencias *premium* Legends en una operación valorada en 1.300 millones de dólares. Esta alianza estratégica ha permitido a ambas firmas ir de la mano para sellar el 'gran fichaje' del club blanco.



**Raúl Chamorro Malagón**  
Senior Director Álvarez & Marsal

## Cuando más vale prevenir...

**A** la vez que escuchamos que en 2021 el número de fusiones y adquisiciones en España tuvo un incremento del 40% respecto al 2020 y que las perspectivas prevén una intensa actividad corporativa para 2022, la Corte de Arbitraje de Madrid nos informa de que casi la cuarta parte de 128 los expedientes que ha administrado durante el pasado año están relacionados con disputas societarias y post operaciones corporativas.

Tanto la parte compradora como la vendedora de una operación corporativa invierten gran cantidad de esfuerzo en la negociación del precio de la transacción, incluyendo desde el análisis del comportamiento pasado de la sociedad objeto de la operación (*due diligence* financiera, operacional, comercial y fiscal), hasta el análisis de proyecciones futuras y valoraciones. No obstante, existe una clara asimetría de información en la negociación de una operación corporativa, generalmente en favor del vendedor que inevitablemente tiene un mayor conocimiento del negocio objeto de la operación al del comprador.

Por ello, e incluso cuando la parte compradora ha llevado a cabo todos los procesos razonables de evaluación de la operación, una parte significativa de las transacciones corporativas finalizan en una disputa *post-deal* generalmente motivada por discrepancias en la determinación de los denominados ajustes al precio, como muestran las estadísticas de la Corte de Arbitraje de Madrid.

La experiencia nos indica que la mayor parte de estas disputas se deben a discrepancias en el modo de determinar ciertas magnitudes generalmente utilizadas en los ajustes al precio (tales como el *ebitda* o resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, el capital circulante o la deuda financiera neta) o en la definición del alcance de los hechos posteriores al cierre de la operación.

A modo de ejemplo, podríamos encontrarnos un contrato de compraventa de acciones que indique que el precio final de la operación será ajustado por X veces la diferencia entre el *ebitda* al cierre del ejercicio según su definición en el Plan General de Contabilidad y un valor objetivo de esta magnitud. Al cal-



cular el ajuste al precio, las partes se darán cuenta, probablemente tarde, de que el Plan General de Contabilidad no define el *ebitda*. Es más, no existe un consenso único en la comunidad financiera para la determinación de esta magnitud.

Para intentar evitar una indeseable disputa por el ajuste al precio de una operación corporativa, recomendamos que las partes consensúen en el contrato de compraventa de acciones qué partidas concretas formarán parte de las diferentes magnitudes que van a determinar el o los ajustes al precio. De hecho, sería muy positivo incluir un ejemplo de cómo determinar estas magnitudes con unos estados financieros previos al cierre de la operación. También sería deseable que el contrato definiera los criterios para determinar si una cuenta a cobrar en el momento del cierre de la operación podría entenderse si es incobrable o si las existencias son obsoletas. Por último, también recomendamos que los contratos determinen de manera precisa los periodos en los que hechos posteriores al cierre podrían afectar al precio.

Aunque sobre el papel, estas recomendaciones parecen de fácil implementación, dada la especificidad de cada transacción, en la práctica resulta difícil tener en cuenta en el contrato, que muchas veces se construye sobre la base de una plantilla más o menos estandarizada, todos los elementos que puedan derivar en una posterior disputa.



■

## Una parte significativa de las transacciones culminan en disputas 'post-deal' por discrepancias de precio

■

Por muchas cautelas que se tomen, la aparición de disputas posteriores al cierre de operaciones corporativas es inevitable, por lo que las partes deberían acordar el procedimiento de resolución que entiendan que mejor se adecuará a sus necesidades en el caso de un potencial desacuerdo.

En este sentido, la figura del experto dirimente supone un procedimiento alternativo a la jurisdicción ordinaria de resolución de conflictos que se adapta especialmente bien a ciertos tipos de disputas *post-deal*, sobre todo a aquellas en las que existan discrepancias en la determinación de una magnitud contable. Para que este procedimiento alternativo sea viable, las partes deberían haber mostrado en el contrato su voluntad de someterse al criterio de un tercero independiente, que actúe como experto, no como árbitro en derecho, para dirimir una potencial discrepancia.

Además, sería deseable que las partes invirtieran esfuerzos en la redacción de la cláusula del experto dirimente y definieran no solo el abanico de expertos a los que las partes podrían someterse en caso de disputa, sino también el proceso de comunicación de las partes con el experto que garantice los principios de igualdad, concurrencia y contradicción.

En cualquier caso, es de suponer que ninguna de las partes quiere que una transacción termine en una disputa que se alargue mucho en el tiempo y sea potencialmente costosa. Por ello, aunque se haya llevado a cabo una cuidadosa evaluación de la operación con el objeto de cerrar la brecha de información entre las partes cuando lleguen a un acuerdo, una inversión en tiempo en la redacción del contrato debería reducir la cantidad de esfuerzos y gastos necesarios para resolver una eventual disputa por el cierre de la transacción si esta surgiera.

Y es que en el ámbito de las transacciones más vale prevenir que curar, ya que el cuidado que se ponga en la fase de negociación al considerar las cuestiones aquí tratadas puede contribuir en gran medida a mitigar los riesgos de eventuales disputas largas y costosas.

---

## Asesor senior

**Pablo Isla ficha como asesor del capital riesgo General Atlantic**

Pablo Isla inicia nueva etapa de la mano del capital riesgo como asesor senior global de la gestora estadounidense General Atlantic, que cuenta con más de 82.000 millones de euros en activos bajo gestión, tras pasar el testigo de Grupo Inditex a Marta Ortega el pasado 31 de marzo. Con la discreción que le caracteriza y tras 17 años al frente del mayor imperio textil del mundo, Isla asesorará desde Europa a los equipos de inversión y a las compa-

ñas de la cartera global del *private equity* norteamericano, especialmente en las áreas de consumo y tecnología con un claro componente digital y de apoyo estratégico.

La incorporación de Isla al gigante General Atlantic, con sede central en Nueva York, llega tras su adiós al cargo como presidente ejecutivo de Inditex después de casi dos décadas ligado a la empresa.

## En España

**GreenVolt y Green mind Ventures invertirán 170 millones en energía solar**

GreenVolt, la firma portuguesa de energías renovables de mayor crecimiento en Europa, refuerza su apuesta por España con un vehículo de inversión para proyectos de energía solar fotovoltaica, llamado Sustainable Energy One (SEO), con el que invertirá 170 millones los próximos cinco años en proyectos conectados a red, grandes autoconsumos y comunidades solares, de hasta 10 MW. El fondo, ya operativo y en búsqueda activa de proyectos, tiene

como objetivo alcanzar 250MW en operación hasta 2028 con un equipo liderado por Ignacio Madrid, *managing partner* de Green mind Ventures.

Green mind Ventures será el encargado de identificar, desarrollar y ejecutar proyectos de transición energética, sostenibilidad e impacto, con una amplia experiencia en inversión y desarrollo en activos renovables de más de 3GW en la Península Ibérica.

## Telecomunicaciones

**Asterion puja por la 'teleco' italiana Irideos con la gestora alemana DWS**

Asterion Industrial Partners, el mayor fondo de capital privado español que ha logrado levantar este año 1.800 millones con su último vehículo, compete en la puja por la *teleco* italiana Irideos (antes Infracom) con DWS Invest Global Infrastructure, la gestora alemana de infraestructuras global, en un proceso competitivo dirigido por Mediobanca e ING.

Ambas gestoras han presentado sus ofertas por la

compañía transalpina propiedad de F2i -el mayor fondo de infraestructuras italiano con 5.000 millones de euros en activos bajo gestión-, dueño del 80% del capital y del fondo Marguerite, propietario del 20% restante.

El proceso de venta de Irideos se inició en el último trimestre de 2021, cuando la *teleco* italiana recibió muestras de interés por parte de Grain Capital.

## Fondo de fondos

**Qualitas Funds apunta a los 1.000 millones de euros bajo gestión**

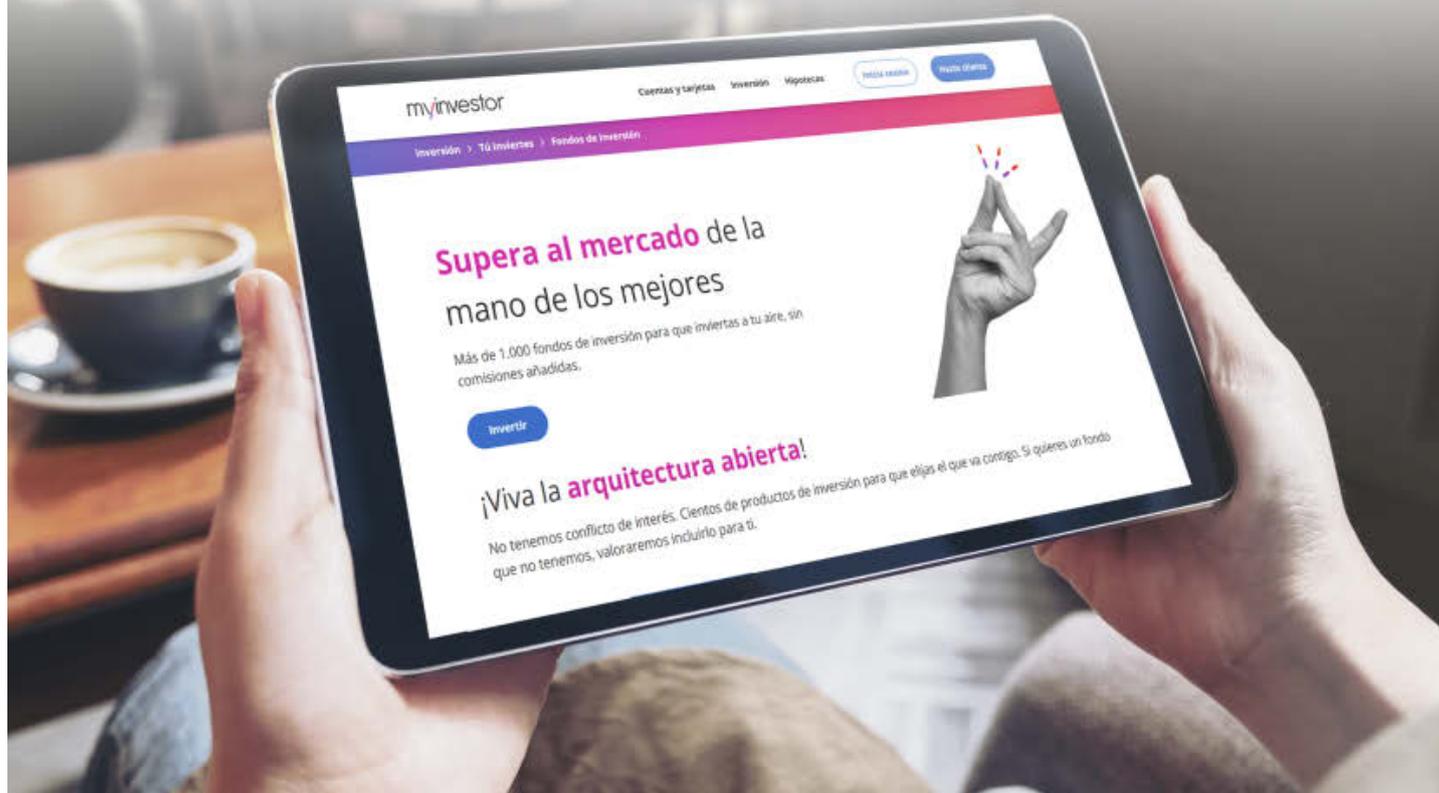
Qualitas Funds lanza su quinto fondo de fondos con un tamaño objetivo de 170 millones tras alcanzar los 600 millones de euros bajo gestión y cerrar el primer vehículo de coinversiones en España. Todo ello en base a su relación con los mejores gestores de *private equity* europeos y gracias a una estrategia única centrada en el mercado de pequeñas y medianas empresas (*lower mid market*) con la que ha logrado la confianza de más de 700 inversores.

Como en sus vehículos anteriores, la firma española fundada en 2015 por Eric Halverson y Sergio García invertirá en compañías medianas en Europa y Norteamérica, de la mano de las mejores gestoras de *private equity* en este segmento del mercado. En paralelo, Qualitas ha consolidado su programa con el cierre de su cuarto fondo de fondos de *private equity*, Qualitas Funds IV, dotado de 180 millones y superando en 50 millones el tamaño objetivo.

**Y ahora, al abrir su cuenta en MyInvestor  
y realizar cualquier aportación a sus fondos de inversión**

# myinvestor

**le regala una suscripción anual a elEconomista.es**  
valorada en 89,99 €



Aproveche la **ventaja exclusiva de recibir por e-mail** la versión pdf del diario líder en información económica



eMail con **periódico en PDF**  
(Envío el día anterior entre las 22:00 y las 23:00h)



**Acceso a todos los especiales** y las **17 revistas digitales** que durante ese año estén vigentes



**Acceso a hemeroteca**

**Tome las mejores decisiones de inversión con**  
myinvestor y elEconomista.es

[bit.ly/myinvestor\\_suscripcion\\_elEconomista](https://bit.ly/myinvestor_suscripcion_elEconomista)

Promoción válida hasta el 15 de diciembre de 2022



### **'Search Funds: llegaron para quedarse', organizado por SpainCap en colaboración con CaixaBank**

El evento *Search funds: llegaron para quedarse*, organizado por SpainCap con la participación de Asta Capital, Istria Capital y JB46, ha analizado la creación del ecosistema de fondos de búsqueda en España para emprendedores, inversores y empresarios y su proyección en España, el país europeo más activo en fondos de búsqueda o *search funds* y el tercero a nivel global.