

Capital Privado

elEconomista.es

INCUS CAPITAL INVIERTE 2.200 MILLONES EN FINANCIACIÓN ALTERNATIVA A LA BANCA

La gestora española cumple una década y amplía su oferta en infraestructuras, energía e inmobiliario

A FONDO

EL RENACER DE LAS OPAS 'AGITA' EL MERCADO

Alejandro Moya
Socio y responsable
de Real Estate

Andrés Newton
Managing Partner and CIO

Martin Pommier
Socio y COO

Álvaro Rivera
Socio

Corrado Giovanelli
Socio

Estanislao Carvajal
Socio

Sébastien Kessas
Socio



Capital Privado

elEconomista.es



Entrevista | P4

Incus lanza nuevas soluciones de capital en su décimo aniversario

Con una fuerte presencia local y 2.200 millones bajo gestión, en la cartera de la gestora en España destacan Capital Energy, Greenalia, Soltec y Aguas de Valencia, entre otras.



A fondo | P8

Las opas 'calientan' motores

Aunque el resurgir es lento y contenido, los nuevos movimientos llegan a las cotizadas españolas con el capital extranjero y el 'private equity' como protagonistas.

Tendencias | P14

Bankinter anuncia un fondo de fondos de 1.500 millones para minoristas

La entidad, a través de la filial de Investments, permitirá la entrada de inversores minoristas desde 10.000 euros. El vehículo estará abierto durante dos años.

En el foco | P20

CAPZA-Artemid y MAIF lanzan un fondo de 'impacto' de 120 millones

La aseguradora gala MAIF ha confiado a CAPZA y a su filial Artemid la gestión de un fondo de deuda senior de 120 millones dedicado al impacto ambiental.



Al Descubierto | P30

Hearst trae a España su fondo de mujeres

El nuevo vehículo nacido hace siete años en EEUU desembarca en España, desde donde analizará oportunidades en Portugal. Ya tiene 50 compañías en cartera.



Entrevista | P40

José Luis del Río, CEO de Arcano AM

El socio y co-consejero delegado de Arcano AM analiza las perspectivas del área de banca de inversión y gestión de activos, con un fuerte sesgo en inversión responsable

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: Lucía Gómez



Inversión ‘de impacto’: una pujante industria se abre paso

Uno de sus principales lemas afirma que se puede “cambiar el mundo a través de la inversión”, apostando por empresas que demuestren su compromiso con el medio ambiente y la sociedad. La ola de impacto que vive el sector de capital privado en España, en paralelo a la madurez de la industria, se traduce en la llegada de nuevos inversores y flujos de capital crecientes hacia un sector que busca generar un impacto social y/o medioambiental medible y gestionable, además del tradicional retorno financiero.

La llamada inversión de impacto ha llegado a España para quedarse y seguir creciendo dentro de la inversión sostenible y social, tanto en volumen invertido como en nuevos actores y proyectos. Según SpainNAB, en nuestro país existen 15 fondos de capital privado enfocados en este ecosistema, con un total de 436 millones de euros bajo gestión, lo que supone alrededor de cinco veces los activos gestionados en 2018 (92 millones de euros). Así lo muestra el estudio que la patronal SpainCap realiza cada año en colaboración con Esade. Desde hace un lustro, la inversión de impacto no ha dejado de crecer y aunque los fondos han sido pioneros y han tomado el liderazgo, otro tipo de entidades, como la banca ética y social, con una larga trayectoria en el mercado, destinan 1.638 millones a esta tipología de inversión, incluyendo 230 millones gestionados por fundaciones, cada vez más interesadas también en alinear sus estrategias de inversión patrimonial con su misión fundacional.

■ España está apostando con fuerza por la inversión de impacto, pero queda un gran trabajo en metodología y transparencia

Aunque el ecosistema nacional todavía es pequeño frente a otros países, la inversión de impacto es una industria pujante en España y ocupa un pilar fundamental en la agenda de los inversores. Sus gestores, en vez de utilizar el tradicional binomio (rentabilidad-riesgo) emplean el trinomio (rentabilidad-riesgo-impacto), donde incluyen este último factor clave en sus estrategias de inversión, apostando por proyectos cuyo propósito es generar un impacto positivo social y/o medioambiental.

En definitiva, la inversión de impacto es una tendencia imparable pero con numerosos retos y oportunidades por delante. Uno de ellos es el peligro del “greenwashing” o “impact washing”, junto a las tendencias regulatorias y la necesidad de una fiscalidad que incentive la industria. Pero, sin duda, su gran desafío actual es la transparencia y la falta de metodología, como ha puesto de manifiesto el último informe “el *Estudio del ecosistema de Inversión de Impacto en España desde la visión del Capital Privado*” elaborado por SpainCap en colaboración con la consultora Attalea Partners. Sus conclusiones son esclarecedoras: el 100% de las gestoras entrevistadas ya integran los criterios ESG en sus procesos de inversión y el 89% auditan y verifican sus métricas de impacto.

INCUS CAPITAL

La gestora española de *real assets* anuncia nuevos fondos en su décimo aniversario



De izda.a dcha., Estanislao Carvajal, Alejandro Moya y Álvaro Rivera, socios de Incus Capital.

“La banca se ha ‘encogido’ y tiene más restricciones a la hora de asegurar operaciones”

Incus Capital amplía su estrategia inversora más allá del crédito ‘asset-backed’ con nuevos fondos de capital y deuda senior para seguir ofreciendo soluciones financieras a medida en infraestructuras, renovables e inmobiliario. Con 2.200 millones bajo gestión, en su cartera figuran, entre otras, Capital Energy, Greenalía, Soltec y Aguas de Valencia.

Por Rocío Casado. Fotos: Victoria Muñoz

Incus Capital cumple una década de trayectoria con más de 2.000 millones de euros invertidos en capital y crédito en toda Europa y 40 profesionales en plantilla en su sede de Madrid y oficinas en Lisboa, París y Milán. La gestora española de activos reales (*real assets*) anuncia un nuevo fondo de 650 millones y una nueva iniciativa para invertir en *private equity real estate*. De la mano de una sólida base inversora internacional en la que des-

taca su alianza con Ontario Teachers Pension Plan, suma nuevos planes de pensiones públicos y privados, compañías de seguros, fondos soberanos, fundaciones, *family offices* y fondos de fondos en EEUU, Canadá y Europa, junto a algún inversor español.

El nuevo escenario macroeconómico y el alza de los tipos de interés, ¿abren nuevas oportunidades de inversión para Incus Capital?

Capital Privado

elEconomista.es

Efectivamente. El mercado bancario está, en cierta medida, parado y cauteloso. Los *sponsors* solían obtener financiación al 3-4% con euribor al 0% al que se sumaba un *spread* de 300 o 400 pbs. Con el euribor en el 3% y *spreads* de 300 o 400 pbs, el *gap* con el coste de la financiación alternativa se estrecha. Los balances de los grandes bancos aseguradores tienen enormes bolsas de préstamos remansados aún por syndicar y las perspectivas de un posible incremento de los *defaults* tampoco ayuda. El resultado es que la banca se ha “encogido” y tiene más restricciones para asegurar operaciones y tomar grandes tickets. Por nuestra parte, se abren nuevas oportunidades para financiar compañías con estructuras diferentes, donde en ocasiones estamos dispuestos a ofrecer un coste más reducido y compartir el *upside* con nuestros clientes.

Tras desplegar capital a niveles récord los últimos años ¿Qué fondos están liquidados?

tivos reales) que conocemos bien. Con el cuarto fondo de crédito tenemos mayor capacidad para hacer operaciones de capital (*equity*). Nuestra base inversora nos demandaba nuevas estrategias de inversión para originar oportunidades en el Sur de Europa, donde conocemos bien los activos y somos capaces de movernos en la estructura de capital asumiendo más o menos riesgo. Ante la oportunidad de comprar un activo a buen precio necesitábamos identificar el inversor y pensamos ¿por qué no entrar nosotros en el *equity* sin depender de terceros? Para ello, estamos levantando también fondos de *private equity real estate*. Además contamos con un vehículo de deuda senior, principalmente con colateral de *real estate* y renovables, y mayor flexibilidad y rapidez que la banca.

¿Qué capital han invertido ya con su cuarto fondo de crédito de 650 millones?

El cuarto fondo, activo desde julio de 2022, ha invertido unos 300 millones en 10 opera-

“El cuarto fondo de crédito de 650 millones ha invertido 300 millones en inmobiliario, renovables y transición energética”

“Nuestra base inversora nos demandaba nuevas estrategias de inversión y oportunidades en el Sur de Europa”



Enrique Santos, Guillermo Entrecanales y Eduardo San Martín, directores.

En total, hemos lanzado cuatro fondos de crédito: Incus Capital Iberia Opportunity Fund I, Incus Capital Iberia Credit Fund II e Incus Capital European Credit Fund III y IV, dotados con 128 millones de euros, 269 millones de euros, 507 millones de euros y 650 millones, respectivamente. El primero lo liquidamos con éxito en diciembre de 2020 y el segundo también está en fase de liquidación. El tercero, dotado con 507 millones, está totalmente invertido y ahora estamos invirtiendo en el fondo IV, cerrado en 650 millones.

¿Con qué bolsillos diferentes cuentan para aprovechar esas nuevas oportunidades?

Ofrecemos soluciones de financiación o capital (*capital solutions*) y mandatos flexibles para adaptarnos a las necesidades de cada compañía. Hemos ampliado y diversificado nuestra estrategia de inversión manteniendo siempre el subyacente de *real assets* (ac-

ciones, principalmente en el sector inmobiliario, energías renovables y en activos de transición energética. Hemos firmado, por ejemplo, un acuerdo de financiación de 100 millones de euros con la firma de renovables Soltec y nos hemos asociado con el promotor de renovables Reolum, un equipo procedente de Forestalia, creando un vehículo conjunto para el desarrollo de una planta de biomasa de 46 MW en León.

En renovables han estado muy activos desde el año 2014 y financian a muchos grupos promotores familiares o independientes ¿En la cotizada española Soltec han financiado su negocio de operación de plantas renovables, Soltec Asset Management?

Así es. Soltec cuenta con un área industrial y una división dedicada a la explotación y gestión de infraestructuras de energías renovables, Soltec Asset Management, y que



Imagen de equipo de Incus Capital, la gestora española fundada en 2012

incluirá parte de los activos en promoción cuando lleguen a *RTB* (*Ready to Build*). Una vez llegan a esa fase RTB, ponemos el capital para financiar la construcción y puesta en operación de una parte de los proyectos, principalmente en Europa (España, Italia) y Brasil. Nosotros entramos en el sector de renovables desde el mundo secundario, comprando posiciones de bancos internacionales que tenían préstamos con activos regulados. Con el cambio legislativo y antes de la confirmación de la rentabilidad razonable, algunos bancos quisieron salir del sector y vendieron sus posiciones. En aquel momento invertimos en varias operaciones y nos fue bien. Desde el año 2019 hemos venido haciendo operaciones de financiación de desarrollo y construcción de activos ya rentables sin subvención. Nuestros clientes han sido sobre todo promotores que tienen la ambición de convertirse en una IPP (Productor Independiente de Energía).

Es una industria muy intensiva en capital....

Sin duda. Al principio no tienes ningún dividendo ni ingreso, pero hay que hacer estudios medioambientales, instalar torres de medición, opcional terrenos, pagar el coste de los avales, etc. Y una vez llegan los proyectos a *RTB* (*Ready to Build*) se suele financiar un 60% con deuda bancaria, pero tienes que poner un 40% del capital. Gracias a nuestro capital no dilutivo, somos un socio más barato y fácil. Hemos hecho operaciones entre otros con Greenalia, Capital Energy y en

tramos también en la filial de renovables Dominion Energy con una solución de capital.

¿Cómo ven el buen momento actual de las renovables en España y Portugal y qué papel puede jugar Incus en el mercado?

Sin duda, Iberia es un lugar privilegiado para invertir en renovables. Al ser una industria tan intensiva en capital, nuestras distintas alternativas de financiación tienen una buena acogida. La banca no suele entrar en proyectos de desarrollo, sino más tarde, cuando llega al *ready to build* y normalmente sólo si hay PPAs (contratos de largo plazo de electricidad). El desarrollo es muy interesante porque, aunque tiene riesgo de mortalidad, el retorno del capital es muy alto. Nuestro dinero al final tiene un coste más alto que la financiación bancaria, pero es más barato que el capital. Además de desarrollo, en renovables también tomamos *riesgo merchant*, para financiar la construcción, y con niveles de apalancamiento donde no puede llegar la banca.

En su cartera actual en España hay compañías como la citada Soltec, Capital Energy, y Aguas de Valencia, donde tomaron un 10% del capital por 100 millones. A Capital Energy le concedieron en 2021 un préstamo de 140 millones junto al fondo Ontario Teachers ¿Si la compañía hubiera salido a bolsa habrían desinvertido?

Hay varias alternativas. Desde la citada salida a bolsa, a una rotación de activos como cuando vendieron el 70% de cinco instala-

Capital Privado

elEconomista.es

ciones renovables a la austríaca Verbund el pasado mes de marzo de 2022. La compañía despierta el interés de muchos inversores, y puede haber también una refinanciación. Con el fondo senior hemos hecho también inversiones en la cotizada Umbrella Solar Investment, a la que concedimos un préstamo de 106,5 millones *senior debt* para construir un portfolio de 212 Mwp en España. Se trata de financiación *project finance* a 7 años para construir plantas fotovoltaicas en la Comunidad Valenciana. En el sector inmobiliario, en 2021 concedimos a Aedas financiación senior para su estrategia de *build to rent* (construir para alquilar), por importe de 112 millones de euros.

Precisamente Dominion ha hecho pública la próxima salida de Incus Capital como socio minoritario con jugosas plusvalías....

La ventana para nuestra salida podía venir

optado por una solución de deuda frente al capital. Es una empresa innovadora y sostenible, con un elevado potencial de crecimiento, a la que hemos financiado con 40 millones para ampliar la planta con la que multiplicará producción y empleo a finales de este año. Con un fuerte crecimiento por encima del 40% anual en los últimos años, está considerada como una de las empresas clave para alcanzar la sostenibilidad en los sectores de la agricultura y la agroindustria a nivel europeo.

Para terminar, han lanzado también un fondo de 100 millones para invertir en alquiler de corta y media estancia en el sur de Europa, ¿cuál es su tesis de inversión?

De momento, hemos invertido 35 millones en nueve edificios en Madrid, Málaga y Lisboa. El nuevo fondo inmobiliario se centra en la compra de edificios residenciales en el



Incus es socio de Dominion Energy. iStock



Imagen de Soltec. iStock



Incus invierte en renovables desde 2014.

de distintos eventos de liquidez: salida a bolsa, entrada de un inversor privado, rotación de activos, refinanciación, etc. Finalmente, la compañía ha anunciado la recompra de la participación que tomamos en 2021 por 66,9 millones, lo que supone una plusvalía para el fondo del 33,9% respecto a la operación ejecutada en la ampliación de capital de 75 millones donde entramos como socios. Un buen ejemplo de cómo nuestro dinero es un capital puente que, asumiendo mayor riesgo, se ha utilizado para crear valor en la empresa evitando una mayor dilución.

También han invertido en Kimitec, la 'bio-tech' española junto a Banco Santander, ¿en qué ha consistido la operación?

Sí, Kimitec es una compañía en Almería, especializada en bioestimulantes, biofertilizantes y biopesticidas que necesitaba financiación para ampliar la fábrica y ha

centro de grandes ciudades de España y Portugal para su reposicionamiento y posterior explotación en régimen de alquiler con servicios de corta y media estancia, los llamados en la jerga financiera *serviced apartments*. Son una suerte de híbrido entre el producto hotelero tradicional y el residencial en alquiler a largo plazo. Tenemos ya comprometidos 50 millones de euros, captados principalmente entre *family offices* y fondos de fondos. Actualmente estamos en periodo de captación de otros 50 millones adicionales con la previsión de cerrar el vehículo antes del verano. Aunque los activos adquiridos se ubican en Madrid, Málaga y Lisboa, no descartamos ampliar el foco geográfico a otras ciudades de Europa. Con esta nueva estrategia de *equity* inmobiliario, cubrimos un hueco en el mercado ibérico donde no hay grandes operadores y el producto existente todavía está muy fragmentado.



El reajuste de las valoraciones de cotizadas puede generar más ofertas de adquisición. iStock

El renacer de las opas con Allfunds, Applus, Solaria y Talgo en la diana

Aunque el resurgir de las opas es lento y contenido, todo apunta a nuevos movimientos sobre cotizadas españolas con el capital extranjero y el 'private equity' como grandes protagonistas sin olvidar a los grupos industriales. Allí donde se identifique una buena oportunidad, advierten los expertos, surgirá el interés.

Rocío Casado. Fotos: iStock



La firma de energía Solaria suena entre las compañías “opables”. iStock

Siguendo la estela de las grandes ofertas públicas de adquisición en España como Parques Reunidos, Cortefiel, Telepizza, Deoleo o Amadeus, las opas vuelven a calentar motores con movimientos en torno a compañías como Allfunds, sobre la que el operador bursátil Euro-next ha lanzado una oferta de 5.500 millones de euros en efectivo y acciones. Tras conocerse la noticia, las acciones de la plataforma tecnológica controlada por Hellman & Friedman y BNP Paribas llegaron a subir un 29%. No se descartan incluso contraofertas por parte de la alemana Deutsche Boerse y de los dueños de las Bolsas de Londres y Hong Kong.

El castigo en Bolsa de Cellnex ha provocado que resuenen también tambores sobre la teleco, con rumores sobre una posible oferta pública de adquisición por parte de American Tower y del fondo canadiense Brookfield para excluir de Bolsa a la compañía. La torreira estadounidense, líder mundial en torres de telefonía móvil, ha descartado no obstante tener planes a la vista para salir de compras en Europa.

Aunque el resurgir de las opas en España es lento y contenido, todo apunta a posibles nuevos movimientos sobre cotizadas españolas. Es razonable pensar que el capital extranjero y el *private equity* serán sus protagonistas si se plantean nuevas operaciones. Así lo enseña la experiencia más reciente. Pero no tienen porqué ser los únicos. “Estará muy ligado a quién tiene la visión y la determinación, y

quién dispone de capacidad financiera para afrontarlas. El encarecimiento del crédito y la mayor dificultad que encierra hacer una valoración en estos momentos de incertidumbre puede hacer que empresas industriales que tengan una posición de balance y liquidez o acceso a ella sólida, con un conocimiento más cercano de la situación, del negocio y de las posibles sinergias generadas, sean también protagonistas”, indica Fernando Torrente, socio de M&A y Mercado de Capitales de Allen & Overy, a *elEconomista Capital Privado*.

2.400

millones, es el capital disponible para nuevas inversiones del ‘private equity’ en todo el mundo

Otras compañías españolas están en el punto de mira de los inversores por sus bajos múltiplos o por la naturaleza de su accionariado. Entre los valores en la diana suena, por ejemplo, Applus+ como otra empresa opable de la bolsa española. Los expertos no descartan una posible operación corporativa sobre el grupo de certificación que, en su opinión, tendría más sentido para el *private equity*, dado el tiempo necesario para maximizar retornos y desinversiones y el *cross-selling* con otras compañías en cartera. En las quinielas como posibles candidatas figuran también compañías de renovables como So-

Capital Privado

elEconomista.es

Las últimas grandes opas en España

AÑO	EMPRESA	% SOBRE EL CAPITAL
2022	Siemens Gamesa	33
2022	Mediaset España	100
2022	Metrovacesa	24
2022	Zardoya Otis	100
2021	Naturgy	100
2021	Solarpack	100
2021	Barón de Ley	100
2021	Euskaltel	100
2021	Biosearch Life	100
2020	Másmóvil	100
2020	BME	100

Fuente: elaboración propia elEconomista

elEconomista

laria y Greenergy, sin olvidar los rumores de opa que desde hace tiempo se ciernen sobre Talgo, pese a que el fondo Trilantic haya descartado que esté pensando desinvertir. Otras piezas de mayor calibre en el casillero de posibles opables son Amadeus e incluso valores de BME Growth. El año pasado, las cuatro ofertas públicas de adquisición registradas fueron la opa lanzada por Siemens Energy por su filial Siemens Gamesa, la ejecutada sobre Mediaset España por su matriz, la de FCC sobre Metrovacesa y la lanzada sobre Zardoya Otis para su exclusión bursátil. Ante el nuevo escenario de financiación, mucho más cara, la rentabilidad buscada ahora en las operaciones será, sin duda, mayor.

Pese a las incógnitas abiertas el apetito no cesa y, en vista de la elevada incertidumbre, muchos accionistas e inversores ven una oportunidad en las opas sobre compañías cotizadas para enfocarse en crear valor sin preocuparse por los altibajos del mercado. "Hemos observado el efecto de las tendencias macroeconómicas en las valoraciones; y el reajuste de las compañías cotizadas, en particular en el sector de tecnología, podría dar lugar a más operaciones del tipo *public-to-private* (opas), siguiendo una tendencia que se ha ido acelerando durante 2022", confirma Carlos Fernández Landa, socio responsable de Transaction Services y Valoraciones de PwC, a *elEconomista Capital Privado*. La fortaleza del dólar *versus* el euro también favorece la inversión extranjera, ya sea de grupos industriales o inversores privados que gestionen fondos en dólares. "Aunque la reactivación de las opas depende de múltiples factores, el encarecimiento del crédito, la evolución de la inflación y las decisiones de política monetaria, junto a la invasión de Ucrania por Rusia y la evolución de la guerra, han propiciado una caída relevante del precio de cotización de las acciones que ha puesto algunos valores en el foco", añade Torrente.



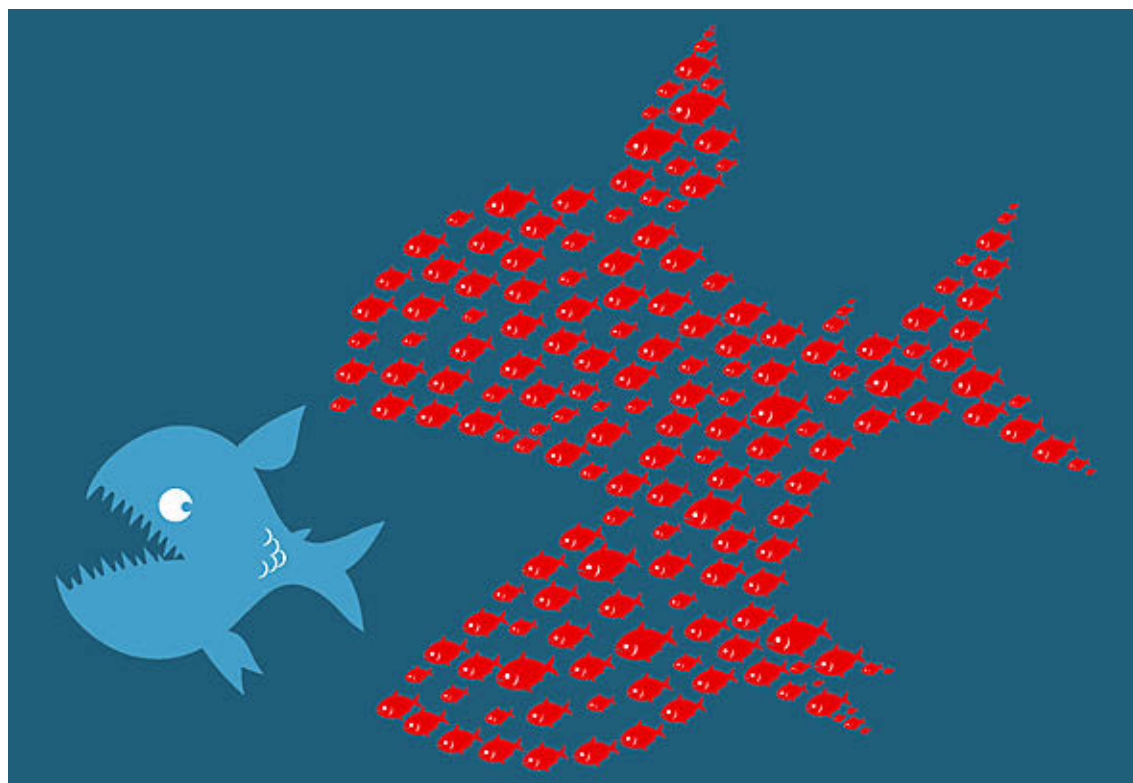
Parque tecnológico de Málaga. Álex Zea



Fernando Torrente, socio de M&A y Mercado de Capitales de Allen & Overy.



Carlos Fernández Landa, socio responsable de Transaction S. y Valoraciones en PwC



Las ofertas de adquisición (opas) requieren unos niveles de financiación considerables. iStock

“Pese a que ha habido cierta recuperación de la cotización durante los últimos meses, las caídas en la valoración de las empresas en situaciones de incertidumbre pueden favorecer que quien tenga visión y determinación y fondos para acometer operaciones corporativas, intente a través de una opa tomar el control de empresas cotizadas en las que vea una oportunidad”, añade. La reciente recuperación de la Bolsa ha llevado a las compañías cotizadas a recorrer parte de lo perdido, por lo que no están ya tan baratas como hace sólo unos meses, pero los niveles de liquidez del capital riesgo siguen en máximos.

Los inversores ven oportunidades en las opas de cotizadas y en crear valor sin preocuparse de altibajos

“Si echamos la vista atrás, desde 2020 ha habido 8 opas autorizadas en España, de las que 7 han sido impulsadas por inversores extranjeros con una mezcla entre estratégicos y fondos de private equity”, matiza Carlos Fernández Landa, socio responsable de Transaction Services y Valoraciones de PwC.

El escudo antiopas

Las limitaciones e impuestos a las operaciones corporativas, que tienen en su base una motivación política de intervención de los correspondientes gobiernos y de cierto nacionalismo económi-

co, también siguen sobre la mesa. “Las limitaciones siempre suponen un freno, aunque cuando afectan a todos los posibles participantes de manera similar tienden a ser asimiladas como asunciones de la operación”, confirma Torrente. “Esta ha sido la gran lacra para la existencia de un auténtico mercado de control de las empresas en Europa”, añade el socio de Allen & Overy. No obstante, en su opinión, “allí donde haya una buena oportunidad aparecerá el interés, siempre que el esfuerzo y el coste que implica su preparación y ejecución lo justifiquen”. Los fondos de capital privado han invertido cantidades récord los últimos años, representando más del 40% del valor total de las operaciones de M&A en 2022. Una tendencia que ha cambiado la dinámica general del mercado. En opinión de Fernández Landa, “durante los próximos meses los fondos seguirán buscando nuevas operaciones de inversión y se centrarán en crear valor en sus carteras de participadas, lo que, a su vez, supondrá la optimización de sus portafolios, la creación de grupos a través de operaciones de consolidación (*build ups*) y la implementación de nuevas desinversiones. “La captación de fondos, por su parte, ha mantenido su ritmo y el dinero disponible para invertir por parte de los fondos de capital privado (*dry powder*) asciende a 2,4 billones de dólares en todo el mundo. Sin embargo, los elevados tipos de interés y las dificultades para obtener financiación han ralentizado las compra. Pero quizás no por mucho tiempo”, advierte el socio de Transaction Services y Valoraciones de PwC.

Expertos para guiar el proceso y respetar la regulación

En general, las opas son operaciones complejas y cuya ejecución puede dilatarse en el tiempo. “La clave está en contar con un asesoramiento experto para guiar el proceso y respetar los temas regulatorios”, explica a ‘elEconomista Capital Privado’ Carlos Fernández Landa. Como en cualquier otra transacción, es importante para el oferente analizar de forma detallada cuál es su caso de inversión, así como identificar las palancas de creación de valor futuras. Además, son operaciones que necesitan unos niveles de financiación considerables. El acceso a deuda se ha encarecido, por lo que ahora es más difícil de conseguir, pero los grandes inversores pueden encontrar otras formas creativas y alternativas para cerrar sus operaciones. El diseño adecuado de la operación y su documentación estratégica, financiera y jurídica es tan importante como la planificación y anticipación de los hitos clave”, aseguran los expertos.

En estas operaciones cobra mucha importancia la adecuada gestión de los aspectos de gobierno corporativo y la interlocución anticipada con el regulador. Por lo demás, como indica Fernando Torrente, las sociedades “target” tienen que suponer una oportunidad de inversión, a través de un cambio en la gestión”, matiza.

**Elena Aguilar y Jorge Sánchez**

Socia de Corporate y M&A de CMS Albiñana y Socio de TMC
(Tecnología, Medios y Comunicación)

Digital Infra en 2023: entrará la serie

Quien haya hecho surf sabe que para coger olas hay que saber esperar a que entre la “serie”... y remar para colocarse en el lugar idóneo de la rompiente. Digital Infra es la ola que todo el mundo ha querido coger estos últimos años. Pese a las indudables complejidades que presenta (sofisticación del marco regulatorio, sometimiento a control de inversiones exteriores o consideraciones de ESG en relación con alguno de dichos activos, especialmente los *data centers*), está viviendo unos años de efervescencia. Adicionalmente, los recientes acontecimientos geopolíticos, particularmente la guerra en Ucrania (con cortes de conectividad en países cercanos por caídas de infraestructuras obrantes en el país, ciberataques y expatriación de *data centers*), han puesto de relieve la relevancia de contar con infraestructuras digitales (en las que en definitiva descansa el funcionamiento total del país) con suficiente redundancia y fiabilidad. Ello abre la puerta a nuevas inversiones en este tipo de infraestructuras.

Por otra parte, los Gobiernos son cada vez más conscientes del efecto multiplicador que tiene la apuesta por las infraestructuras digitales. Recientes estudios han demostrado que la aportación de las tecnologías de la información al crecimiento económico o la productividad del trabajo es más que proporcional a su peso relativo en el PIB y que, en países desarrollados, un simple incremento de un 10% en la penetración de la Banda Ancha (como la que puede servirse sobre redes de fibra) comporta incrementos de hasta un 1,21% del PIB en apenas un par de años. Se trata, por tanto, de una apuesta segura y con un retorno a corto plazo que las hacen atractivas para cualquier país.

En un contexto como el actual, donde los mercados financieros fluctúan, la deuda pública aumenta y la vivienda es cada vez más cara, 2023 no será distinto a los años anteriores y posiblemente se presente como un año prometedor para el capital privado en la inversión en Digital Infra, precisamente por sus flujos de caja estables, el bajo riesgo de demanda y su cobertura frente a la inflación. La sensación que se percibe en el sector es que, también por la incertidumbre económica y factores geopolíticos, el mercado está ralentizado, previsiblemente continuará estándolo al menos durante el primer semestre del año y los financiadores están cautelosamente observando el panorama antes de ponerse ellos mis-



mos a remar. De cumplirse este patrón de prudencia en las fuentes de financiación, en el primer semestre de este año el flujo de inversiones seguirá un patrón de goteo en lugar del desbordamiento de ejercicios anteriores. Ello comportará la existencia de recursos embalsados a la espera de oportunidades. Y esas oportunidades se van a producir en el mercado español de forma especialmente relevante. Y, coincidencia temporal, es muy posible que surjan en el segundo semestre del año, cuando se espera el “desembalsamiento” de la financiación.

En este sentido, el mercado español puede ser un buen receptor de esa demanda y financiación embalsada. Por un lado, España está teniendo un mejor comportamiento macroeconómico que otras economías circundantes y ha logrado generar una merecida imagen como punta de lanza de operaciones de Digital Infra como destino prioritario de inversiones. Esto ofrecerá indudables posibilidades al capital privado para aprovechar esa serie de olas que pueden entrar. Y en esta línea, no puede tampoco obviarse que el capital privado nacional puede además tener más oportunidades. Un punto que se ha de tener en cuenta es que, ya se trate de *data centers* (por alojar potencialmente datos de carácter especialmente sensibles para ciertos servicios esenciales) o de torres, cables submarinos o redes de fibra (por garantizar la conectividad de puntos neurálgicos de los servicios esenciales de la sociedad), todos estos activos tienen una vocación irrefrenable de ser considerados infraestructuras críticas o estratégicas. Ello comportará que las inversiones sobre los mismos, cuando sean realizadas por capital con componente extranjero, queden sometidas a control de inversiones exteriores, cuyo régimen se ha endurecido notablemente (siquiera sea en términos burocráticos, quizás no tanto materiales). Esta circunstancia, unida a la ralentización del mercado, ofrece indudables ventajas de prelación al capital de origen nacional y abre una ventana de oportunidad para concurrir a oportunidades desde una posición ventajosa.



■

Quien haya hecho surf sabe que para coger olas hay que esperar a que entre la “serie”... y remar para colocarse en el lugar idóneo

■

En este sentido, es posible que existan varios focos de generación de estas oportunidades. En primer lugar, la tendencia a la consolidación que se observa en el sector, que afecta tanto a los principales actores, como a los de menor dimensión. Esta tendencia continuará en este año, al existir un fuerte sesgo hacia la agregación de infraestructuras o de sus compañías detentadoras, dado que el sector percibe que sólo jugadores fuertes tienen una posibilidad real de competir y generar un valor que el mercado retribuya. En segundo lugar, el impacto que pueda tener la operación de concentración de Orange y MasMovil. Tanto si se produce de forma voluntaria (para aligerar “lastre” de cara a la autorización de competencia), como si se impone por medio de *remedies* acordados o adoptados por el supervisor de competencia, lo normal es que dicha operación deje un reguero de desinversiones que permitan la entrada del capital privado en el sector. En tercer lugar, la tendencia de los operadores que detentan este tipo de infraestructuras a salir al mercado a monetizarlas. Mientras el mercado espera la decisión de otro de los grandes operadores del país sobre su red híbrida de fibra y coaxial, son numerosos los operadores, de muy diferente dimensión, que están emprendiendo una senda que se ha mostrado extraordinariamente ventajosa para mejorar ratios y obtener una liquidez inmediata para acometer otras inversiones para el crecimiento. Por último, la evolución de la inversión en Digital Infra en los últimos años demuestra que los inversores en este tipo de infraestructuras no temen a los cambios de mercado cuando un nicho está maduro y agota sus posibilidades. Ello ha hecho que muchos inversores hayan pasado, con una cierta naturalidad y a medida que el mercado maduraba, de invertir en torres de telecomunicaciones, a invertir en redes fijas de fibra a, finalmente, posar sus ojos sobre los *data centers*.

Quizás el próximo paso, más allá del 2023, sean los *edge devices*, que jugarán un papel clave para el desarrollo del 5G y del IoT y que presentan sus propios perfiles de complejidad (p.ej., en materia de ESG, de nuevo). Esta transición entre distintos nichos del mercado abrirá, a quien sepa remar para posicionarse en la rompiente, indudables oportunidades.



Análisis de inversiones. iStock

Bankinter lanza un fondo de fondos de gestión delegada de 1.500 millones

La entidad, a través de la filial de Investment, permitirá la entrada de inversores minoristas con participaciones desde 10.000 euros. El vehículo, que estará abierto durante dos años, tiene una perspectiva muy conservadora y diversificará sus inversiones en, al menos, una decena de fondos.

Lucía Gómez / Ángel Alonso.

Bankinter lanza un nuevo fondo de fondos de gestión delegada que permitirá la entrada de inversores minoristas con tickets por importes desde los 10.000 euros aprovechando los cambios en la norma que se realizaron hace unos meses y que permiten ofrecer productos del capital riesgo a este tipo de clientes de banca *retail*. La entidad se ha fijado un tamaño aproximado de alrededor de 1.500 millones de euros para este vehí-

culo, señala Íñigo Guerra, director de Bankinter Investment, en conversación con *elEconomista.es*, y su suscripción estará abierta durante los próximos dos años, tal y como exige el regulador, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Si durante este tiempo en el que estará en el mercado se supera esta cifra, la pata inversora de la entidad estaría dispuesta a ampliarlo hasta un máximo de 2.000 millones de euros, cuantía a partir

Capital Privado

elEconomista.es

de la cual consideran que dejaría de ser manejable. Pese a que el lanzamiento de un producto completamente nuevo requiere un testeo del mercado, desde la entidad confían en que una parte relevante de la cuantía total sea cubierta por esta nueva tipología de inversores.

Bankinter ya ha empezado a comercializar este producto entre sus clientes de banca privada -uno de sus negocios más relevantes- y espera a la autorización de Autocontrol -regulador de la industria publicitaria- y la certificación de la totalidad de la plantilla de la entidad para lanzarlo también al mercado minorista, algo que llevará "unas semanas", apunta Guerra. Como punto diferencial, el directivo señala que por primera vez se han establecido diferentes tramos de comisiones en función de las cuantías que se inviertan, lo que facilitará, en su opinión, el acceso.

"Este fondo es una novedad clara, no solo por dar la opción de entrar con inversiones desde 10.000 euros, también porque es de gestión delegada y no hay precedentes", señala el director de Bankinter Investment. "Se trata de un fondo que invierte en nuestros propios fondos y que, por tanto, está muy diversificado", reconoce, apuntando que tie-

Este fondo invierte en los vehículos propios de Bankinter, que le han reservado tickets

ne como objetivo ser un sistema de ahorro a largo plazo para las familias españolas por lo que se basa en inversiones conservadoras focalizadas en la economía real. Así, la entidad se ha marcado unas cifras de rentabilidad (TIR) superiores al 9% y un cupón del 5%.

En cuanto a las inversiones que realizará este vehículo, Guerra señala que la entidad se ha guardado tickets en varios de sus fondos que están actualmente en el mercado, como es el caso del de sostenibilidad o el último que lanzaron para las infraestructuras, además de una participación en un parque solar que comparten con Plenium y cuya operación adelantó este medio.

En total, y según sus palabras, el vehículo tendrá una diversificación mínima de entre siete y diez inversiones. A través de él, y gracias al tamaño que tiene el fondo y que le permite llegar a "mejores oportunidades", buscan asegurar la búsqueda de activos que permitan ofrecer a los inversores una retribución estable, periódica, con protección frente a la inflación y sin renunciar en sus objetivos a lograr un potencial de revalorización del capital invertido a largo plazo.

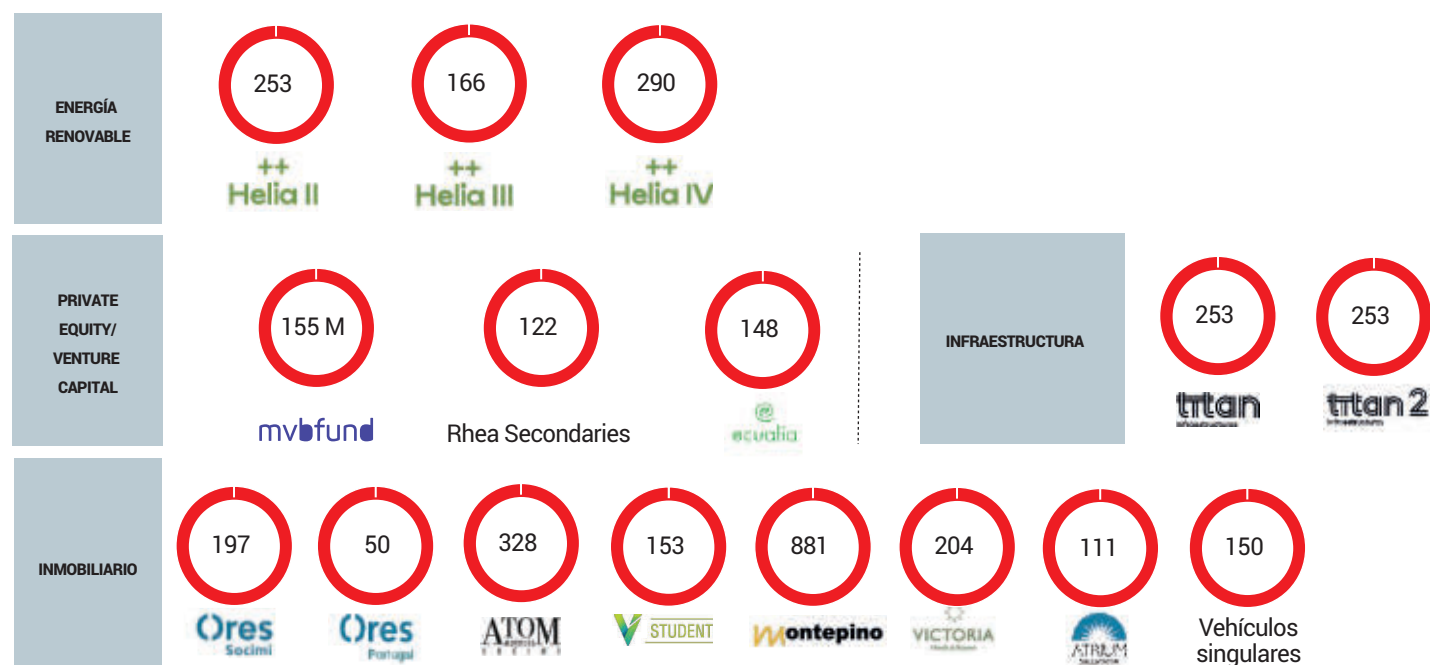


Iñigo Guerra, director de Bankinter Investment. Bankinter Investments

En este sentido, el director de Bankinter Investment recuerda que la mayor parte de las carteras en las que se invierte están indexadas a la inflación, como es el caso de los activos inmobiliarios o las infraestructuras, lo que permite esquivar el auge de precios frente a otro tipo de inversiones en cuyas rentabilidades hay que tener en cuenta este factor.

Bankinter Investment

Resumen de vehículos de Inversión Alternativa (millones de €)



Fuente: Bankinter.

elEconomista

En la cabeza de Guerra está replicar esta estrategia de forma periódica. "Hay que ver cómo responde el mercado de cliente *retail*, pero la idea es que se pueda lanzar un segundo fondo de características similares en un periodo de tres años", apunta Guerra, siguiendo el camino que la entidad empezó hace ya varios años.

Bankinter ya tiene 19 vehículos de inversión alternativa al que ahora suma el número veinte. Entre su portfolio de inversiones destacan tres fondos de energías renovables (Helia II, III y IV) con más de 700 millones de euros; dos de infraestructuras (Titan y Titan II), con 500 millones; ocho de inmobiliario (desde las socimis Ores y Atom, la cartera Montepino, los hoteles Victoria o incluso otro de vehículos singulares) con más de 2.000 millones; y varios más como Mvb Fund, centrado en *venture capital*, Rhea Secondaries, o Ecualia, de *private equity*.

Para el lanzamiento de estos vehículos, la entidad ha elegido a socios especializados en cada ámbito de inversión, lo que le permite acceder a mejores oportunidades en el mercado y valorar adecuadamente los activos que llegan a sus manos. En este sentido, cuentan con acuerdos con Sonae Sierra (en el lado inmobiliario), GMA (por la parte hotelera), Plenum Partners (en lo que se refiere a infraestructuras y transición energética), Access Capital Partners (para la pata de *private equity*) o Kanoar Ventures (para invertir en empresas especializadas en tecnología).



Presentación de la pata inversora de la entidad. Bankinter

Además, el pasado mes de noviembre de 2022, Bankinter Investment constituyó una Sociedad Gestora de Inversión Alternativa bajo el nombre de Bankinter Investment SGEIC, a través de la que ahora lanza este nuevo vehículo dirigido al inversor minorista que se convierte en pionero en el mercado entre las grandes entidades.

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**



**Jason Thomas**

Director general y responsable de Investigación Global de Carlyle

¿Se agravará la crisis de las tecnológicas?

El término "*financial distress*" se asocia a aquellas compañías que operan con dificultades en sectores en crisis. Su aparición suele deberse al fenómeno de la desintermediación tecnológica, ya que los nuevos competidores que emplean procesos más avanzados y eficientes están desbancando a las empresas e industrias tradicionales. Al comienzo de la pandemia, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) clasificó aproximadamente a una de cada cinco compañías como "zombis", debido a las bajas tasas de crecimiento y a la ausencia de activos intangibles (propiedad intelectual, tecnología patentada) característicos de las empresas afectadas por la transición tecnológica.

Por tanto, lo más razonable sería pensar que la mejor forma de evitar problemas financieros consiste en prestar dinero a empresas de rápido crecimiento en aquellos sectores de la economía que muestran una tendencia ascendente. Esto se aplica sobre todo si ese tipo de empresas tiene flujos de ingresos "fijos" que no varían mucho de un año a otro, como suele ser el caso de los proveedores de *software* para empresas. Si bien las valoraciones de estas empresas pueden alcanzar niveles realmente altos, los acreedores pueden entrar con una relación préstamo-valor (LTV) lo suficientemente baja como para garantizar un amplio colchón de fondos propios que asuma cualquier revalorización.

Aunque esta estrategia pueda parecer lógica sobre el papel, no ha dado los resultados esperados. Mientras que los "zombis" de la vieja economía pueden ser las primeras víctimas del endurecimiento de las condiciones de liquidez de la financiación, son los sectores con un alto componente tecnológico, como el *software*, quienes están experimentando la mayor incidencia del "*financial distress*". Pocas estructuras de capital en este sector parecen tener en cuenta un escenario en el que los tipos de financiación a tres meses podrían superar el 5%.

La "tecnología" representó el 21% del volumen de emisión de préstamos a tipo variable en 2021, pero menos del 5% de la emisión de bonos. Entre las operaciones de 2021, las estructuras de capital en "tecnología" tienen 6,5 veces más préstamos a tipo variable que bonos a tipo fijo, sin duda la mayor disparidad de cualquier sector. El cálculo aritmético no es difícil de entender. Con las valoraciones



tecnológicas de 2020-21, no hay suficiente efectivo por unidad de valor empresarial para hacer frente a los elevados costes del servicio de la deuda.

En algunos casos, los préstamos se concedieron sobre la base de los ingresos recurrentes (no de los beneficios) suponiendo que el rápido crecimiento permitiría que el efectivo operativo llegaría antes de las subidas de tipos de la Reserva Federal. Pero incluso las estructuras de capital "conservadoras" parecen tambalearse. Cuando se adquiere una empresa por 18 veces el *ebitda*, los tipos de interés del 11% consumen casi todo su efectivo operativo, incluso con un colchón de capital superior al 50% del precio de compra. De repente, las tasas de retención de ingresos brutos del 90% no bastan para pagar el coste de la deuda.

Muchas de las empresas afectadas gastan gran cantidad de dinero en captar clientes, desarrollar productos y en I+D, por lo que podrían conseguir fácilmente la liquidez necesaria para hacer frente a sus obligaciones de pago. Pero "frenar el crecimiento" podría traducirse en una drástica caída de las ratios de valoración, que se habían vuelto cada vez más sensibles a las expectativas de crecimiento de los ingresos brutos. La dirección de las compañías y los inversores se pueden encontrar en una encrucijada: elegir entre un impago o una desaceleración del crecimiento que acabe con el valor implícito de los fondos propios.



■

Nada atrae más a los inversores oportunistas que grandes empresas con deficientes estructuras de capital

■

Algunas compañías se darán cuenta de que han estado gastando dinero de forma imprudente y harán recortes considerables sin perjudicar al negocio. Esto afectará a los proveedores de servicios y a la inversión publicitaria, pero reforzará el crédito y la empresa. Otras optarán por la financiación intermedia, en la que el accionista acepta la dilución a cambio de un valor estructurado que reduce los costes del servicio de la deuda a corto plazo. Nada atrae más a los inversores oportunistas que las grandes empresas con unas deficientes estructuras de capital. Y en tercer y último lugar, habrá modelos de negocio que sencillamente se hundan ante el elevado aumento de los costes financieros (es decir, que no sean nulos).

A medida que las valoraciones se volvían más sensibles al crecimiento, los equipos directivos se enfrentaban a una fuerte presión financiera para alcanzar determinadas tasas de crecimiento de los ingresos, independientemente de su impacto en la rentabilidad o el valor a largo plazo. En algunos casos, el crecimiento puede haber sido el propio modelo de negocio, ya que los horizontes de rentabilidad parecían alargarse incluso cuando los tiempos de permanencia se acortaban. El cambio de tendencia que se ha observado hasta la fecha en los mercados bursátiles puede ser un mero anticipo de lo que está por venir, a medida que la rentabilidad operativa se reafirma como el parámetro de valoración de mayor importancia para los inversores.





Jose Tomas Moliner, country manager de Capza. eE



Marta Merry del Val, senior associate de Capza. eE

CAPZA-Artemid y MAIF lanzan un fondo de impacto de 120 millones

La aseguradora gala MAIF, con 15 años de trayectoria en inversión responsable, ha confiado a CAPZA y a su filial Artemid la gestión de un fondo de deuda senior de 120 millones dedicado al impacto ambiental con tres empresas ya en cartera. El vehículo vincula el retorno a objetivos de descarbonización y sostenibilidad.

Rocío Casado.

Si algo define a CAPZA, la gestora especializada en inversiones en pymes europeas, es la flexibilidad de sus soluciones financieras. Un rasgo que también impregna el nuevo fondo de deuda especializado en impacto medioambiental con el que la firma francesa vincula el retorno a los objetivos de descarbonización y sostenibilidad de las compañías. Como parte del compromiso de CAPZA con la inversión responsa-

ble, dos tercios de los préstamos de Artemid ya incluían criterios ESG, aquellos que siguen las empresas sostenibles en los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza. Pero el nuevo vehículo, llamado MAIF Dette à Impact Environnemental y clasificado bajo el Artículo 9 de la Regulación SFDR, va mucho más allá ampliando la actividad de CAPZA en el ámbito de la inversión de impacto para las pequeñas y medianas empresas.

Capital Privado

elEconomista.es

Con un capital comprometido de 120 millones de euros, el vehículo invierte en empresas medianas mediante préstamos *bullet* (pago a vencimiento) de entre 5 y 8 años. El vehículo combina la experiencia y estrategia de Artemid con la ambición de ayudar a las pymes a reducir su huella de carbono y a desarrollar su compromiso social.

La oficina en España (Madrid) fue la primera de CAPZA fuera de Francia, un mercado estratégico donde la gestora gala ha invertido más de 200 millones de euros a través de sus seis estrategias, con las que toma tanto mayorías como minorías, entrando con capital y deuda en compañías de *small mid cap*. Con un amplio mandato, la gestora hace *equity* y deuda, invierte con mayorías y minorías, realiza coinversiones, etc. Su estrategia original fue invertir en capital y mezzanine, un instrumento híbrido de deuda y cuasi *equity*, que permite dotar a las compañías de los recursos financieros que necesitan sin estresarlas financieramente con deuda tradicional. Su segunda estrategia se centró en *direct lending* y, progresivamente, fue creciendo con nuevas soluciones de *growth tech*; *transition*; *flexequity midmarket* (orientada a compañías de un mayor tamaño en la inversión del *equity*); y la citada Artemid (centrada en *senior debt*), cuya primera operación en España, originada por el equipo local, fue una inversión de 8 millones de euros en la financiación de Alvinosa la mayor destilería de España.

1.500 millones levantados

Hasta la fecha, Artemid ha levantado 1.500 millones de euros y mantiene 1.000 millones de activos bajo gestión. Desde su creación, ha desplegado su *expertise* en financiación senior para empresas me-

dianas con un total de 82 inversiones realizadas en 62 empresas. Dicho importe se ha levantado a través de seis vehículos, incluyendo fondos de inversión puros y otros dedicados a inversores únicos. Actualmente, tres de los seis vehículos se encuentran en proceso de inversión: Artemid Senior Loans III, dotado con 500 millones de euros, un fondo 100 millones de euros dedicado a un único inversor y, por último y el más reciente, el fondo de impacto medioambiental de 120 millones de euros junto con

1.500

Millones es el capital levantado por Artemid, de los que 1.000 millones siguen bajo gestión

MAIF. Durante este año, especialmente en la segunda mitad de 2023 y siempre que se vaya despejando la incertidumbre, prevé acelerar su actividad.

Durante los últimos años, Artemid ha crecido ampliando su red internacional y reforzando su huella geográfica, siempre en base al apoyo de los equipos locales de CAPZA en cada una de las geografías donde la gestora francesa está presente: Madrid, Milán, Múnich y Ámsterdam.

Gracias a la red internacional de la firma, Artemid ha sellado ya un total de cinco operaciones fuera de Francia: dos de ellas en España (Alvinosa y WM Clinics), una en Holanda (Conclusion), otra en Luxemburgo (Redspher) y una última en el Reino Unido (Paragon).





Annie-Laure Servel, socia head de Artemid. iStock



Constantin Kryvianie, director de Artemid. iStock

En el caso de nuestro país, Artemid ha invertido en las clínicas estéticas Dorsia (WM Clinics) concediéndole una financiación junto a la banca española con la que la gestora francesa ha tomado todo el tramo B.

Reinversión en Dorsia

"Gracias a los años en los que CAPZA estuvo como socio minoritario en el capital de Dorsia (WM Clinics), teníamos un profundo conocimiento de la empresa y de su equipo directivo, en quienes tenemos plena confianza a la hora de llevar a cabo los proyectos que están desarrollando. Por ese motivo, estamos muy satisfechos de poder seguir apoyándoles en sus necesidades de financiación actuales y futuras", explican José Tomas Moliner, country manager de CAPZA en España y Merry del Val, senior associate de la firma.

El *private equity* pan europeo Peninsula, promovido por el expresidente de Endesa, Borja Prado, es el nuevo propietario de Dorsia en esta nueva etapa. La empresa, líder en un mercado en crecimiento, "ya había demostrado su resiliencia durante el tiempo que estuvimos acompañándola con nuestro fondo de *Flex Equity*", añade Moliner. Por otro lado, el nuevo propietario de la empresa de mayor tamaño en medicina estética en Europa con 140 clínicas y una facturación de 145 millones de euros en 2022, ha concedido el nuevo apoyo financiero necesario por el lado del *equity*. "Peninsula es un fondo a quien también conocemos bien y

que nos daba otro ángulo de confianza en la operación", añade Moliner. Con la llegada de Peninsula, CAPZA y Nexxus Iberia, presentes en el accionariado desde 2018, han desinvertido del grupo con éxito. La gestora francesa especializada en inversiones en pymes europeas era propietaria del 21% del capital mientras Nexxus Iberia, la gestora liderada por Maite Ballester y Pablo Gallo, era dueña del otro 14%.

Artemid invierte en tramos *bullet* acompañando a tramos *amortising* bancarios, o en *club deal* (TLB o TLC).



En Dorsia, CAPZA ha reinvertido junto al fondo Peninsula Capital tomando todo el tramo B

Se trata de una estrategia conservadora, con apalancamientos razonables de hasta 3.5 veces. "Con nuestro fondo de *private debt* (o *direct lending*) invertimos en préstamos *unitranche* o tramos subordinados que llegan a niveles de apalancamiento superiores", explica Merry del Val. "La financiación que otorgamos a través de *private debt* ayuda a las empresas y fondos a acometer planes de crecimiento y a utilizar la caja que generan para otros proyectos que no sea repagar la deuda (puesto que se trata de deuda 100% *bullet* o incluso con intereses 100% capitalizados en el caso de nuestros tramos PIK)", añade.

Salida a Bolsa

Ysios saca su participada Mineralys al Nasdaq en una OPS de 192 millones



La gestora española de *venture capital* Ysios Capital ha sacado al Nasdaq neoyorkino su octava compañía participada: la biofarmacéutica estadounidense Mineralys Therapeutics mediante una oferta pública de suscripción de acciones (ops) de 12.000.000 de acciones ordinarias a un precio de 16 dólares por título. Los ingresos brutos de la oferta, antes de deducir los descuentos y comisiones de suscripción y otros gastos, ascenderán a 192 millones de dólares.

Ysios Capital entró como socio minoritario de Mineralys Therapeutics hace apenas ocho meses con su tercer fondo, Ysios BioFund III, enfocado en compañías de biotecnología desarrolladoras de nuevos fármacos. La gestora suscribió el pasado mes de junio una ronda de financiación (Serie B) de más de 110 millones de euros). Joël Jean-Mairet, socio de Ysios Capital, ha destacado que la sobresuscripción recibida por el IPO de Mineralys "ha sido notable".

Nuevo vehículo

Asabys capta 100 millones con Sabadell y Alantra para su fondo de salud



Seis meses después del lanzamiento de su segundo fondo, la gestora de *venture capital* española Asabys ha anunciado el primer cierre del vehículo, Sabadell Asabys Health Innovation Investments II (SAHII II), con compromisos de 100 millones de euros para ayudar a convertir la ciencia en empresa y en producto. Banco Sabadell ha vuelto a ser el principal inversor institucional privado, como en su primer fondo enfocado en innovaciones terapéuticas lanzado

en 2018 con 90 millones, junto al apoyo del Fondo Europeo de Inversiones y Alantra. La firma prevé alcanzar los 200 millones a lo largo de este año para invertir en entre 12 y 15 empresas de la Unión Europea, Israel, Reino Unido y Estados Unidos. El segundo fondo de Asabys, SAHII II apostará por empresas biofarmacéuticas y de tecnología sanitaria que aporten soluciones novedosas a necesidades médicas no cubiertas.

Salto internacional

El fondo Capvest 'engordará' Natra con compras en EEUU y Reino Unido



El *private equity* británico CapVest busca adquisiciones para *engordar* la chocolatería Natra con el foco en Reino Unido y Norteamérica. El fondo de capital privado, que debutó en España en 2022 con la compra de la multinacional a Investindustrial, el brazo inversor de la familia Bonomi, por 500 millones de euros, ya avanzó que su objetivo era impulsar el crecimiento de la compañía mediante adquisiciones "estratégicas y transformativas".

Natra, que celebra este año su 80 aniversario, está presente en más de 90 países y cuenta actualmente con actividad comercial en Europa (Bélgica, España, Francia, Alemania y Reino Unido), Norteamérica (EEUU y Canadá) y Asia (Hong Kong). A falta de conocer los datos consolidados de 2022 a finales del próximo mes de marzo, Natra cerró 2021 con ventas de 417 millones de euros y un *ebitda* de 48 millones de euros.

Relevo generacional

Mondragon compra el proveedor de Balay, Siemens y Bosch en España



Grupo Mondragon ha adquirido el 100% de la empresa familiar zaragozana Mael Cocción, proveedor de componentes de BSH Electrodomésticos España (Bosch, Siemens y Balay) especializado en la fabricación de bobinas para cocinas de inducción y electrónica de potencia. La operación, sellada a través de Copreci, la sociedad cooperativa perteneciente al gigante industrial y empresarial vasco, ha permitido impulsar el relevo generacional de la empre-

sa aragonesa, facilitando la salida del accionariado de la familia Pérez, fundadora del grupo. Mael Cocción cerró el pasado ejercicio con una facturación consolidada próxima a los 30 millones de euros y un *ebitda* cercano a 5 millones de euros. De esta manera Copreci refuerza su posición como especialista en soluciones de inducción, un nicho de mercado donde la multinacional es uno de los principales fabricantes independientes de Europa

**Carlos Sobrino y Luis Antonio González**

Socio responsable de Capital Markets and Accounting Advisory Services
– CMAAS – PwC y socio de Deals Tax – PwC Tax & Legal

El Pilar 2: un nuevo frente en las transacciones corporativas

Un colega escribía hace unas semanas que, cuando se aborda el coste fiscal, la clave está en cumplir de forma responsable, pero sin pagar de más. Ampliando un poco ese pensamiento, la OCDE ha venido señalando últimamente que, en todo caso, lo que no se debe es pagar menos del 15% de los resultados.

Confirmando su alineamiento con la OCDE, el Consejo de la UE aprobó en diciembre de 2022 la Directiva (UE) 2022/2523, que los estados miembros deberán trasponer durante 2023 para que entre en vigor en todos los países de la Unión el 1 de enero de 2024. Esta directiva supone la aprobación por parte de la UE de los criterios de la OCDE recogidos en Pilar 2 en relación con el "impuesto mínimo global", fijado en el 15%. La aplicación de esta directiva y de Pilar 2 en general afectará en todos los contextos, pero ciertamente supone un elemento nuevo que quienes desarrollamos nuestra actividad en el contexto del *deal* tendremos que contemplar en las transacciones corporativas relevantes.

El principio es relativamente básico, los grandes grupos (aquellos con ingresos de más de 750 millones de euros anuales, aunque con matices) deberán pagar un impuesto complementario (*top-up tax*) para compensar el dejado de pagar en aquellas jurisdicciones en las que el tipo impositivo efectivo haya sido inferior al 15%. Ese impuesto complementario deberá pagarlo la sociedad matriz del grupo a la autoridad fiscal del país en el que esté domiciliada. Si este país no fuese un país europeo u otro que ya hubiese adoptado las reglas de Pilar 2, entra en juego un mecanismo algo más complejo por el que, al final del día, la obligación la asumirán aquellas *subholding* o, en última instancia, las subsidiarias del grupo, que estén ubicadas en países que sí hayan adoptado la regulación.

La directiva, como Pilar 2, es, por decirlo de alguna manera, de lectura compleja. Pero superado el primer paso, entender sus contenidos, llega la complejidad de verdad, aplicarla. Llevar a la práctica ese principio, que a priori calificábamos como relativamente básico, va a representar en muchos casos una



tarea de enorme complejidad. Por citar algunas dificultades, el tipo efectivo deberá calcularse a nivel de jurisdicción (cuando en muchos casos, la forma en la que se organiza la información de las subsidiarias del grupo no toma la geografía como criterio, sino la rama de actividad o la estructura societaria), las cifras para calcularlo deberán basarse en una agregación o, en algunos casos, en una consolidación, de las cifras *stand alone* de las subsidiarias de la jurisdicción preparadas bajo las normas contables de la matriz (generalmente IFRS en nuestro caso, lo que implicará haber bajado todos los ajustes de conversión a cada subsidiaria y hacerlos coherentes con sus cifras *stand alone*), esas cifras de las subsidiarias deberán someterse, además, a una larga batería de ajustes por conceptos no computables de cara al cálculo del tipo impositivo efectivo (ajustes que afectan a algunos dividendos, a los gastos por pagos basados en acciones, pensiones, ajustes a *fair value*, ciertas diferencias de cambio, etc., etc., etc.), el gasto por impuesto deberá ser recalculado en línea con la eliminación de los conceptos no computables, para remedir los impuestos diferidos al 15%, o para eliminar ciertos componentes. A la complejidad del cálculo del tipo impositivo efectivo se añadirán después otras como la asignación del *top-up tax* a entidades, o las reducciones de este por actividad sustancial en la jurisdicción.



■

La directiva UE obliga a los grandes grupos con ingresos de más de 750 millones a pagar un impuesto complementario

■

No pretendemos con estas líneas ilustrar como debe aplicarse Pilar 2 ni abundar en ninguna de las dificultades que puede presentar, sino llamar la atención sobre su complejidad y sobre la importancia de no obviar su análisis desde este mismo momento cuando se planifique, diseñe o ejecute un *deal* por parte de un grupo potencialmente bajo el alcance de la norma. La mera adquisición de un pequeño negocio, por ejemplo, puede hacer que el grupo pase a ser una entidad afectada, por superar los 750 millones de euros en ingresos, con las eventuales implicaciones en cuanto a costes fiscales futuros, aparte de los administrativos, de auditoría, etc. (por el contrario, una venta de una parte del grupo también podría tener el efecto contrario). En cuanto al modelo, si el grupo está o puede estar afectado, en una adquisición no debería dejar de tenerse en cuenta al preparar los flujos el posible efecto del impuesto mínimo, lo que puede llevar además a la necesidad de contar con cifras más precisas y homogeneizadas del *target*. En otro orden, cambios en la estructura, personal y activos en un territorio como consecuencia de un *deal* podrían tener efectos en el *top-up tax*, dado que el gasto en personal y activos supone generalmente una reducción al mismo. En definitiva, pueden darse múltiples casuísticas, algunas de ellas tratadas por la propia directiva, y cada una con sus derivadas.

Tanto en el seno de la OCDE como en el de la UE, se es plenamente consciente de las dificultades de cumplir con Pilar 2. También en diciembre de 2022 la OCDE acordó establecer ciertas facilidades de transición para los tres primeros años, que eximen del pago del *top-up tax* y de la obligación de realizar el cálculo del tipo impositivo efectivo para las jurisdicciones en las que se cumpla con ciertos “*safe-harbours*”. El más relevante de estos, la exención para aquellas jurisdicciones en las que el grupo muestre un tipo impositivo efectivo, calculado mediante un método simplificado basado en la información del *Country-by-Country Report*, que supere el 15% (el 16% en 2025 y 17% en 2026). No obstante, aunque estas facilidades ayudarán a mitigar efectos en los primeros años, no lo harán en todos los casos.

El mundo de la transacción ha ganado en complejidad a lo largo de los años. Las áreas de trabajo tradicionales se han ido haciendo más complejas y han venido requiriendo recursos cada vez más especializados y han surgido áreas nuevas (pensemos en cuantas transacciones vemos ya un *workstream* específico en materia de ESG, por ejemplo). Pilar 2 es otro aspecto a incorporar y previsiblemente no será de los más sencillos.

El 89% de las gestoras españolas ya audita métricas de impacto

La sostenibilidad es una tendencia estructural que ya moviliza miles de millones de inversión, pero fomentar el ecosistema de impacto requiere estandarizar conceptos y metodologías.

Rocío Casado. Fotos: iStock

La inversión de impacto sigue creciendo en España ante un mercado cada vez más convencido de que las empresas responsables crean valor, como refleja el *"Estudio del ecosistema de Inversión de Impacto en España desde la visión del Capital Privado"* elaborado por la patronal SpainCap junto a la consultora Attalea Partners. El informe desvela que el 89% de las gestoras ya auditan y verifican sus métricas de impacto. La realidad se impone. Cada día vemos ejemplos de compañías capaces de vender más o a precios superiores por fabricar productos sostenibles. Empresas que logran costes operativos más bajos por tener contratos a largo plazo de energía verde o firmas capaces de atraer más capital e inversión por ser más transparentes. "Adaptarse a los requerimientos de la transición energética, ser consecuente



Imagen de la presentación del "Estudio del ecosistema de Inversión de Impacto en España desde la visión del Capital Privado".



El informe quiere fomentar el ecosistema de impacto en la industria de 'venture capital' y 'private equity' de forma homogénea y medible.

con las necesidades de los empleados y la sociedad o gestionar de acuerdo a buenas prácticas de gobierno corporativo es muy positivo para la cuenta de resultados de las compañías y para la valoración de los activos", confirma a *elEconomista Capital Privado* Jorge Solaun, responsable de Energía, Infra & ESG Deal Strategy en KPMG en España. "Existe una correlación entre la prima de valoración y el desempeño ESG en la mayoría de los sectores", añade. El ecosistema de impacto es un sector joven que crece rápidamente ante la alta demanda de las entidades internacionales para la aplicación de estos principios. En palabras de Elena Rico, vicepresidenta de SpainCap y presidenta del Comité de Impacto el reto ahora es "homogeneizar tanto la definición de fondo de impacto como los instrumentos para realizar mediciones, y construir una única definición de inversión de impacto sólida e internacional", matiza.

Objetivo: una definición única

Las gestoras entrevistadas en el estudio de SpainCap coinciden en la necesidad de construir una única definición de inversión de impacto sólida e internacional. En definitiva, el gran desafío es definir qué es un fondo de impacto y qué instrumentos se emplearán para realizar mediciones. En este sentido, el reglamento de divulgación de finanzas sostenibles (SFDR) hará que todas las gestoras pongan aún mayor foco en las métricas, especialmente las relacionadas con los riesgos de sostenibilidad. "Muchas gestoras de *private equity* no tienen aún claridad sobre las métricas clave que van a utilizar o sobre los me-

canismos de *reporting* de información no financiera que deben establecer para la gestión de sus portafolios de participadas", advierte Solaun, responsable de Energía, Infra & ESG de KPMG en España.

En palabras de José Zudaire, director general de SpainCap, "llevamos tiempo apostando por las gestoras especializadas en impacto, incluyéndolas en la Asociación con un comité propio que dé voz a su necesidad de entendimiento por parte tanto de la indus-

100%

De las gestoras entrevistadas en el estudio integran el ESG en sus procesos de inversión

tria de venture capital y private equity como de la opinión pública en general. Necesitan un marco de actuación acorde con su actividad y que demuestre con mediciones el impacto positivo que crean en la sociedad", añade. El otro gran desafío, junto a la estandarización de conceptos y metodologías, es la necesidad de atraer un mayor volumen de capital por parte de inversores. "Atraer mayores volúmenes de capital de los inversores (*limited partners*) requiere sobre todo demostrar un buen *track-record* de inversión. Las gestoras que han sabido leer las tendencias estructurales de largo plazo en los mercados pueden acreditar un desempeño mejor", confirma Solaun.



Lourdes Amigó de Bonet
Asociada sénior especializada en derecho mercantil
y M&A en RocaJunyent

Inversión de Impacto: el cambio ya está aquí

Hace ya algún tiempo que los más creyentes, naif o, por qué no, visionarios, lo teníamos claro: las inversiones de impacto serán el futuro, las empresas con propósito serán aquellas que sobrevivan a las crisis, las compañías, todas, tendrán que ser sostenibles, de una u otra manera, pero deberán serlo. Pues bien, parece que, por fin, está pasando.

Este año, las inversiones de impacto, definidas como aquellas que intencionalmente buscan un impacto social o medioambiental medible, además de un retorno financiero, en España, rondarán los 600 millones de euros. Los juristas sabemos que las leyes están al servicio de la sociedad y, como vivimos en una sociedad cambiante, las leyes se van modificando, van evolucionando, para adaptarse a las nuevas realidades. En un contexto en que consumidores, empleados, emprendedores e inversores incluyen cada vez más el impacto en su toma de decisiones, la regulación empieza a hacerse eco de ello.

Prueba de ello, es que el último trimestre nos hemos encontrado que tres de las normas más importantes que han sido tramitadas o aprobadas a nivel estatal y europeo incluyen referencias a la inversión de impacto o a la sostenibilidad de las compañías. La primera de ellas es la propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD), aprobada por el Parlamento Europeo. Esta normativa, que deberá trasponerse en los estados miembros, pretende mejorar la rendición de cuentas de las empresas, al obligarlas a informar regularmente sobre el efecto de su actividad en las personas y el medio ambiente. De esta forma, equipara la información sobre sostenibilidad con la información financiera. Se trata así de cubrir la insuficiencia de información no financiera que se traslada al mercado introduciendo obligaciones más detalladas sobre el impacto de las empresas en el medio ambiente, los derechos humanos y el ámbito social.

Los nuevos requisitos de información sobre sostenibilidad de la UE se aplicarán a todas las grandes empresas, coticen o no en los mercados de valores. Las empresas no comunitarias con actividad sustancial en la UE (con un volumen de negocios superior a 150 millones de euros en la UE) también tendrán que cumplirlas, al igual que las pymes que cotizan en bolsa. Asimismo, para asegurar que las empresas ofrezcan información fiable al mercado, estarán sujetas a auditorías independientes y procesos de certificación.



A nivel nacional, en fecha 29 de septiembre se publicó en el BOE la Ley 18/2022 de creación y crecimiento de empresas ("Ley Crea y crece"), que entró en vigor el pasado 19 de octubre. Su objeto es impulsar la creación y el crecimiento empresarial y para ello adopta medidas para agilizar la constitución de empresas, para reducir la morosidad comercial o facilitar el acceso a la financiación. Dicha ley incorpora el reconocimiento de la figura de las Sociedades de Beneficio e Interés Común (SBIC), que quedan definidas como aquellas sociedades de capital que, voluntariamente, decidan recoger en sus estatutos: su compromiso con la generación explícita de impacto positivo a nivel social y medioambiental a través de su actividad; y su sometimiento a mayores niveles de transparencia y rendición de cuentas en el desempeño de los mencionados objetivos sociales y medioambientales, y la toma en consideración de los grupos de interés relevantes en sus decisiones.

Se establece que mediante desarrollo reglamentario se contemplarán los criterios y la metodología de validación de esta nueva figura empresarial, que incluirá una verificación del desempeño de la sociedad, quedando sujetos tanto los criterios como la metodología a estándares de máxima exigencia. A pesar de que todavía queda esperar al desarrollo reglamentario, el solo hecho de que una norma estatal contemple la figura de las sociedades de beneficio e interés común, con la definición que se da a las mismas, es un paso de gigante para la inversión de impacto.



■

Ojalá la regulación estandarice la medición del impacto para transmitir la transparencia que el mercado necesita

■

Por último, también, a nivel nacional, el 3 de noviembre de 2022, el Congreso de los Diputados aprobó la Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes ("Ley de Start-Ups"), que añade una disposición adicional que incluye a los Fondos de Emprendimiento Social Europeos (FESE) dentro de las entidades elegibles para la siguiente deducción: tendrán la consideración de rendimientos del trabajo los derivados directa o indirectamente de participaciones, acciones u otros derechos, que otorguen derechos económicos especiales en los FESE, obtenidos por las personas administradoras, gestoras o empleadas de dichas entidades o de sus entidades gestoras o entidades de su grupo. Los rendimientos del trabajo a los se refiere se integrarán en la base imponible por un 50% de su importe, sin que resulte de aplicación exención o reducción alguna.

El hecho de que en los últimos cuatro meses del año se hayan aprobado normas, que se refieran a la transparencia en la sostenibilidad, a la inclusión de una nueva figura jurídica como son las Sociedades de Beneficio e Interés Común, y a un mejor tratamiento fiscal en los fondos de emprendimiento social europeos, es el claro ejemplo de que la inversión de impacto está al alza y que el legislador se ha hecho eco de que se requiere más regulación para que haya seguridad jurídica en este mercado.

Ojalá la próxima regulación que se apruebe sea para estandarizar la medición del impacto y, de esta manera, pueda transmitirse la transparencia que el mercado necesita para este sector ya consolidado.



iStock



Azahara Espejo, Country Manager Spain de HearstLab. eE

Hearst trae a España su fondo para invertir en firmas fundadas por mujeres

Este vehículo nació hace siete años en Estados Unidos y se establecerá en España, desde donde también mirará oportunidades en otros países como Portugal. Ya tiene un portafolio de inversión de más de medio centenar de compañías principalmente en norteamérica y Holanda

Lucía Gómez.

El ticket medio de las inversiones en empresas fundadas o cofundadas por mujeres es de 935.000 dólares. En el caso de las compañías en las que el fundador es un hombre la cifra sube hasta los 2,1 millones, según BCG. Además, solo el 1% del total de la inversión de capital riesgo en 2021, últimas cifras disponibles, se dedicó a empresas fundadas por féminas. Todo ello, pese a que en el periodo de un año desde la inversión las mu-

jeres consiguen un 10% más de ingresos y, por cada dólar invertido, los hombres consiguen 28 centavos frente a los 78 de ellas. Con estas cifras sobre la mesa, Hearst creó hace siete años en Estados Unidos HearstLab, un fondo centrado en inversiones de empresas fundadas o lideradas por mujeres que persigue acabar con la brecha de género en el sector. Ahora, de la mano de Azahara Espejo, este vehículo llega a España desde donde también mi-



Algunas de las fundadoras de 'startups' en las que ha invertido este vehículo. HearstLab

rá a otros países como Portugal para encontrar oportunidades de inversión.

La tesis de inversión de este fondo se basa en tickets de entre 100 y 500.000 euros, si bien, según señala la *country manager* en España, no limita inversiones mayores si llega una oportunidad que pueda resultar interesante. La elección de nuestro país como punto clave para desembarcar en el sur de Europa se basa en dos aspectos: por un lado, se buscaba una región en la que Hearst ya tuviese sede para alguna de sus otras líneas de negocio y, por otro, que

dad, todos ellos desde un enfoque B2B, es decir, de servicios a compañías en vez de al cliente final.

En el caso particular de España, HearstLab ya ha recibido más de 40 propuestas de empresas que están valorando. En una primera selección se han quedado con ocho opciones de las que esperan cerrar inversiones en al menos cuatro antes de este mismo verano.

HearstLab ha invertido hasta el momento en más de medio centenar de compañías, principalmente en Estados Unidos y Holanda -el otro país europeo en el que tiene actividad- de sectores como *fintech*, logística, *media spaces*, transporte, aviación, *healthtech*, y analítica de datos. La mayor de ellas es la holandesa Aiirinnovation, en la que entró con un ticket de un millón de euros. Esta compañía dedica su actividad al uso de la inteligencia artificial para mejorar la precisión y rapidez de las inspecciones de las cámaras de inspección y que trabaja con compañías de la talla de la aerolínea KLM. Dos de los seis cofundadores de la compañía son mujeres: la CTO es Miriam Huijser y la jefa de producto es Cassandra Loor.

Desde Estados Unidos, HearstLab también ha invertido en otras compañías como MD Ally, una solución de triaje y telemedicina para las llamadas de emergencia al 911, o The Barometer, que es una solución para la publicidad digital en canales emergentes.



El ticket medio de empresas fundadas por mujeres es de **935.000** dólares

El de las fundadas por hombres, de **2,1** millones de dólares

En el periodo de un año, las empresas fundadas por mujeres consiguieron unos ingresos de **730.000** dólares

Las fundadas por hombres, **662.000** dólares

Por cada dólar invertido, las empresas de mujeres consiguieron **78** centavos

Las de hombres **28** centavos

El fondo ya ha recibido más de 40 propuestas de inversión en España en solo dos semanas

la oficina de la compañía esté liderada por una mujer, como es el caso de España.

Con respecto al tipo de compañías en las que invertir, Espejo señala en una conversación con *elEconomista.es* que son aquellas en las que pueden existir sinergias con la actividad de Hearst tanto por el lado de la mentoría como por el de la presentación de clientes o, incluso, llegar a convertirse en su propio usuario. Sobre sectores concretos, señala algunos como los recursos humanos, márketing, datos, logística, transporte, aviación, energía o ciberseguri-

Blackpearl amplía a 125 millones su fondo para pymes españolas en dificultades

Blackpearl Capital Management amplía su capacidad de inversión en empresas españolas en situaciones especiales con JP Morgan como coinversor junto a varios 'family offices' españoles.

Rocío Casado. Foto: eE

Nuevo capital para apoyar pequeñas y medianas empresas españolas en dificultades financieras, operativas o de sucesión. Blackpearl Capital Management ha reforzado su proyecto ampliando la capacidad de inversión de su fondo en 55 millones de euros adicionales hasta un total de 125 millones para invertir en empresas españolas en situaciones especiales. La gestora española cuenta con el apoyo de JP Morgan, con quien coinvierte en sus operaciones, y con la confianza de otros inversores internacionales y de un grupo de *family offices* españoles.

Con los nuevos recursos, el proyecto liderado por los tres socios, Pedro Ruíz de Marcos, con larga trayectoria en gestoras de *private equity* como Everwood y Thesan, Pablo Moreno de la Cova (ex Corfin Capital y Highbridge), ambos ex Lehman Brothers, y Juan Serra Castillejo (ex Everwood y Thesan), realizará tres o cuatro inversiones más antes de lanzar un nuevo vehículo de 150 millones.

Coinversiones y nuevo fondo

La estrategia de Blackpearl Capital Management se centra en inversiones de entre 8 y 20 millones de euros en compañías con un ebitda de 2 a 5 millones de euros, un nicho de mercado menos competido en España. Su tesis consiste en hacer crecer las empresas participadas con adquisiciones de otras compañías complementarias para su posterior y eventual venta a otros *private equity* de mayor tamaño. La joya del portfolio de Blackpearl Capital es la compañía de jardinería Catral Garden, con ventas próximas a los 140 millones. Junto al fondo español Abac Capital, la citada empresa adquirió el año pasado Interma Nets, fabricante catalán de mallas de plástico, por 120 millones de euros.

La firma ha creado una cartera de seis compañías participadas desde su primer fondo, con una inversión total de 70 millones de euros bajo el amplio paraguas de las situaciones especiales, incluyendo empresas en proceso de reestructuración o muy sobre-apalancadas, así como transiciones accionariales complejas, problemas de sucesión en negocios familiares o poco profesionalizados y/o con necesidades de mejorar su gestión y su gobierno corporativo.



Pablo Moreno, Laura Ybarra (CFO), Juan Serra Castillejo y Pedro Ruiz de Marcos.

En la actual cartera de Blackpearl figuran también, como avanzó *elEconomista.es*, el grupo textil Alae Univer, especializado en uniformes corporativos y la plataforma de comercialización y distribución de pastelería industrial Dillepasa. El fondo también es socio de Marketing Alternativa Productos

Realizará tres o cuatro inversiones más antes de lanzar un nuevo fondo de 150 millones

(MAP) -especializada en distribución de chocolates y productos de campaña, adquirida desde la catalana Dillepasa, y de la madrileña AdbTrasemisa, comercializadora y distribuidora oficial de AdBlue Ferreteria para grandes flotas, centros de distribución y estaciones de servicio.

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

Gracias a todos nuestros clientes por confiar en nosotros.

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

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

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

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	95
2	Deloitte	74
3	EY	35
4	KPMG	25
5	Santander C&IB	21
6	Rothschild	20
6	Arcano Partners	20
8	Lazard	15

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

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

TTR Data - Annual Report 2022. Ranking M&A. Financial Advisors

Ranking	Asesor	Número de operaciones anunciadas
1	PwC	144
2	Deloitte	118
3	EY	57
4	KPMG	23
5	Arcano Partners	19
6	Santander C&IB	18
6	Norgestión	18
8	Baker Tilly (Corporate)	11



* Por número de operaciones asesoradas.

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

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

Amplía su estrategia

Pemberton capta 1.000 millones para financiar circulante en Europa y EEUU

La gestora británica de crédito Pemberton ha captado 1.000 millones de dólares (más de 930 millones de euros) para su estrategia de financiación de capital circulante o *Working Capital Finance* (WCF) dirigida a pymes de Europa y EEUU, incluyendo participadas de las carteras del *private equity*. Con 15.200 millones de euros bajo gestión, la firma liderada por Leticia Ruenes en España y con oficina en Madrid desde 2020, culminó su mejor ejercicio en nuestro

país el año pasado con 1.000 millones invertidos en cuatro operaciones apoyando a grandes fondos de capital riesgo en sus adquisiciones.

La estrategia WCF ayuda a las pymes a optimizar su gestión de tesorería con soluciones de financiación de inventario, clientes o proveedores a corto plazo con un particular enfoque en tecnologías de la información y alimentación.

Gran subasta

Macquarie y Ardian se lanzan a por la red de Vodafone por 4.000 millones

La firma de inversión australiana Macquarie Capital, principal accionista de la compañía de telecomunicaciones Onivia, y Ardian, propietaria de Adamo Telecom, se postulan por separado para pujar por la red fija de Vodafone España. Esta infraestructura de acceso a Internet incluye un despliegue de 10,5 millones de unidades inmobiliarias, de las que 7 millones se corresponden con redes de cable y 3,5 millones de fibra óptica hasta el hogar (FTTH). El

banco estadounidense Evercore tiene el mandato de Vodafone para coordinar las futuras operaciones relacionadas con unos activos valorados por el mercado en cerca de 4.000 millones de euros.

Entre los candidatos en liza por la red de fibra óptica de la operadora británica podrían postularse también el canadiense Brookfield y el francés Vauban y aseguradoras como AXA, Allianz o Swiss Life.

Negocia en exclusiva

La nipona Marubeni comprará Sabater a Portobello por 270 millones

La competida puja por Sabater Spices, una de las grandes operaciones del capital privado en el arranque de 2023, ya tiene nuevo hito: la multinacional japonesa Marubeni Corporation negocia en exclusividad la adquisición de una participación mayoritaria, cercana al 70% del capital, del líder español de especias por cerca de 270 millones de euros al fondo español Portobello Capital. Con la operación, el grupo asiático, muy activo en el negocio de condi-

mentos e ingredientes alimentarios, tomará el control de la empresa murciana para expandir su presencia en Europa.

El gigante nipón toma así la delantera imponiéndose a los otros cuatro candidatos en liza, entre ellos, el fondo de capital riesgo L-GAM, antiguo dueño de Grupo BC, líder español en gestión de procesos hipotecarios, posicionado como favorito en la puja.

Relevo generacional

Queka entra en Cerería Mollá para impulsar su crecimiento y sucesión

El fondo español Queka Real Partners ha cerrado su séptima inversión con la toma de una participación en Cerería Mollá 1899 para apoyar el relevo generacional del centenario fabricante y distribuidor valenciano de velas e impulsar su crecimiento dentro y fuera de España, tanto orgánicamente como vía adquisiciones. Según ha podido saber *elEconomista.es*, tras la entrada del *private equity*, Santiago Mollá Mico, administrador único y CEO, mantiene

una participación significativa y sigue al frente de la empresa familiar de velas personalizadas y perfumadas de lujo, con presencia en 50 países.

Fundada en 1899, Cerería Mollá está especializada en la fabricación artesanal de velas perfumadas, difusores y elementos aromáticos para el hogar. El grupo cerró 2021 con 9 millones en ventas, duplicando las cifras de 2020.

Madrid • Barcelona

Aberdeen • Abu Dhabi • Ámsterdam • Amberes
• Argel • Belgrado • Bergen • Berlín • Bogotá •
Bratislava • Bristol • Bruselas • Bucarest • Budapest
• Casablanca • Ciudad de México • Colonia
• Cúcuta • Dubai • Dusseldorf • Edimburgo •
Estambul • Estrasburgo • Frankfurt • Funchal •
Ginebra • Glasgow • Hamburgo • Hong Kong
• Johannesburg • Kiev • Leipzig • Lima • Lisboa
• Liubliana • Liverpool • Londres • Luanda •
Luxemburgo • Lyon • Manchester • Mascate •
Milán • Mombasa • Mónaco • Múnich • Nairobi •
Oslo • París • Pekín • Podgorica • Poznan • Praga
• Reading • Río de Janeiro • Roma • Santiago de
Chile • Sarajevo • Shanghai • Sheffield • Singapur
• Skopje • Sofía • Stavanger • Stuttgart • Tel Aviv
• Tirana • Utrecht • Varsovia • Viena • Zagreb •
Zúrich

cms.law

La UE entra en Kuali, el megafondo de 300 millones de Cofides

Cofides canalizará la aportación de 17 millones de la UE al megafondo de impacto contra el cambio climático. La Cooperación Española aportará, por su parte, 50 millones.

Rocío Casado.

Kuali, el megafondo de impacto liderado por Cofides y gestionado por Gawa Capital Partners, ha recibido el visto bueno de la Unión Europea (UE) y del Comité Ejecutivo del Fondo para la Promoción del Desarrollo (FONPRODE), perteneciente a la Agencia Española de Cooperación Internacional para el Desarrollo (AECID). Como entidad acreditada, Cofides será la encargada de gestionar la participación de la UE en el vehículo (12 millones de primeras pérdidas y 5 de asistencia técnica).

El nuevo vehículo *verde* pretende movilizar hasta 300 millones de euros gracias a las contribuciones de la UE, el Fondo Verde para el Clima (25 millones de primeras pérdidas y 5 de asistencia técnica) y la financiación de la Cooperación Española a través del



FONPRODE (50 millones de euros de deuda concesional y 2 millones de euros de asistencia técnica). De esta manera, Kuali prevé movilizar hasta 213 millones de euros de inversores privados para apoyar directamente a más de 486.000 pequeños agricultores y 16.000 pymes en 15 países de Latinoamérica, el Caribe e India. Entre las medidas de mitigación y adaptación al cambio climático, el nuevo fondo de impacto pretende evitar la emisión de 14,2 millones de toneladas de CO2 durante 10 años, transformando los modelos de negocio y los procesos productivos de los agricultores para hacerlos más eficientes, inclusivos y sostenibles.

Fondo verde para el Clima

El presidente y consejero delegado de Cofides, José Luis Curbelo, ha señalado que “aunque el objetivo es ambicioso, esperamos replicar el buen funcionamiento y la elevada movilización de recursos de terceros que alcanzamos con el Fondo Huruma”. A su juicio, “este tipo de fondos son un buen ejemplo de cómo la financiación combinada o *blending* puede facilitar que la inversión privada se implique en proyectos de impacto, favoreciendo así el cumplimiento de la Agenda 2030 y sus Objetivos de Desarrollo Sostenible. En declaraciones a *elEconomista Capital Privado*, José Carlos Villena, director adjunto de Alianzas para el Desarrollo de Cofides, explica que “el Fondo Kuali supone darle continuidad al trabajo que venimos realizando para incrementar la movilización de recursos privados hacia la inversión de impacto, en este caso concreto con una componente eminentemente climática. A su vez nos permite seguir contribuyendo al fortalecimiento del ecosistema de impacto nacional, apoyando la transformación y consolidación del mismo”.

La movilización de los inversores privados es la clave de este vehículo. Además de la UE, el fondo prevé contar con el apoyo del Fondo Verde para el Clima de Naciones Unidas. “Actualmente estamos trabajando en la inclusión del Fondo Verde, lo que marca la diferencia con respecto a Huruma, lo que implica una estructuración financiera aún más compleja que Huruma”, confirma Villena. “Cofides ha demostrado su habilidad para la combinación de recursos de distintos participantes públicos y especialmente para la estructuración de vehículos de financiación combinada o *“blending”*, en inglés.

Kuali sigue la estela de su predecesor Huruma, el primer proyecto liderado por Cofides en el marco de las facilidades de *blending* de la UE. Gestionado también por Gawa Capital, cuenta con 120 millones de euros aportados por la UE, el FONPRODE, Cofides e inversores privados y la colaboración de CaixaBank Banca Privada, que ha distribuido el fondo con su red nacional. Su objetivo es facilitar el acceso al crédito a los agricultores de áreas rurales desatendidas de Latinoamérica, el Caribe, África subsahariana y Asia.



José Luis Curbelo, presidente y consejero delegado de Cofides. Nacho Martín



José Carlos Villena, director adjunto de Alianzas para el Desarrollo de Cofides. eE

Por su parte, el gerente general del FONPRODE, Carlos Jiménez Aguirre, apunta que “el nuevo fondo Kuali se alinea completamente con los compromisos adquiridos por el Gobierno de España para aumentar su financiación climática”. “Será un claro ejemplo de cómo la Cooperación Española aprovecha todo el potencial disponible para profundizar su trabajo en Latinoamérica a la vez que tiende puentes con otras importantes regiones del planeta, como la India”.



Juan José Legarda Martín
Socio en KPMG Funding

¿Apuntar primero o disparar sin más?

Es la naturaleza del ser humano, recordar el error con mayor contundencia que el éxito. El mundo financiero no es diferente y vemos continuos titulares sobre inversiones fallidas o compromisos de pago no honrados. Si combinamos ambos (mezclados, no agitados), llegamos a las conocidas operaciones de *Loan to Own*, en las que la deuda se hace con el control de una compañía mediante su conversión en capital, normalmente, dentro de un proceso de reorganización o venta de activos.

¿Pero cómo se produce un evento de este tipo? ¿Un día cualquiera alguien decide que la deuda se hace con el capital? ¿Las llaves de mi negocio ya no abren la puerta porque alguien ha cambiado la cerradura? Este tipo de operaciones ocurre en compañías en situación de *distress*, que están o se encontrarán en situación de insolvencia en un horizonte temporal cercano. Raro en empresas en buen estado de salud financiera.

Como muchas situaciones de la vida, existen dos tipos: hostiles y amistosas. Aunque en ambas, la deuda tiene características comunes que, normalmente, suelen ser: tener otorgada una garantía real (pignoración de acciones; hipoteca de activos; pignoración de marcas o derechos de uso; otras) o capacidad de conversión en capital mediante una ecuación de canje que suele desplazar en un porcentaje elevado o casi en su totalidad al accionariado actual. Es decir, algo con lo que ejercer presión sobre los socios. También hay casos donde sin una garantía real y, con tan solo el recurso al balance de la compañía, se acuerda una conversión de la deuda en capital, pero los accionistas tienen algo más de ventaja en el proceso de negociación.

Este proceso es como un puzzle de "dos piezas" (nada que ver con los de 1.000 piezas que proponen un bello puente sobre un río europeo), pero que suele entrañar una gran dificultad. Y es que aquí, el orden de los factores sí altera el producto. Partamos de la premisa de que quien accede/compra una deuda y/o la convierte en capital, tiene como objetivo hacerse con la propiedad de la compañía. Bien sea proactivamente o porque se ha visto abocado a ello. Hagamos la siguiente diferenciación:



- Poseo la deuda. En este caso, la estrategia de conversión o de toma de control de la compañía no suele ser un elemento que estuviera definido en el momento de concesión de la deuda. Acción sobrevenida, en la que el propio accionista puede ser quien entregue el bastón de mando a sus acreedores financieros (más común si el accionista es un sponsor financiero) si el rendimiento del negocio no es suficiente para cumplir con sus obligaciones de pago y el esfuerzo de seguir al frente de la compañía no compensa el, potencialmente, exiguo retorno para su capital.

- No poseo la deuda. Un proceso mucho más interesante e intrincado. En este caso hay que hacerse con la deuda y, además, negociar con el accionariado actual. Esto implica una negociación adicional a la descrita en el punto anterior. No solo hay que acordar con los accionistas qué porcentaje accionarial se absorbe, sino, además, hacerse con la deuda, posiblemente, a un precio por debajo de su valor a par. Y eso requiere café en abundancia, paciencia y un elenco de cláusulas rechazadas, eliminadas, modificadas que al final suelen sintetizarse en una cifra mágica que se llama precio, y que se suele obtener disolviendo en un vaso *ebitda*, sentimientos y esperanza.

¿Cuál es el orden adecuado para acometer este proceso? ¿Y si me hago con la deuda y los accionistas no son colaborativos?



La tendencia será la de negociación y entrega “amistosa” de llaves más que el “asalto” al capital con un “que nadie se mueva”

Surge una mezcla no lineal de teoría de juegos y actitud de control (hostil vs. amistosa). Las posiciones son muy diferentes, porque las partes tienen diferentes escenarios de incentivo. El accionista actual -minimizar/cortar la pérdida y retorno cercano a cero- y el acreedor actual de la deuda- recuperar lo que potencialmente no vale su deuda ahora, con escaso recorrido para alcanzar el 100%- y el candidato a comprar la deuda, que busca un beneficio amplio.

Si la actitud es hostil, la estrategia suele seguir el patrón de comprar la deuda y “asaltar” el *equity* con el soporte de un sólido paquete de garantías, la capacidad de conversión del instrumento o la negativa a adecuar ciertos términos para acelerar el incumplimiento del contrato de deuda. Aquí el accionista suele optar por el equivalente financiero de la Defensa Petrov (conocida por aburrida y de reducida inspiración) que se traduce en concurso de acreedores. Aburrida, pero eficaz en la destrucción de valor y, por tanto, la menos recomendable. Como todo en la vida, la solución “amistosa” suele ser la que crea valor o minimiza el deterioro. En este proceso, lo lógico sería hacerse primero con la deuda, pero con un contacto previo con el accionariado actual. Una vez que el accionista renuncia a retorno alguno o se pacta el que va a recibir, suele estar interesado en que la compañía sobreviva y, un acercamiento bien explicado, donde se define la estrategia de continuidad de la empresa, puede ser de enorme ayuda para habilitar una transición accionarial eficaz. Después de eso, toca adquirir la deuda. Parte del retorno tiene su origen en el descuento aplicado a la deuda que se compra y aquí nos remitimos a lo antes comentado. No hay recetas mágicas. Hay que proponer un escenario de recuperación al financiador actual (quien vende la deuda) que sea más atractivo que el de continuar en la compañía e incluso convertir en capital. Hay muchos financiadores que, pese a poder, prefieren no hacerse con el control de la compañía. La razón suele ser cristalina: “Nosotros prestamos dinero, no gestionamos negocios”.

¿Va a haber más operaciones de este tipo durante el 2023? Algunos podrán argumentar que la ley que reforma el proceso preconcursal y concursal, que ofrece más opciones a los acreedores, puede ser un acicate para animar el *Loan to Own*. Otros, que esa misma ley tiende a promover más la continuidad del negocio, promoviendo procesos más eficaces y posiblemente donde no sea necesario el “asalto” al *equity*. La tendencia será la de negociación y entrega “amistosa” de llaves (todo lo amistosa que pueda ser) más que el “asalto” al capital con un “que nadie se mueva, esto es un *Loan to Own*”. Tenemos diez meses para comprobarlo.

JOSÉ LUIS DEL RÍO GALÁN

CEO de Arcano Asset Management



“La exposición a activos alternativos en banca privada debería multiplicarse por cuatro”

La gestora Arcano Asset Management cumple este año 2 décadas desde su fundación y continúa su proceso de expansión internacional. Como gestora independiente ha conseguido hacerse un hueco en negocios como el de banca e inversión y el de gestión de activos, con un sesgo fuerte en la inversión socialmente responsable.

Por Víctor Blanco Moro. Fotos: Alberto Martín Escudero

Entre la pata de gestión de activos y la de banca de inversión, ¿cuál es más importante para Arcano?

Las dos son igual de importantes. En la parte de banca de inversión somos asesores. Es un área de asesoramiento y lo que hacemos es ayudar a compañías en todo lo que tiene que ver con su desarrollo corporativo. Y es un negocio muy doméstico. Operamos fundamentalmente en España, y con

un foco muy claro hacia el *mid market*. Luego, también estamos muy vinculados a todo tipo de fondo internacional que quiera invertir en España. Es un negocio más local. La parte de gestión de activos es todo lo contrario: es un negocio muy global. No solo porque tengamos oficinas fuera de España, sino porque la mayor parte de nuestra inversión, más del 90%, es inversión fuera de España.

¿Qué porcentaje de ingresos tiene cada parte?

Es relativamente similar y depende de los años. El negocio de banca de inversión es mucho más volátil. Al final tienes años muy buenos, cuando hay mucha actividad, y otros más flojos. Dependiendo de eso, va variando.

¿Tienen pensado crecer más en uno que en otro?

A largo plazo, y por el tipo de negocio que tenemos, el crecimiento es más limitado en la parte de banca de inversión, al ser más local. La gestora ha crecido mucho y lo va a hacer todavía más. A día de hoy estamos por encima de los 9.000 millones de euros. El crecimiento es muy fuerte y empieza a ser exponencial. Vamos a crecer en los activos que tenemos. Lo que queremos ahora es reforzar las cinco verticales que tenemos en gestión de activos. El *private equity*, *venture capital*, infraestructuras sostenibles, crédito e inmobiliario.

cios, si no entre nosotros y el cliente, y buscamos aportar una solución, la mejor a largo plazo. Es esa relación de largo plazo la que nos define y nos diferencia frente a otros. Y luego está la calidad de los equipos. El premio que nos han dado este año de gestora de secundarios creo que es el mejor que podíamos tener, porque no era esperado. Muchas veces te seleccionan, te llaman, tienes que prepararlo... Y puedes presentar las cosas de forma que te pueda beneficiar. Aquí no.

¿Cómo de importante es el hecho de que sean independientes?

Para nosotros es fundamental. El tener realmente independencia total a la hora de tomar las decisiones es algo que paga, y te ayuda a tomar decisiones basadas puramente en análisis, y de cara a los clientes, sin duda: que no piensen que podamos tener un conflicto, por el hecho de tener en el accionariado a alguna institución. Aporta desde los dos lados.

“La gestora ha crecido mucho y lo va a hacer todavía más. A día de hoy estamos por encima de los 9.000 millones”

“Es fundamental tener independencia total para tomar decisiones, es algo que paga y nos permite basarnos puramente en análisis”



En 2022 han estado en el top 10 de mejores gestoras para Dow Jones, la única española. Y en la parte de fusiones, son el top 1 español. ¿Cuál es la clave para conseguir ser diferenciales en negocios tan diferentes?

Creo que es nuestra cultura. Somos una casa muy emprendedora. Los socios somos empresarios, con vocación de desarrollar nuestros negocios. No somos simplemente ejecutivos. Tenemos que desarrollar un negocio, y lo vamos transmitiendo a la organización. Cada socio responsable de un área tiene otros socios que van desarrollando otras, y vamos trasladando hacia los distintos equipos ese espíritu empresarial.

Otra cosa que creo que nos hace diferencial es que el cliente es lo primero, y el *partnership* no es solo una asociación de so-

¿Cuál es su objetivo de patrimonio al que quieren llegar en la parte de la gestión?

Tenemos un plan estratégico que implica crecimiento orgánico y también estamos abiertos a crecimiento inorgánico. Nuestro mercado objetivo en el medio plazo es Europa, que es donde queremos seguir creciendo. Cada vez tenemos más inversores internacionales. La idea es, cada vez tener más cuota de mercado e inversores fuera de España. En España tenemos una cuota de mercado muy grande. Trabajamos con la mayor parte de instituciones y de bancas privadas, y deberíamos seguir creciendo, porque la tarta va a crecer para todos. Cada vez hay más inversión en activos alternativos, no solo institucionales. Esto debería hacer que en los próximos 5 años la tarta crezca mucho, y deberíamos duplicar nuestro mercado en España. Si a eso le sumamos todo el crecimiento que queremos tener en la parte interna-

cional... Pero dependerá de si es puro crecimiento orgánico, o de si hacemos alguna compra fuera de España que nos permita entrar más rápidamente en algún mercado en concreto. Hemos hecho una apuesta fuerte por Italia, y queremos que se nos considere un *player* local.

¿Piensan dar el salto a Asia en algún momento?

Hoy por hoy nuestro mercado es fundamentalmente Europa. En Estados Unidos estamos, pero no tenemos un equipo de distribución, es un equipo de inversiones. Ahora creemos que tenemos que centrar el foco. Para nosotros Europa es un mercado que ahora tiene muchísimo potencial y ya tenemos mucho inversor en este Continente, y apalancándonos en eso creo que podemos crecer, y ese va a ser nuestro foco principal. También tenemos presencia en Latinoamérica, y nuestra idea es seguir desarrollando ese mercado, y Asia quizá venga en una etapa posterior.

mo hay una dislocación del mercado muy clara. Para que te hagas una idea, invertimos sobre todo en el mundo *high yield* en la parte conservadora, y ¿ahí qué es lo que buscamos? Un *yield* que pueda ir consiguiendo, y una apreciación como consecuencia de que las empresas paguen, y paguen a tiempo. No hacemos en esa parte apuestas sobre los tipos de interés, prácticamente no tenemos duración.

Somos analistas de crédito y queremos asegurarnos de que a las empresas a las que les prestamos dinero nos devuelvan a tiempo el dinero, nos paguen intereses a tiempo y buscamos su capacidad de atender los pagos a tiempo. Ahora creemos que hay una oportunidad histórica ahí porque los diferenciales están muy abiertos. En la parte de préstamos apalancados *high yield* hablamos de un diferencial de entre 550 y 700 puntos básicos, el momento en el que más abierto está el diferencial, cuando, en reali-

“Europa es un mercado que tiene muchísimo potencial para nosotros. Creo que podemos crecer y va a ser nuestro principal foco”

“Ahora hay una oportunidad brutal en la parte de crédito, con una dislocación de mercado muy clara”



En Latinoamérica, ¿están buscando algún mercado en concreto?

Donde más tiempo estamos dedicando es la zona de Perú, Colombia y Chile, que son mercados potentes desde el punto de vista de inversor institucional, y México también es interesante, pero le hemos dedicado menos atención.

En la parte de la gestión, tienen muchas estrategias diferentes. Dentro de vuestro catálogo de fondos, ¿cuál cree que se puede aventajar más del contexto económico que hay en este momento?

Todo depende de la rentabilidad que busques y del riesgo que quieras asumir. Tenemos todo el abanico: desde producto muy conservador y líquido, para que quien apueste por tener liquidez tenga un producto. Y creo además que hay ahora una oportunidad brutal en la parte de crédito. Ahora mis-

dad, no esperamos que la tasa de impagos se vaya más allá del 3% aunque se produzca un periodo de ralentización o incluso una recesión.

Y ¿dónde se centraría para la parte del inversor menos conservador?

Es el otro extremo, la parte de *venture capital*, que es ilíquido, es tecnología, etc., invertimos sobre todo en primeras etapas, donde pensamos que hay más capacidad de creación de valor. En la parte de *venture capital* también ha habido una corrección fuerte, y eso se ha trasladado a todas las etapas, en las que ahora puedes entrar en rondas a una valoración más baja. Ahí se está produciendo una oportunidad muy grande. Invertir ahora en tecnología, sobre todo en primeras etapas, si encima lo puedes hacer a valoraciones más bajas, creemos que hay una oportunidad muy buena.

Capital Privado

elEconomista.es

Después de una década de tipos al 0%, con las rentabilidades que se encuentran ahora y las expectativas de inflación de largo plazo en el 2,5% ¿es un momento histórico para construir carteras de renta fija?

Así lo creemos. La inflación está disparada, sí, pero creo que va a ir remitiendo. Lo normal es que en un año nos vayamos a niveles del 4%, 5%... y en 2024 nos vayamos a niveles normalizados de entre el 2% y el 3%. Ahí deberían situarse los tipos, en Europa no deberían irse más allá del 3%. Lo lógico es que vuelva a niveles neutrales, que está en el entorno del 2%, con unas inflaciones del 2,5%. Si te crees eso, que es por lo que nosotros apostamos, sí que hay una oportunidad histórica.

En los últimos años, con el panorama que había en los mercados, los activos alternativos han ganado mucho peso. Ahora que la situación vuelve a cierta normalidad, ¿cree

un 2%, como mucho un 3%. Esto debería multiplicarse por 4.

En Venture Capital, de 100 empresas en las que termináis invirtiendo, ¿cuántas terminan en nada, cuántas tienen un retorno razonable, y cuántas acaban siendo una gran inversión?

Depende de los fondos y de las etapas. Si hablamos de fondos que invierten en las primeras etapas, el porcentaje de mortandad es muy elevado. Los ratios de pérdida te pueden llegar al 50%. Hay gestores que mitigan ese riesgo, y prefieren renunciar un poco a resultado a cambio de tener un ratio de pérdida más bajo, y hay algunos gestores consolidados americanos que a pesar de que invierten en primeras etapas tienen unos ratios de pérdidas relativamente bajos, del 20%. Pero lo que diferencia los retornos de un fondo a otro es la capacidad de conseguir compañías que te retornan el fondo entero, y eso ocurre. Eso es lo que distingue los gestores

“Los tipos no deberían ir más allá del 3% en Europa. Lo lógico es que vuelva a niveles neutrales, en el entorno del 2% con inflación del 2,5%”

“En venture capital lo que diferencia un fondo es su capacidad de conseguir empresas que retornan el fondo entero”



que podría haber una reversión hacia activos más tradicionales?

Creo que esto está para quedarse. Te permite conseguir algo que no consigues con la parte de mercados líquidos. Puedes aspirar en deuda corporativa a rentabilidades muy interesantes, es verdad, pero está sujeto a volatilidad. Es un producto que te permite conseguir buenos binomios rentabilidad riesgo, va a seguir funcionando. Y creo que cada vez la tarta de los alternativos va a seguir creciendo.

¿Cree que la exposición de los inversores debería ser mayor en alternativos?

Sin duda. Es muy baja. Hoy por hoy es muy difícil ese número. De media, lo que estimamos nosotros es que no hay más de un 2% en alternativos, en todo el *pocket* de las bancas privadas. Hay algunas que están más evolucionadas, pero no debe haber más de

buenos de los malos: los que son capaces de acceder a las mejores empresas. Es un mercado complicado, por esto.

En fondos, ¿hacéis un análisis ESG propio?

Sí. Tenemos nuestro propio *scoring* de sostenibilidad y de impacto. De hecho, tenemos un *scoring* ESG que lo usamos en todos los comités de inversión, para todos los *asset class*, salvo para *venture capital*, que por ahí no conseguimos sacar información suficiente como para hacerlo. Y luego está la medición del impacto, que va por otro lado, y que hoy por hoy lo estamos haciendo en la parte de *private equity*, que es el único fondo realmente de impacto que tenemos. En *real estate*, a parte de los fondos de valor añadido, tenemos un mandato del banco europeo de inversiones para invertir en desarrollo urbano sostenible para invertir en Andalucía, y ahí sí que hacemos sostenibilidad y las inversiones tienen que tener ese criterio.



Alejandro Lafarga (Madrileña de Gas), Maarten Wetselaar (Cepsa), Eduardo Taulet (Lyntia), Jorge Lanza (Exolum), Michael Brinkmann (Planasa), Manolo Sánchez (Fini), Carlos Díaz (Northius) y Rafael González (Flex). eE

Frenazo en operaciones corporativas en España por más de 15.000 millones

Cepsa Química, Madrileña Red de Gas, Lyntia Access, Exolum, Planasa, GTT, Frías o Flex son solo algunas de las compañías cuyas compraventas millonarias han quedado suspendidas o canceladas por tiempo indefinido, ralentizando el mercado de fusiones y adquisiciones tras la intensa postpandemia.

Rocío Casado.

Cepsa Química, Madrileña Red de Gas, Lyntia Access, Exolum, Planasa, GTT, Frías o Flex son solo algunas de las compañías cuyas compraventas millonarias han quedado suspendidas o canceladas por tiempo indefinido, ralentizando el mercado de fusiones y adquisiciones tras la intensa y frenética actividad vivida en la postpandemia. El difícil acceso al crédito y las discrepancias de precio entre compradores y vendedores generan una cascada de procesos cancelados, en suspenso o más lentos de lo previsto. Otros, como Planasa, se han interrumpido antes de lanzarse al mercado a la espera de que lleguen tiempos mejores. La compraventa de la distribuidora Madrileña Red de Gas,

una de las más esperadas por el mercado y estimada en torno a 2.000 millones, se ha cancelado por el encarecimiento de los tipos de interés y desajustes de valoración. El fondo de pensiones holandés PGGM, el chino Gingko Tree, la británica Lancashire County y EDF han decidido suspender la venta de la tercera mayor red de gas española tras recibir ofertas alejadas de sus expectativas. La operación prometía abrir un baile de fusiones y adquisiciones en el sector de la distribución de gas en España, en plena disrupción por el hidrógeno verde.

Cepsa Química también aspiraba a protagonizar otra de las grandes operaciones corporativas del

momento, con la previsión de alcanzar los 3.500 millones de euros de valoración. Las ofertas de candidatos como Apollo, Platinum, KPS e Indorama quedaron, sin embargo, por debajo de ese umbral, cancelando el proceso y reconduciendo a la compañía a potenciar su transición verde. La petrolera Cepsa tiene también en suspenso la venta de sus cogeneradores a Ignis por la subida de los precios del gas y la falta de regulación, como ha ocurrido con Neoelectra y con las cogeneradoras de Iberdrola. En el aire está también la venta de Exolum, la antigua CLH, centrada en el transporte de hidrocarburos. Los fondos Omers y Macquarie han decidido cancelar su salida de la compañía ante las bajas ofertas recibidas. En plena crisis energética aspiraban a una valoración superior a los 1.000 millones. La vinculación del activo con el mundo de los hidrocarburos le ha restado también atractivo ante fondos de capital privado que miran con lupa los factores ESG.

En el ámbito de las telecoms, algunos movimientos corporativos en el sector de la fibra óptica, en plena ebullición en España, también han echado el freno. Es el caso de la venta de Lyntia Access, valorada en el entorno de los 1.000 millones de euros y actualmente en suspenso. El endurecimiento de las condiciones de crédito ha provocado una rebaja

El difícil acceso a deuda y las discrepancias en precio son los grandes desafíos del mercado

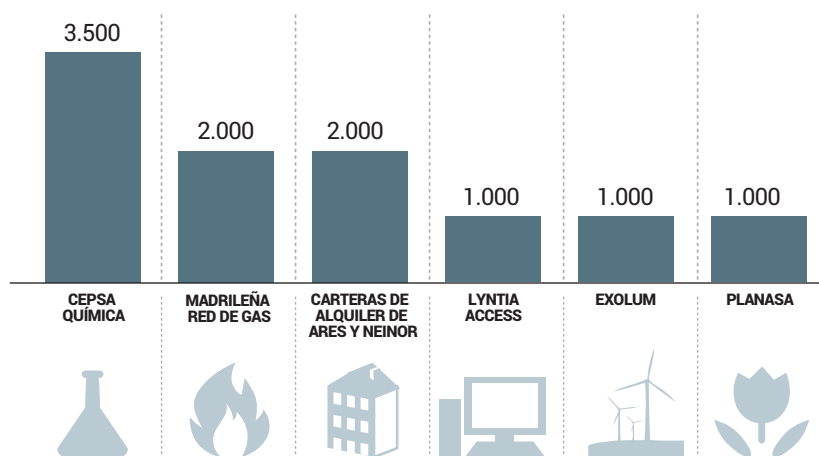
sustancial de la oferta conjunta de Avatel y el fondo Apollo por la compañía, especializada en la explotación de redes de fibra óptica residencial en poblaciones pequeñas, sin cubrir las expectativas de su dueño, el fondo galo Antin. Otro proceso en suspenso tras largas negociaciones, aunque ambas partes no quieren hablar de ruptura total pese a haber expirado el plazo para negociar en exclusiva.

El fondo Ares y la promotora Neinor Homes han cancelado las ventas de sus carteras de pisos en alquiler, valoradas en 2.000 millones. Las subidas de tipos de interés han dejado en punto muerto la venta de casi 10.000 pisos en alquiler que habían sacado al mercado. El fondo TPG ha puesto el freno a la venta de su socimi de viviendas en alquiler Tempore Properties, según han confirmado distintas fuentes del sector a *elEconomista.es*.

En el caso de Planasa, referente mundial en el sector agroalimentario, su propietario, el fondo británico Cinven, no ha terminado de lanzar la venta ante la dificultad de maximizar el precio, que preveía superar los 1.000 millones. El grupo de golosinas Fini, por su parte, aspiraba a una valoración de 700 millones. Alantra Private Equity ha aparcado por

Las grandes operaciones canceladas o en suspenso

Compraventas por más de 1.000 millones (millones de euros)



Otras transacciones

EMPRESA	MILLONES DE EUROS
Fini	700
Northius	600
Flex	500
Negocio de Depositaria de BBVA	450
GTT	400
Frías	350
Interbus	300
Iberdrola Cogeneración	250
In Store Media	200
Neoelectra	200

Fuente: elaboración propia.

elEconomista

tiempo indefinido la venta de Frías, la centenaria empresa familiar de alimentos y bebidas para gigantes como Carrefour o Mercadona, valorada en 350 millones. El fondo Aurica Capital ha hecho lo propio con Flex, cuya venta se estimaba en 500 millones. GTT llegó a estar en negociaciones muy avanzadas para ser adquirida por Grupo BC, de Silver Lake, por 400 millones. Otra venta que no ha prosperado es la de la empresa de soportes publicitarios In Store Media, participada por Artá Capital.

Investindustrial, el fondo de los Bonomi, ha cancelado su salida del grupo educativo Northius, el líder español en formación especializada, valorado en 600 millones de euros. Aparcada ha quedado también la venta del negocio de depositaria y custodia de BBVA, valorado en 450 millones, y de Grupo Interbus, que preveía traspasarse por unos 300 millones, ante las bajas ofertas presentadas por la compañía de transporte de la familia Aguado.



Pere Vilella Xampeny
Socio de FTI & Partners

Experto en reestructuraciones: figura clave en los nuevos procesos

La nueva Ley Concursal incorpora en su Libro II, como una de las novedades principales de la norma, los planes de reestructuración y la figura del Experto en reestructuraciones. Dicha novedad cambia el paradigma del derecho de insolvencia de manera importante: la Ley pasa a ser menos encorsetada y más dinámica, ofreciendo a las compañías en situación de pre o insolvencia una herramienta que ayuda a su continuidad, a mejorar el retorno a los acreedores y, en gran medida, como consecuencia de lo anterior, a mantener el tejido empresarial en España.

Las funciones que la Ley Concursal otorga al Experto en reestructuraciones son las de asistir al deudor y a los acreedores en la elaboración del plan de reestructuración; así como una función mediadora para llegar a la homologación del Plan de reestructuración presentado por el deudor o por los acreedores.

El Experto en reestructuraciones se nombra por el Juez a propuesta del deudor o de los acreedores -independientemente de por quien sea propuesto- y debe mantener una posición neutral, ya que la objetividad debe de ser una de sus características principales. Debe velar para que los derechos de los acreedores -y del deudor- se respeten durante todo el proceso. Además, puede ser requerido por el juez para que emita informes durante el proceso. Dichos informes pueden incluir desde la confirmación de clases de acreedores hasta la valoración de la compañía. Es esta última tarea la más importante. Explicaré por qué.

Tal y como el legislador ha dispuesto en los Planes de reestructuración, principalmente se contemplan dos posibilidades: homologar un plan consensual, o bien un plan no consensual (en función de si el plan es votado por todas las clases o sólo por algunas -incluso sólo una-).





iStock



■

Las tareas del Experto, en cuanto a acompañamiento al deudor, exceden la colaboración propia de un asesor o interventor

■

Pues bien, debido a las dificultades que entraña nos centraremos en la segunda opción para explicar la importancia que el experto en reestructuraciones tiene durante el proceso y a la hora de valorar la compañía.

Tal valoración debe realizarse bajo el criterio de empresa en funcionamiento, simulando -una vez que se tiene la valoración de la misma- la cascada de pagos concursales posteriores (un conocimiento propio de los Administradores concursales que es por los que el legislador los habilita para actuar como expertos en reestructuración). Pues bien, una vez realizada esta simulación se concluye qué acreedores recibirán algún importe de la liquidación (*"In the money"*) y cuáles no (*"out of the money"*).

La importancia de estar en una u otra categoría reside en que los acreedores que están *"in the money"* pueden arrastrar a clases de acreedores que no están conformes con el Plan propuesto. Y no solo eso, sino que pueden forzar a la conversión de deuda por capital y adquirir las acciones de la compañía pasando de ser acreedores a accionistas. La figura del experto es clave en todo este proceso.

De manera que las tareas que el legislador encomienda al Experto, en cuanto a acompañamiento al deudor, exceden la colaboración propia de un asesor o de un interventor: el Experto en Reestructuraciones tiene la capacidad de validar correctamente el Plan de viabilidad y, por tanto, valorar la compañía (la clave para configurar las clases de acreedores) y disponer de la aprobación del Plan de reestructuración propuesto, condición necesaria para que el proceso llegue a buen puerto.

Salto al exterior

Suma Capital abre oficina en París y cerrará este año su fondo con Repsol



Suma Capital, la gestora española de capital privado con más de 800 millones de euros bajo gestión, ha dado el salto al exterior con la apertura de su primera oficina internacional en París y la incorporación de Jérôme Petitjean, ex socio de Demeter Investment Managers -uno de los principales actores europeos en capital riesgo e infraestructuras para la transición energética-, para liderar el desarrollo en Francia de su tercer fondo de impacto climático,

lanzado en 2022 y dotado con 300 millones de euros. "Nuestra oficina en París supone todo un hito para nosotros, ya que Francia es el principal mercado europeo en sostenibilidad donde operan la mayoría de nuestros socios técnicos. El siguiente paso será cerrar nuestras primeras inversiones en Francia y, en un futuro, no descartamos abrir una nueva sede en Italia", añade Enrique Tombas, socio fundador y presidente de Suma Capital.

Fondo de fondos

Moonbase Capital atrae inversión de Oriente Medio a pymes españolas



El floreciente mercado de los fondos de búsqueda (*search funds*) sigue creciendo en España. Carlos Arenas, ex McKinsey & Company, y los hermanos egipcios Ibrahim y Khaled Abdel Rahim, han lanzado Moonbase Capital, la firma de inversión con sede en Barcelona que está logrando atraer capital de Oriente Medio a pymes españolas y europeas. Moonbase acaba de realizar el primer cierre de su fondo de fondos entre inversores de Oriente Medio y

Europa para invertir en pymes españolas, pero también de Italia, Francia, Reino Unido e incluso Japón. La misión de Moonbase es identificar 25 empresas de entre 1 y 5 millones de *ebitda* con historial de crecimiento y estabilidad de ingresos. "Nuestro objetivo es cerrar un primer fondo de 15 millones. Ya hemos invertido en 10 fondos de búsqueda en cinco países y dos primeras adquisiciones en pymes de Italia y Francia", explica Carlos Arenas.

Reestructuración

Los bonistas toman Telepizza tras capitalizar deuda e inyectar 60 millones

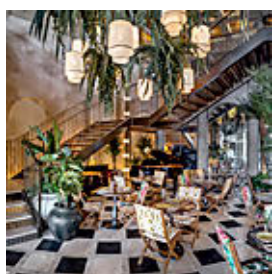


Las duras negociaciones para la reestructuración de deuda de Telepizza han culminado en acuerdo. Food Delivery Brands, matriz del grupo de restauración, ha dado un paso adelante para garantizar el futuro de la emblemática cadena española tras firmar un pacto de reestructuración de deuda y de financiación interina, valorada en 60 millones de euros, con un grupo de bonistas liderado por Oak Hill, Fortress, Blantyre y H.I.G Capital, representantes

del 67% de los títulos. En paralelo, el acuerdo vinculante incluye también el compromiso de los bonistas de proporcionar financiación suficiente (60 millones de euros) para cubrir la liquidez del grupo mientras culmina el proceso de recapitalización. En la nueva estructura de capital, el consorcio inversor liderado por el *private equity* estadounidense KKR y sus socios se diluirá, cediendo el control de Telepizza a sus principales bonistas.

En el foco inversor

Larrumba, dueño de Perrachica, supera en un 60% las ventas prepandemia



Grupo Larrumba está en el foco de los inversores tras cerrar el ejercicio 2022 en cifras récord de ventas, superando en un 60% sus niveles prepandemia y elevando su facturación hasta 52 millones de euros frente a los 33 millones de 2019. Durante los próximos meses la firma de restauración -dueña de Perrachica, Habanera, Marieta y Botania, entre otras-, pondrá en marcha nuevos proyectos con cuatro aperturas previstas en Madrid y Sevilla para completar

su portfolio de locales dentro y fuera de la capital. Según ha podido saber *elEconomista.es*, la gestora Aurica Capital, propietaria del 30% del capital de Larrumba desde 2018, ha mantenido contactos preliminares con varios inversores y asesores interesados en conocer las perspectivas de crecimiento del grupo aunque, según confirman las mismas fuentes, "el fondo no tiene previsto desinvertir a corto ni a medio plazo".

Eco**trader**

**El conocimiento de nuestros expertos
es tu mejor inversión**



**La plataforma de estrategia financiera
de elEconomista.es para batir al mercado**

- Análisis técnico
- Top 10 por fundamentales
- Dividendos
- Monitor de inversiones
- Boletín de apertura
- Tabla de seguimiento

**Oferta especial de suscripción:
un mes de prueba GRATIS + 50% descuento**

www.eleconomista.es/suscripciones/

Promoción válida hasta el 15/03/23



eE

El foro Transfiere clausura su edición en Málaga con más de 4.300 visitantes

La duodécima edición del Foro de referencia en el ecosistema I+D+i ha reunido a 500 empresas y 420 ponentes, con Finlandia y Suecia como países invitados. Jose Zudaire, director general de SpainCap, participó en el panel *Fondos de Science Equity: cuando buscas la transferencia de tecnología el tamaño importa*, junto a CDTI, Clave Capital, BeAbleCapital y Bullnet Capital.